

La struttura dei mercati finanziari e il *modus operandi* della politica monetaria: Lindahl e Ohlin a confronto*

Nella recente letteratura sui mercati finanziari una netta linea di demarcazione deve essere tracciata tra modelli che si servono dell'ipotesi di efficienza dei mercati finanziari e modelli che la rifiutano.

Le principali differenze tra i due approcci riguardano l'insieme delle informazioni disponibili agli agenti economici e il trattamento del fattore rischio. L'ipotesi di efficienza dei mercati finanziari implica che i prezzi delle attività riflettano tutte le informazioni disponibili;¹ i singoli individui non possono ottenere guadagni o perdite tramite l'uso di informazioni che il resto degli individui non possiede. L'assenza di efficienza implica che alcune informazioni come quelle riguardanti il rischio di crollo o bancarotta sono costose, e solo particolari istituti come le banche possono fornirle. Dal momento che non sono in grado di distinguere tra clienti buoni e cattivi, esse devono adottare alcuni stratagemmi per minimizzare il rischio di non ricevere indietro la somma prestata.

A seconda che si accetti o si rifiuti l'ipotesi di efficienza dei mercati finanziari, possono essere giustificate diverse valutazioni degli effetti della politica monetaria. In modelli con mercati finanziari efficienti e aspettative razionali sia nel mercato dei beni che nel mercato monetario, la politica monetaria basata su regole fisse non è efficace. In modelli con mercati finanziari efficienti e aspettative

* Ringrazio il prof. Marcello De Cecco per aver letto e commentato questo articolo. Ringrazio il prof. Marcus Miller che mi ha suggerito di interpretare Lindahl secondo la teoria della struttura temporale dei tassi di interesse. Naturalmente tutti gli errori sono solo miei.

¹ Cfr. EUGENE F. FAMA, *Foundations of Finance*, Basil Blackwell, Oxford, 1976.

razionali nel mercato monetario ma non nel mercato dei beni, la politica monetaria che si fonda su regole fisse può essere efficace, nella misura in cui è in grado di suscitare aspettative che si rivelano esatte *ex post* (*self-fulfilling expectations*). Infine, in modelli in cui l'efficienza delle informazioni disponibili agli agenti economici viene negata e il comportamento degli agenti operanti in tale mercato è modellato in maniera da prendere in considerazione la probabilità di crollo o bancarotta, l'impatto della politica monetaria sull'attività economica passa attraverso la disponibilità di credito.²

Possiamo trovare la stessa impostazione del problema, cioè il rapporto tra struttura dei mercati finanziari e efficacia della politica monetaria, in discussioni di vecchia data. Ne sono esempio, all'interno della scuola svedese, le posizioni di Lindahl e Ohlin, che saranno confrontate nelle pagine che seguono.

Lindahl e le aspettative razionali nei mercati finanziari

Oggetto della trattazione di Lindahl è il mercato dei prestiti. I prestiti si differenziano per due ordini di ragioni: (i) il lasso di tempo per il quale essi sono concessi; (ii) il tipo di persone che richiedono il prestito e il fine per il quale esso è richiesto. Lindahl considera la prima distinzione come la più importante, in quanto si riferisce all'aspetto formale del prestito piuttosto che al suo aspetto concreto. Un prestito è considerato a breve termine se è concesso per alcuni mesi, anche se viene costantemente rinnovato. Un'obbligazione invece è un prestito a lungo termine anche se viene venduta dopo breve tempo.

Il modo in cui la banca centrale può influenzare i prestiti a breve è ovvio. La domanda a cui si dovrebbe invece trovare una risposta è come la banca centrale possa influenzare i prestiti a lungo

² Cfr.: ALAN S. BLINDER and JOSEPH E. STIGLITZ, "Money, Credit Constraints and Economic Activity", *American Economic Review*, 1983, vol. II, pp. 297-303; JOSEPH E. STIGLITZ and ANDREW WEISS, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 1981, pp. 393-410; SANFORD J. GROSSMAN and JOSEPH E. STIGLITZ, "The Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review*, 1980, pp. 393-408.

termine che sono concessi senza il suo diretto intervento. Un tentativo di risposta è contenuto nella seguente asserzione:

«In primo luogo si dovrebbe osservare che il tasso a lungo — se trascuriamo eccezioni dovute al fattore rischio e ad altre frizioni — è in linea di principio determinato dai tassi d'interesse a breve per i periodi futuri. È ovviamente possibile che l'autorità monetaria annunci pubblicamente i criteri della sua politica nel futuro, e in questa maniera influenzi le aspettative del pubblico riguardanti il livello futuro del tasso d'interesse e quindi il tasso sulle obbligazioni».³

Questo tipo di ragionamento può essere tradotto in termini attuali nel modo seguente. Dal punto di vista del rendimento può non esserci alcuna differenza tra comprare un'obbligazione a lungo termine e tenerla fino a maturazione, o comprare un'obbligazione a breve, tenerla per un periodo breve e quindi usare il ricavato della vendita per comprare un'altra obbligazione a breve per il periodo successivo. Ciò accade se è verificata la seguente equazione:

$$(1 + R)^t = (1 + r_1) (1 + r_2) (1 + r_3) \dots (1 + r_t).$$

Lindahl in sostanza sostiene che se il pubblico ha aspettative razionali, esso può prevedere i valori dei futuri tassi a breve; conseguentemente i mutamenti del tasso a lungo saranno una funzione dei tassi a breve attesi. Se i tassi d'interesse a breve restano immutati per il periodo futuro, i tassi a lungo saranno uguali ai tassi a breve. Se si crea l'aspettativa di una caduta dei futuri tassi d'interesse a breve, il tasso a lungo corrente sarà inferiore a quello a breve. Come si vede, Lindahl ha anticipato quella che ora si chiama teoria della struttura temporale dei tassi d'interesse.⁴

La banca centrale può influenzare il tasso a lungo sia tramite annunci sui tassi a breve futuri sia tramite operazioni di mercato aperto. La conclusione da trarre è che la banca centrale può con l'uno o con l'altro metodo mantenere i tassi a lungo a un livello diverso dai tassi a breve per lo stesso periodo. Abbiamo così una visione chiara degli strumenti e degli obiettivi della politica monetaria sotto le assunzioni di aspettative razionali e efficienza delle informazioni.

³ E. LINDAHL, *Studies in the Theory of Money and Capital*, London, 1939, pp. 187-188.

⁴ E. LINDAHL, *op. cit.*, p. 188, nota.

Lo strumento della politica monetaria è essenzialmente l'annuncio dei tassi d'interesse a breve futuri per mezzo dei quali gli agenti economici possono calcolare i tassi a lungo. Inoltre, operazioni di mercato aperto possono essere di aiuto nel conseguimento dell'obiettivo, che sarebbe o un determinato livello dei prezzi o un certo tasso di cambiamento del livello dei prezzi secondo una regola prestabilita. La regola migliore, secondo Lindahl, è un livello dei prezzi costante. Nella pratica della politica monetaria, tuttavia, la possibilità che la banca centrale mantenga una certa differenza tra tassi a breve e tassi a lungo, evitando così processi cumulativi di aumento dei prezzi, è considerata decisiva nell'assicurare una specie di *second best solution*. La conclusione è che, secondo queste prescrizioni di politica economica, il livello dei prezzi potrebbe oscillare liberamente all'interno di una certa fascia. Lindahl scrive:

«Conseguentemente si suppone che la banca centrale tramite pubblici annunci e operazioni di questo tipo possa mantenere i tassi a lungo a un livello diverso dai tassi a breve per lo stesso periodo. Il problema che si pone in tale contesto è di verificare come il livello dei prezzi sarà influenzato da tale differenziazione dei tassi d'interesse».

Egli continua:

«Il più importante strumento a disposizione della banca centrale è naturalmente il tasso d'interesse a breve, cioè il tasso di sconto. Ma come si mostrerà è impossibile regolare i prezzi solo con questo mezzo, e in certi casi gravi svantaggi sono collegati al suo uso. Altri strumenti dovrebbero trovare posto in una politica monetaria razionale. Tra questi il controllo del tasso sulle obbligazioni tramite operazioni di mercato aperto è il più importante ma anche il più difficile. Nella nostra trattazione di diversi casi tipici, dobbiamo rivolgere particolare attenzione al rapporto che è auspicabile mantenere tra tasso a lungo e tasso a breve se il controllo dei prezzi nel lungo termine deve riuscire col minimo di frizioni».⁵

Da questo passo sembra che la politica economica ottimale quando l'obiettivo è un livello dei prezzi costante consista nel fissare il tasso di sconto a un qualche livello predeterminato; questa prescrizione tuttavia non è più ottimale in un'economia dinamica. Dal momento che la vita economica è caratterizzata da cambiamenti frequenti e improvvisi, attenersi a questa regola sarebbe in molti casi impossibile o addirittura dannoso. Sembrerebbe quindi più ragionevole fissare il tasso di sconto con l'obiettivo di mantenere un

⁵ E. LINDAHL, *op. cit.*, p. 201.

rapporto predeterminato tra tasso a breve e tasso a lungo tramite la politica degli annunci e delle operazioni di mercato aperto. In questo caso, anche se una differenza positiva tra tassi a breve e a lungo dovesse permanere per lungo tempo, qualsiasi effetto cumulativo sul livello dei prezzi verrebbe evitato. A partire da una situazione stazionaria la banca centrale potrebbe annunciare che da un certo momento $t(0)$ fino a $t(1)$ il tasso di sconto sarà più alto, e successivamente più basso, del livello iniziale. Se il pubblico avesse piena fiducia nella banca centrale, i tassi sui prestiti a breve scenderebbero rispetto a quelli sui prestiti a lungo termine, alla condizione che la data fissata per abbassare i tassi non sia troppo lontana. Per esempio, se i risparmi aumentano, mantenere il tasso di sconto fisso al fine di stabilizzare un indice dei prezzi significherebbe aggravare la situazione. Il tasso di sconto in questo caso dovrebbe essere abbassato. Può darsi che il livello dei prezzi subisca qualche variazione, ma è improbabile che inizi un processo cumulativo se il pubblico prevede un futuro aumento dei tassi secondo la politica annunciata. Alla fine del processo di aggiustamento sia il tasso di interesse sia i prezzi saranno a un livello diverso da quello iniziale.

Per comprendere il nesso tra mercati finanziari, politica monetaria e livello dell'attività economica è necessario capire che, all'interno di un periodo, reddito e produzione sono considerati fissati dalle aspettative.⁶ Avvenimenti imprevisti succedono solo nell'intervallo tra i periodi. La politica monetaria deve adempiere il compito di mantenere stabile entro una certa fascia il livello dei prezzi, ma deve anche essere in grado di rispondere a cambiamenti improvvisi nelle variabili reali.

Ciò implica una revisione della teoria wickselliana del tasso normale d'interesse, cioè il tasso d'interesse al quale la domanda e l'offerta di risparmi sono uguali e che si concilia con un livello stabile dei prezzi. Lindahl sostiene che un tasso d'interesse "normale" secondo la definizione appena data potrebbe esistere solo in un mondo caratterizzato da previsione perfetta. Nel mondo reale non è possibile stabilizzare un livello dei prezzi e lasciarlo immutato nel tempo, ma è necessario intervenire aggiustando il tasso a breve in

⁶ Il metodo usato da Lindahl è quello dell'equilibrio temporaneo. Lo stesso metodo è stato usato da J. HICKS in *Valore e Capitale* (1939). In un recente articolo presentato nel 1987 alla conferenza di Stoccolma dal titolo "The Swedish Influence on Value and Capital", Hicks ammette di essere debitore a Lindahl di questo strumento d'analisi.

maniera da conservare una certa relazione con quello a lungo, evitando processi cumulativi e mitigando gli effetti di disturbi esogeni.

Il compito della politica monetaria in questo contesto è reso più facile dall'assunzione di aspettative razionali nel mercato del credito. In tal modo la credibilità della politica monetaria è un requisito essenziale per la sua praticabilità ed efficacia. La discussione sulla politica monetaria è riassunta da Lindahl in quanto segue:

«(1) L'obiettivo della politica monetaria dovrebbe essere fissato e annunciato, e in ogni caso particolare la motivazione delle misure intraprese dovrebbe essere resa pubblica. Se il pubblico è informato dello scopo delle misure intraprese, si comporterà di conseguenza e ciò contribuirà alla realizzazione del programma.

(2) I tassi d'interesse a breve dovrebbero essere usati principalmente per controllare l'andamento dei prezzi. In teoria è possibile controllare il livello dei prezzi tramite il tasso di sconto nella maggior parte dei casi. Ciò implicherebbe tuttavia variazioni del tasso di sconto di notevole entità e improvvise. Probabilmente lo svantaggio è che si verificherebbero disturbi nell'organizzazione della produzione. Perciò è auspicabile che la banca centrale adotti altri strumenti per stabilizzare il tasso di sconto, stabilizzando allo stesso tempo l'attività economica.

(3) La banca centrale dovrebbe seguire i mutamenti nel tasso sulle obbligazioni e in un certo senso influenzarli per mezzo di una politica del mercato aperto. Se trascuriamo gli elementi di frizione, che impediscono piena comunicazione tra i mercati dei prestiti a breve e lungo termine (e elementi di rischio che possono essere maggiori per i prestiti a lungo che per i prestiti a breve termine), la regola generale è che il tasso sulle obbligazioni dovrebbe corrispondere ai tassi a breve futuri.

Se si suppone che il pubblico possa prevedere, altrettanto bene quanto la banca centrale, l'andamento futuro dei tassi d'interesse necessario affinché l'obiettivo prefissato possa essere raggiunto, il tasso d'interesse sulle obbligazioni tenderà a corrispondere a tale livello senza che si rendano necessarie speciali misure da parte della banca centrale. In alcuni casi invece può succedere che il pubblico possa interpretare la situazione in maniera diversa dalla banca centrale. Se la banca ritiene che il pubblico sia troppo ottimista o troppo pessimista e che ciò si rifletta in un tasso sulle obbligazioni troppo alto o troppo basso, essa può cambiarlo tramite operazioni di mercato aperto. Grazie a tali operazioni la banca può tenere sotto controllo i movimenti dei prezzi e allo stesso tempo ridurre le oscillazioni nel tasso di sconto».⁷

Dal passo precedente si può trarre la conclusione che alla regola di fissare il tasso di sconto al fine di controllare i prezzi può essere

⁷ E. LINDAHL, *op. cit.*, pp. 232-233.

preferita in alcuni casi l'altra di seguire i mutamenti nel tasso a lungo causati dalle aspettative di mercato, anche se ciò potrebbe fare insorgere qualche instabilità nei prezzi. Nel migliore dei casi nessun intervento sarebbe necessario. In tale caso ottimale si sarebbe riusciti a riprodurre in un mondo con previsione imperfetta le condizioni di quello con previsione perfetta.

Il *modus operandi* della politica monetaria e la visione del sistema economico nel suo complesso

La politica monetaria secondo Lindahl dovrebbe funzionare in modo da fissare il tasso di sconto per mantenere stabile un livello dei prezzi. Tuttavia, essendo l'economia soggetta a cambiamenti molto frequenti, la realizzazione di questo programma implicherebbe interventi molto frequenti e potrebbe rivelarsi una fonte di disturbo piuttosto che una fonte di stabilizzazione dell'economia. Sulla base di queste considerazioni, sarebbe meglio fissare il tasso di sconto con riferimento al tasso a lungo termine per stabilizzare il livello dei prezzi all'interno di una certa fascia. La visione del sistema economico che sta dietro a questo progetto di politica economica è caratterizzata da un settore reale che cresce continuamente e senza leggi stabili. L'economia subirà fluttuazioni nel prodotto e nell'occupazione. Il ruolo della politica economica in questo contesto non è quello di eliminare i cicli ma di attenuare le fluttuazioni. L'incertezza non può essere abolita ma può essere ridotta fino a un certo punto migliorando l'informazione e raccogliendo dati sulle variabili più importanti. Lindahl scrive:

«La vita economica non è immobile, ma è caratterizzata da una popolazione in crescita discontinua, da innovazioni e così via. Se gli agenti economici potessero prevedere il fabbisogno di beni per l'anno prossimo o per il periodo in cui alcuni impianti saranno pronti, e se la banca centrale potesse prevedere il tasso normale d'interesse, essi si comporterebbero in maniera diversa. È possibile forse avvicinarsi alla soluzione di questo problema raccogliendo informazioni su quello che è stato prodotto per molti anni, non solo beni di consumo ma anche beni capitali, e quello che sta per essere prodotto al momento attuale. Se un tale "quadro" potesse essere ottenuto, la soluzione del problema delle crisi sarebbe più vicina».⁸

⁸ E. LINDAHL, "Nationalekonomiska Foreningens", 27 mars 1924, *Ekonomisk Tidskrift*, 1924 (26) pp. 85-88.

maniera da conservare una certa relazione con quello a lungo, evitando processi cumulativi e mitigando gli effetti di disturbi esogeni.

Il compito della politica monetaria in questo contesto è reso più facile dall'assunzione di aspettative razionali nel mercato del credito. In tal modo la credibilità della politica monetaria è un requisito essenziale per la sua praticabilità ed efficacia. La discussione sulla politica monetaria è riassunta da Lindahl in quanto segue:

«(1) L'obiettivo della politica monetaria dovrebbe essere fissato e annunciato, e in ogni caso particolare la motivazione delle misure intraprese dovrebbe essere resa pubblica. Se il pubblico è informato dello scopo delle misure intraprese, si comporterà di conseguenza e ciò contribuirà alla realizzazione del programma.

(2) I tassi d'interesse a breve dovrebbero essere usati principalmente per controllare l'andamento dei prezzi. In teoria è possibile controllare il livello dei prezzi tramite il tasso di sconto nella maggior parte dei casi. Ciò implicherebbe tuttavia variazioni del tasso di sconto di notevole entità e improvvise. Probabilmente lo svantaggio è che si verificano disturbi nell'organizzazione della produzione. Perciò è auspicabile che la banca centrale adotti altri strumenti per stabilizzare il tasso di sconto, stabilizzando allo stesso tempo l'attività economica.

(3) La banca centrale dovrebbe seguire i mutamenti nel tasso sulle obbligazioni e in un certo senso influenzarli per mezzo di una politica del mercato aperto. Se trascuriamo gli elementi di frizione, che impediscono piena comunicazione tra i mercati dei prestiti a breve e lungo termine (e elementi di rischio che possono essere maggiori per i prestiti a lungo che per i prestiti a breve termine), la regola generale è che il tasso sulle obbligazioni dovrebbe corrispondere ai tassi a breve futuri.

Se si suppone che il pubblico possa prevedere, altrettanto bene quanto la banca centrale, l'andamento futuro dei tassi d'interesse necessario affinché l'obiettivo prefissato possa essere raggiunto, il tasso d'interesse sulle obbligazioni tenderà a corrispondere a tale livello senza che si rendano necessarie speciali misure da parte della banca centrale. In alcuni casi invece può succedere che il pubblico possa interpretare la situazione in maniera diversa dalla banca centrale. Se la banca ritiene che il pubblico sia troppo ottimista o troppo pessimista e che ciò si rifletta in un tasso sulle obbligazioni troppo alto o troppo basso, essa può cambiarlo tramite operazioni di mercato aperto. Grazie a tali operazioni la banca può tenere sotto controllo i movimenti dei prezzi e allo stesso tempo ridurre le oscillazioni nel tasso di sconto».⁷

Dal passo precedente si può trarre la conclusione che alla regola di fissare il tasso di sconto al fine di controllare i prezzi può essere

⁷ E. LINDAHL, *op. cit.*, pp. 232-233.

preferita in alcuni casi l'altra di seguire i mutamenti nel tasso a lungo causati dalle aspettative di mercato, anche se ciò potrebbe fare insorgere qualche instabilità nei prezzi. Nel migliore dei casi nessun intervento sarebbe necessario. In tale caso ottimale si sarebbe riusciti a riprodurre in un mondo con previsione imperfetta le condizioni di quello con previsione perfetta.

Il *modus operandi* della politica monetaria e la visione del sistema economico nel suo complesso

La politica monetaria secondo Lindahl dovrebbe funzionare in modo da fissare il tasso di sconto per mantenere stabile un livello dei prezzi. Tuttavia, essendo l'economia soggetta a cambiamenti molto frequenti, la realizzazione di questo programma implicherebbe interventi molto frequenti e potrebbe rivelarsi una fonte di disturbo piuttosto che una fonte di stabilizzazione dell'economia. Sulla base di queste considerazioni, sarebbe meglio fissare il tasso di sconto con riferimento al tasso a lungo termine per stabilizzare il livello dei prezzi all'interno di una certa fascia. La visione del sistema economico che sta dietro a questo progetto di politica economica è caratterizzata da un settore reale che cresce continuamente e senza leggi stabili. L'economia subirà fluttuazioni nel prodotto e nell'occupazione. Il ruolo della politica economica in questo contesto non è quello di eliminare i cicli ma di attenuare le fluttuazioni. L'incertezza non può essere abolita ma può essere ridotta fino a un certo punto migliorando l'informazione e raccogliendo dati sulle variabili più importanti. Lindahl scrive:

«La vita economica non è immobile, ma è caratterizzata da una popolazione in crescita discontinua, da innovazioni e così via. Se gli agenti economici potessero prevedere il fabbisogno di beni per l'anno prossimo o per il periodo in cui alcuni impianti saranno pronti, e se la banca centrale potesse prevedere il tasso normale d'interesse, essi si comporterebbero in maniera diversa. È possibile forse avvicinarsi alla soluzione di questo problema raccogliendo informazioni su quello che è stato prodotto per molti anni, non solo beni di consumo ma anche beni capitali, e quello che sta per essere prodotto al momento attuale. Se un tale "quadro" potesse essere ottenuto, la soluzione del problema delle crisi sarebbe più vicina».⁸

⁸ E. LINDAHL, "Nationalekonomiska Foreningens", 27 mars 1924, *Ekonomisk Tidskrift*, 1924 (26) pp. 85-88.

Tale studio della congiuntura potrebbe fornire dati con cui la politica economica potrebbe essere programmata in anticipo per molti anni.

Ohlin e la struttura dei mercati finanziari

Secondo Ohlin i mercati finanziari sono segmentati dal fattore rischio. Egli scrive:

«L'interesse è il prezzo di disporre di una certa somma di denaro durante un certo periodo di tempo, o in breve il prezzo del credito. Questo prezzo cambia a seconda del periodo di tempo per il quale il credito è concesso, del diritto di rompere la transazione, della sicurezza, dell'affidabilità dei richiedenti, in una maniera che dipende dalle curve di offerta e di domanda dei diversi tipi di prestito. Il mercato del credito può essere visto come segmentato in molti mercati parziali, che si distinguono l'uno dall'altro a seconda dei diversi tipi di transazione creditizia. La relazione tra i tassi d'interesse in questi mercati cambia nella stessa direzione della valutazione dei contraenti, cioè nello stesso modo in cui mutano le curve di offerta e di domanda».⁹

Il mercato dei prestiti sembra così diviso in molti submercati che si differenziano non solo per la durata dei prestiti ma anche per una quantità di elementi che attengono alla natura del contratto tra debitori e creditori. Conseguentemente è logico dedurre che non è il prezzo da solo a sgombrare il mercato, ma che tutti gli elementi attinenti al tipo di contratto tra prestatori e debitori influenzano la quantità di fondi rispettivamente presa e data in prestito. La quantità di equilibrio in tali mercati può non essere una funzione dei soli prezzi, poiché i prezzi possono influenzare la disponibilità a concedere un prestito. Un prezzo di domanda alto può indicare che il contratto è ad alto rischio, e quindi diminuire il rendimento atteso (al netto del rischio) per i prestatori. Di conseguenza l'offerta di fondi potrebbe persino diminuire se il prezzo aumenta. I prezzi dei prestiti in mercati diversi sono diversi a causa dei fattori sopra menzionati, ma la maniera in cui tali fattori (contratti tendenti a evitare il rischio) influenzano il prezzo è diversa per diversi tipi di prestito.

⁹ B. OHLIN, "Peningpolitik, offentliga arbeten, subventioner och tullar som medel mot arbtloshet. Bidrag till expansionens teori", *Statens offentliga utredningar*, 12, Stockholm, 1934, p. 41.

Il tasso d'interesse può essere suddiviso in tre componenti: il tasso di rendimento del capitale, una specie di premio per il rischio e un super-interesse, un tasso d'interesse più alto che il prestatore richiede come compenso per la maggiore incertezza implicita in un contratto con un lungo periodo di scadenza. L'ultima componente può essere riferita al rischio di non ricevere indietro il denaro prestato. Naturalmente il rischio è valutato in maniera diversa a seconda del tipo di prestito e del tipo di richiedente.

Secondo le curve correnti di offerta e di domanda, la domanda è una funzione decrescente del prezzo, l'offerta è una funzione crescente. Nel mercato del credito, invece, l'offerta paradossalmente sembra essere una funzione decrescente del prezzo, il tasso d'interesse. Infatti, se in seguito a un intervento della banca centrale il tasso d'interesse scende, l'offerta di credito aumenta. Ohlin scrive:

«La riduzione del tasso di sconto da parte della banca centrale non ha lo stesso effetto di un prezzo massimo del burro, poiché il primo implica un'inclinazione verso il basso della curva di offerta di credito, cosa che non accade per l'offerta di burro. La banca centrale ha aumentato il credito nella maniera usuale o attraverso l'acquisto di titoli di stato. La diminuzione del tasso d'interesse concorda con le mutate condizioni di offerta nel mercato del credito».¹⁰

In questo caso un tasso d'interesse più alto è esattamente il prezzo di equilibrio, e non è un prezzo falso come invece ritenevano Hayek e gli austriaci: è il prezzo che riflette le condizioni dell'offerta indipendentemente dalla domanda. Quindi è l'offerta che determina la quantità venduta in equilibrio. Nel mercato del credito la curva di offerta non può essere tracciata, come di solito si fa, come positivamente correlata con il prezzo, il tasso d'interesse.

Il *modus operandi* della politica monetaria

Secondo Ohlin due sono i possibili meccanismi di trasmissione dalla politica monetaria al livello delle attività. Il primo consiste nel fissare il tasso di sconto per modificare il tasso di rendimento delle obbligazioni a lungo termine. Egli scrive:

¹⁰ B. OHLIN, *op. cit.*, p. 38.

«Gli effetti più importanti della politica del tasso di sconto sono per lo più di tipo indiretto e si fanno sentire molto gradualmente. Essi includono un aumento o una riduzione nella quantità di credito offerta e quindi nella domanda effettiva. Gran parte di questo credito è concesso a un tasso di sconto che non è quello ufficiale. Le banche commerciali e le casse di risparmio concedono prestiti a tassi d'interesse diversi dal tasso di sconto ufficiale. La domanda a cui si dovrebbe rispondere è come cambiamenti nel tasso di sconto possano influenzare le condizioni di credito in generale e specificamente le condizioni alle quali è concesso credito a lungo termine. L'influenza del tasso di sconto sul tasso delle obbligazioni non dovrebbe essere considerata un fatto ovvio ma dovrebbe invece essere spiegata. Se si prevede che una riduzione del tasso di sconto dal 4% al 3% duri per alcuni mesi, è improbabile che essa possa avere alcun effetto sui prestiti concessi per venti anni. Tale riduzione del tasso di sconto potrebbe influenzare il tasso a lungo termine in due casi: se viene usata per stime dei tassi a breve futuro, o se riesce a suscitare l'aspettativa di un rialzo del tasso sulle obbligazioni per altre ragioni e quindi induce acquisti speculativi. Talvolta ciò accade, ma a volte l'effetto è veramente trascurabile».¹¹

Solo se il pubblico potesse prevedere sulla base del tasso di sconto corrente i futuri tassi a breve, il livello del tasso di sconto potrebbe influenzare il tasso d'interesse a lungo termine.

L'efficacia della politica del tasso di sconto è legata alle aspettative. Essa dipende dalle aspettative delle banche commerciali su quella che sarà la politica monetaria della banca centrale nel futuro. Durante le fasi ascendenti e discendenti del ciclo economico fissare il tasso di sconto come solo strumento della politica monetaria è ancora meno efficace, poiché le aspettative del pubblico, ottimistiche o pessimistiche che siano, non possono essere mutate facilmente. Ohlin scrive:

«Se il tasso di sconto oscilla intorno al 5% le banche commerciali di solito cambiano i loro tassi sui debiti e sui prestiti. Ciò modifica i corsi delle obbligazioni e in molti casi anche i tassi d'interesse delle casse di risparmio. Perciò le condizioni di credito nel paese cambiano. A volte un tasso d'interesse più basso è richiesto non solo per vecchi crediti congelati ma per i nuovi, e in quest'ultimo caso l'offerta di credito e l'investimento cambiano. Se il tasso di sconto della Riksbank cade al 4% o sale al di sopra del 6% le banche commerciali non lo seguono, con l'eccezione dello sconto delle cambiali. Il rendimento effettivo sulle obbligazioni cambia meno del tasso di sconto e le banche commerciali adattano i loro tassi sui debiti e sui prestiti, che cambiano molto rapidamente, in proporzione ai cambiamenti nel rendimento effettivo delle obbligazioni».¹²

¹¹ B. OHLIN, *op. cit.*, p. 72.

¹² B. OHLIN, *op. cit.*, p. 80.

Se la riduzione nel tasso di sconto riesce ad abbassare il costo del credito si verificherà una tendenza all'incremento dell'investimento e della produzione. Ci sarà anche un incremento nelle emissioni di obbligazioni e titoli. Nondimeno tale aumento non indica un aumento dell'investimento, poiché le emissioni avvengono generalmente allo scopo di ripagare vecchi crediti.

L'effetto di una riduzione del tasso di sconto sull'attività economica dipende dalle condizioni generali di credito, che a loro volta dipendono dalle aspettative del pubblico e delle banche commerciali. D'altra parte Ohlin non ci dà alcuna teoria della formazione delle aspettative, né dà esempi di aspettative estrapolative o razionali. Egli sembra credere che le aspettative cambino a seconda delle fasi del ciclo economico. Se le aspettative di redditi futuri sono ottimistiche o pessimistiche, aspettative di tassi d'interesse più alti o più bassi non cambiano la situazione nel mercato del credito sia dalla parte dell'offerta che dalla parte della domanda. Se banche e imprenditori sono pessimisti sulle prospettive dei loro affari, le prime non offriranno crediti e i secondi non li richiederanno. La banca centrale può influenzare la situazione, in tal caso, attraverso operazioni di mercato aperto che tendono a cambiare l'offerta di credito. Questo tipo di politica monetaria per i suoi effetti sul tasso di sconto e sulla disponibilità a concedere crediti è molto più importante della politica del tasso di sconto durante una depressione.

Tuttavia gli effetti della politica monetaria condotta attraverso operazioni di mercato aperto dipendono in grande misura dall'organizzazione dei mercati finanziari. In Svezia, dove non esistono mercati finanziari ad eccezione delle banche commerciali, tale politica sarebbe meno efficace che in Inghilterra, dove i mercati finanziari sono altamente sviluppati. L'operare della politica monetaria condotta attraverso operazioni di mercato aperto in un paese con mercati finanziari sviluppati può essere descritto come segue:

«Quando la Banca d'Inghilterra vende titoli di stato e così riduce i depositi delle banche commerciali presso di essa, ciò automaticamente riduce l'offerta di credito delle banche commerciali. Esse sono solite mantenere un certo rapporto tra i loro depositi alla Banca d'Inghilterra e i depositi dei loro clienti. Una riduzione nell'offerta di credito avviene immediatamente. Nella maggioranza dei casi è tuttavia molto probabile che tale riduzione nell'offerta non venga trasmessa alla vita economica attraverso i clienti della banca. È più probabile che le banche ritirino i fondi investiti nei mercati finanziari e riducano così la quota di titoli nei loro portafogli. Conseguentemente i tassi di mercato aperto salgono e i corsi delle obbligazioni scendono. Diventa

allora più difficile emettere nuovi titoli e la domanda d'investimento che dovrebbe essere finanziata da essi è minore di quella che sarebbe stata altrimenti. Tale "ridotta" domanda d'investimenti causa una riduzione nelle vendite di alcuni settori e una riduzione nella domanda di credito di questi settori alle banche commerciali. Inoltre è molto probabile che tutti gli uomini d'affari che richiedono un prestito lo otterranno alle stesse condizioni di prima, anche se la politica della banca centrale ha causato una riduzione nell'offerta di credito complessiva. Tale fatto deve essere sottolineato. Se la banca centrale si fosse comportata diversamente, le emissioni e la domanda d'investimento sarebbero state maggiori, le vendite in alcuni settori più vivaci e il numero di buoni clienti presso le banche commerciali sarebbe stato maggiore».¹³

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria descritta sopra è il seguente. Una vendita di obbligazioni da parte della banca centrale implica una pressione sulle riserve e, data la relazione tra riserve e prestiti, una riduzione dei prestiti. Ciò non causerebbe immediatamente una contrazione nell'attività economica, ma provocherebbe una crisi di liquidità che indurrebbe il pubblico a vendere titoli per procurarsi moneta. La conseguenza sarebbe una crescita nei rendimenti sul mercato aperto e una caduta nei prezzi delle obbligazioni. In un secondo momento le imprese incontrano difficoltà nel finanziare la propria attività. Da una parte l'offerta di credito delle banche è stata ridotta, dall'altra parte diventa più difficile o perfino impossibile ottenere credito sul mercato. Ciò significa che le imprese sono razionate non solo dal lato del credito ma anche da quello delle emissioni di azioni. La fase finale è la riduzione nella domanda di credito che si adatta alla riduzione nell'offerta, con il processo di aggiustamento che passa attraverso la riduzione nel prodotto progettato e realizzato, particolarmente in alcuni settori chiave. La sequenza degli avvenimenti si basa sui seguenti punti: razionamento del credito, razionamento delle emissioni, riduzione nella produzione progettata, nel ricavo atteso, nella domanda e nel reddito.¹⁴ La sequenza temporale è essenziale allo schema causale che sta dietro il meccanismo. Secondo Ohlin, l'efficacia della politica monetaria, cioè il suo impatto sul livello delle attività, passa attraverso il

¹³ B. OHLIN, *op. cit.*, pp. 84-85.

¹⁴ Per una spiegazione delle fluttuazioni economiche secondo queste linee cfr.: JOSEPH E. STIGLITZ and ANDREW WEISS, *Macroeconomic Equilibrium and Credit Rationing*, Working Paper no. 2164, National Bureau of Economic Research, February 1987; B. C. GREENWALD and JOSEPH E. STIGLITZ, "Financial Market Imperfections and Business Cycles", articolo presentato alla conferenza del NBER sulle fluttuazioni economiche, 1986.

rapporto tra debiti e capitale sociale, e più generalmente attraverso cambiamenti nella liquidità di banche, imprese e famiglie. Il primo meccanismo di trasmissione, che opera attraverso il tasso d'interesse e il suo effetto sulle decisioni di investimento, è considerato molto più debole del secondo appena descritto.

Questo tipo d'interpretazione può servire per dirimere la complicata vicenda della posizione di Ohlin sul problema risparmio-investimento. Ohlin osserva che dal punto di vista del bilancio nazionale l'uguaglianza tra nuovo investimento e risparmio è sempre soddisfatta per definizione e indipendentemente dall'esistenza di un particolare tasso d'interesse. Ciò tuttavia non significa che l'andamento del risparmio, della produzione e dei prezzi sia del tutto indipendente dal tasso d'interesse. *Ceteris paribus* il livello della produzione e dei prezzi dipende dalla politica messa in atto dall'autorità monetaria. Egli scrive:

«Supponiamo che, in una situazione caratterizzata da prezzi immutati, la banca centrale abbassa il tasso di sconto e compra titoli di Stato. Conseguentemente si verifica un'espansione nel mercato monetario e i tassi a lungo termine scendono leggermente. Se la propensione al risparmio e il rendimento atteso dei nuovi progetti d'investimento non sono cambiati, nella misura in cui essi non dipendono dal tasso d'interesse, si potrebbe pensare che l'operazione di mercato aperto della banca centrale provochi una falsificazione della situazione nel mercato del capitale. Benché la domanda e l'offerta siano uguali a prima, il tasso d'interesse è sceso. Può l'intervento della banca centrale essere considerato alla stessa stregua dell'intervento tendente a fissare i prezzi dei beni di consumo durante una crisi?

Per rispondere a tale domanda bisogna ricordare che la merce venduta nel mercato dei prestiti è il diritto di disporre di una certa somma di denaro per un periodo di tempo. Un tasso di sconto più basso, in seguito all'intervento della banca centrale, non ha lo stesso effetto di un prezzo massimo del burro che è basso, poiché il primo causa un'inclinazione verso il basso della curva di offerta di credito, mentre ciò non accade per l'offerta di burro. La banca centrale offre semplicemente più credito attraverso i canali normalmente usati, o tramite l'acquisto di titoli di Stato. Un tasso d'interesse più basso è perciò in armonia con le mutate condizioni nel mercato del credito».¹⁵

La politica monetaria sembra influenzare l'attività economica agendo sull'offerta di credito. La domanda di credito per finanziare nuovi investimenti dipende dalle aspettative concernenti l'andamen-

¹⁵ B. OHLIN, "Penningpolitik, offentliga arbeten, ..." *op. cit.*, Stockholm, 1934, pp. 37-38.

to futuro della vita economica. È ragionevole supporre che la domanda di credito possa superare l'offerta a un certo tasso d'interesse. Il tasso d'interesse non ha il ruolo di creare equilibrio nel mercato del credito. Se *ceteris paribus* l'offerta aumenta in seguito a un cambiamento nella politica monetaria, può accadere che la domanda in eccesso o una parte di essa scompaia. Da questo punto di vista il "nuovo" tasso d'interesse è quello di equilibrio. Naturalmente questo ragionamento è valido solo nell'assunzione che tutto il resto sia immutato.

Conclusioni

Le diverse posizioni di Lindahl e Ohlin sul *modus operandi* della politica monetaria possono essere ricondotte alle diverse opinioni sul modo di funzionare dei mercati finanziari. Secondo Lindahl i mercati finanziari sono efficienti dal punto di vista dell'informazione e la politica monetaria può tenere sotto controllo le aspettative del pubblico sui tassi d'interesse futuri. In questo modo è possibile evitare processi cumulativi. Essenziale in questo contesto è l'assunzione di neutralità rispetto al rischio.

L'opinione di Ohlin sull'efficacia della politica monetaria è basata invece sul fatto che i mercati finanziari sono separati dal fattore rischio. Il rischio non è solo quello connesso in qualche misura a qualsiasi investimento, ma nei mercati finanziari è più specificamente il rischio di non ricevere indietro la somma prestata, e quindi di bancarotta. La politica monetaria è efficace attraverso l'offerta di credito: può far cambiare le posizioni rispetto alla liquidità delle banche commerciali, il rapporto tra indebitamento e capitale azionario delle imprese e, *ceteris paribus*, i loro progetti d'investimento. La politica monetaria può influenzare il livello delle attività cambiando la posizione rispetto alla liquidità degli imprenditori, delle banche e delle famiglie.

DOMENICA TROPEANO