

Innovazione finanziaria e controllo monetario *

I. Mutamenti nel sistema finanziario nell'ultimo decennio

1. Peculiarità delle innovazioni finanziarie in Italia

Negli anni più recenti la gamma delle innovazioni finanziarie è stata assai ampia e ha avuto differenti determinanti e sviluppi nei diversi Paesi.¹ Negli Stati Uniti, le spinte all'innovazione hanno preso avvio all'inizio degli anni settanta, per l'effetto congiunto dell'inflazione e dei limiti posti alla remunerazione della moneta bancaria. Gli elevati livelli dei tassi di interesse hanno accresciuto il *costo opportunità* di detenere saldi monetari. La concorrenza tra gli intermediari finanziari si è fortemente intensificata e le nuove tecnologie hanno favorito, anche riducendo i costi delle negoziazioni, i mutamenti nella struttura del sistema finanziario; la più recente rimozione del divieto di remunerare i mezzi di pagamento bancari ha restituito concorrenzialità alle banche rispetto ai nuovi intermediari e strumenti finanziari. L'innovazione è stata assai intensa, soprattutto nell'ambito del sistema dei pagamenti.

In altri paesi, come in Germania, le innovazioni (diverse dall'automazione dei servizi) e i mutamenti nel sistema finanziario sono stati invece assai scarsi nell'ultimo decennio, per il successo nel controllo dell'inflazione, per la struttura omogenea del sistema bancario e l'ampiezza delle funzioni svolte da quest'ultimo.

* Questo lavoro è stato presentato al Seminario del CNR su "Innovazioni negli obiettivi e negli strumenti di politica monetaria" svoltosi a Perugia il 9-10 dicembre 1983. L'autore desidera ringraziare P. Nardi per la collaborazione nella stesura della prima parte e E. Barone, R.S. Masera, G.B. Pittaluga e V. Sannucci per le osservazioni su una precedente versione del lavoro.

¹ BANCA PER I REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, 33^a *Relazione Annuale*, Cap. III, giugno 1983. M.A. AKTHAR, *Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: an International Perspective*, BIS Economic Papers, n. 9, dicembre 1983.

In Italia, le innovazioni e i mutamenti nel sistema finanziario sono stati stimolati dalla pressione esercitata dal fabbisogno del settore pubblico, dall'incertezza generata dalla intensa e prolungata inflazione, dalle ampie fluttuazioni dei tassi di interesse. Le innovazioni nell'ambito del sistema dei pagamenti sono state poco importanti, anche per l'assenza di limiti imposti dall'autorità monetaria alla remunerazione della moneta bancaria. Le innovazioni sono state invece essenzialmente connesse con il finanziamento del Tesoro e più in generale con l'obiettivo di mantenere funzionanti i canali di finanziamento a medio e lungo termine; in tale contesto le innovazioni e i mutamenti nella struttura del sistema finanziario sono stati condizionati o sollecitati dalle variazioni nella regolazione amministrativa del credito.

2. Alcune caratteristiche del sistema finanziario italiano alla metà degli anni settanta

Il sistema economico italiano è caratterizzato da una dissociazione molto ampia tra la formazione e l'uso del risparmio. Dalla metà degli anni settanta, la spinta alla crescita delle attività finanziarie è venuta prevalentemente dal settore statale, il cui fabbisogno è attualmente intorno al 70 per cento del credito totale interno; alla fine del 1983, il debito del settore statale reggerà il 78 per cento circa del PIL. Contemporaneamente, sempre in rapporto al PIL, la consistenza del credito interno al settore privato ha seguito un andamento discendente fino al 1981 (fig. 1).²

Il numero assai limitato di strumenti finanziari disponibili, l'inefficienza del mercato dei capitali, l'adeguamento — sia pure lento e parziale — dei tassi di interesse corrisposti sui depositi bancari ai tassi sui titoli e sul credito hanno concorso a mantenere molto elevata la propensione alla liquidità delle "famiglie" (tav. 1).

Nella prima metà degli anni settanta la quota degli investimenti delle imprese coperta mediante autofinanziamento è scesa a livelli molto bassi; nello stesso tempo il finanziamento diretto, in particolare mediante apporto di capitale di rischio, è divenuto di proporzioni trascurabili. In conseguenza, il finanziamento dell'accumulazione del capitale ha richiesto un intervento assai ampio degli intermediari finanziari nel canalizzare i fondi dagli operatori in surplus a quelli con indebitamenti netti (tav. 3).

² Questo trend decrescente si attenua se si tiene conto anche dei fondi ricevuti dal settore pubblico e del ricorso diretto ai mercati esteri.

FIGURA 1

FINANZIAMENTI AL PUBBLICO E CREDITO TOTALE INTERNO (consistenze medie centrate in rapporto al PIL)

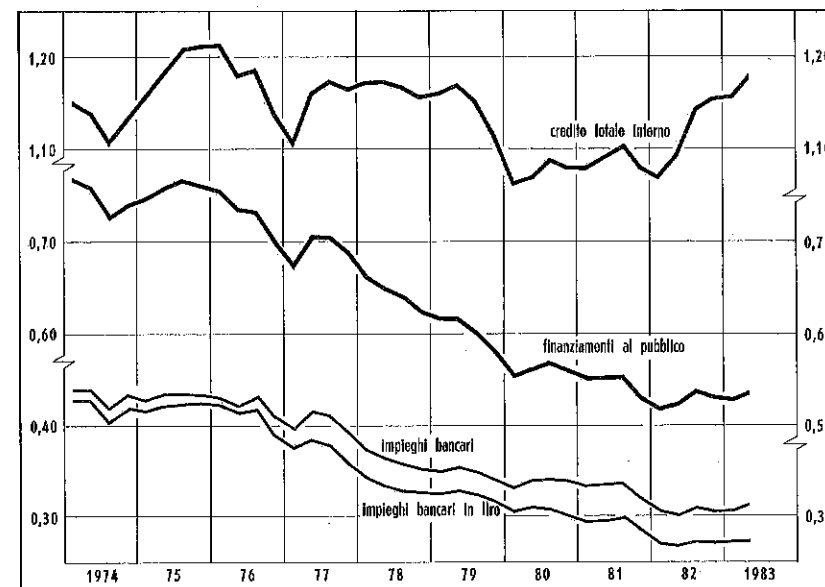


FIGURA 2

ATTIVITÀ FINANZIARIE DEL PUBBLICO (consistenze medie centrate in rapporto al PIL)

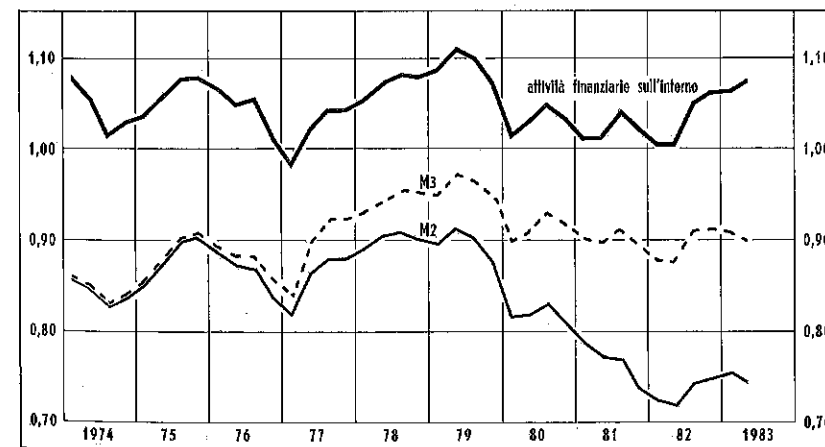


TAVOLA 1

ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE
(composizione percentuale)

ANNI	Strumenti di credito		M2	BOT	M3	Acconta- zioni bancarie	Certificati di deposito (ICS)	Titoli a medio e lungo termine	Azioni	Altre attività finanziarie ¹	Crediti verso non residenti	TOTALE
	M2	M3										
Consistenze a fine:												
1973	56,7	—	56,7	—	—	—	3,2	17,6	7,1	7,4	8,0	100,0
1977	68,9	2,9	71,8	2,9	—	—	2,2	9,6	5,2	6,8	4,4	100,0
1982	59,1	12,8	71,9	12,8	0,3	0,3	3,1	8,9	6,8	6,7	2,3	100,0
Flussi medi:												
1966-1970	53,6	—	53,6	—	—	—	3,2	17,5	1,7	8,3	15,7	100,0
1971-1975	76,2	0,5	76,7	0,5	—	—	3,2	8,2	1,3	6,3	4,3	100,0
1976-1980	62,3	21,7	84,0	21,7	0,6	0,6	1,6	5,1	1,2	6,9	0,6	100,0
1981-1982	50,4	23,4	73,8	23,4	0,2	0,2	6,0	11,6	1,1	7,0	0,3	100,0
Flussi:												
1980	57,7	29,3	87,0	29,3	2,1	2,1	1,1	-3,1	1,4	9,4	2,1	100,0
1981	42,9	35,5	78,4	35,5	0,9	0,9	2,3	8,4	1,6	7,5	0,9	100,0
1982	56,2	13,8	70,0	13,8	-0,5	-0,5	9,1	14,1	0,8	6,6	-0,1	100,0

¹ Includono, dal 1980, una valutazione indicativa dei titoli aspiaci.

TAVOLA 2

ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE
(composizione percentuale)

ANNI	Settori Debitori		Crediti verso intermediari finanziari						Altri crediti verso			TOTALE
	Banca d'Italia (Circol.)	M2	M2		Istituti di cred. spec. (obbligazioni e certificati di deposito)	Istituti di Assicurazione	TOTALE	Settore pubblico		Imprese ¹	Estero	
			Aziende di Credito	Sistema postale				inclusa raccolta postale				
Consistenze a fine:												
1973	8,0	40,1	8,7	13,8	3,7	74,3	7,6	16,3	10,1	8,0	25,7	
1977	6,5	53,8	8,6	6,5	2,9	78,4	10,0	18,4	7,3	4,4	21,6	
1982	5,3	46,8	6,9	5,1	2,7	66,8	22,6	29,5	8,3	2,3	33,2	
Flussi medi:												
1966-1970	6,9	41,6	4,9	12,9	3,2	69,5	10,3	15,2	4,5	15,7	30,5	
1971-1975	7,2	59,9	9,1	8,5	2,9	87,6	5,3	14,4	2,8	4,3	12,4	
1976-1980	5,3	54,4	9,2	-0,2	2,9	71,6	26,3	35,5	1,5	0,6	28,4	
1981-1982	4,4	42,5	3,4	7,8	2,9	61,0	35,9	39,3	2,8	0,3	39,0	
Flussi:												
1980	5,8	44,2	7,7	-0,7	4,6	61,6	32,4	40,1	3,9	2,1	38,4	
1981	5,6	34,3	3,0	3,4	3,6	49,9	45,7	48,7	3,5	0,9	50,1	
1982	3,5	49,0	3,7	11,3	2,4	69,9	28,0	31,7	2,2	-0,1	30,1	

¹ Includono anche le azioni emesse da aziende di credito e ICS sottoscritte dalle "famiglie".

FINANZIAMENTI ALL'ECONOMIA
(composizione percentuale)

PERIODO	Aziende di Credito		Istituti di Credito Speciale ¹		Ricorso al mercato dei capitali			TOTALE (in miliardi di lire)
	Impieghi totali ²		Obbligazioni acquisite dalle banche	Accentrati ³	Titoli atipici			
Consistenze								
1969	55,1	31,3	13,6	6,5	—	—	—	39.204,4
1973	54,5	34,5	11,0	4,8	—	—	—	68.776,6
1975	55,1	34,8	10,1	4,1	—	—	—	91.957,6
1978	58,7	32,3	9,0	2,7	—	—	—	142.959,0
1980	61,7	30,0	7,1	1,8	0,7	—	0,5	194.806,9
1982	58,3	32,7	7,5	2,2	0,7	—	0,8	253.166,6
Flussi								
1970-1975	62,3	32,0	5,7	1,7	—	—	—	62.473,2
1976-1978	63,5	29,5	7,0	0,5	—	—	—	48.863,1
1979-1980	78,7	18,2	1,4	-0,9	1,7	—	—	67.380,6
1981-1982	38,4	49,6	9,8	3,5	0,5	—	1,7	52.392,7

¹ Inclusi i crediti erogati con fondi raccolti collocando titoli presso le aziende di credito.

² Escluse le sofferenze.

³ Acquisite da investitori non bancari.

Il rapido aumento, fino alla prima metà degli anni settanta, del credito agevolato erogato dagli Istituti di credito speciale (ICS)³ ha favorito la tendenza all'aumento del peso di questi intermediari nel finanziamento del settore privato. All'inizio degli anni settanta si è però indebolita la capacità degli ICS di attrarre il risparmio delle "famiglie" (tav. 2); la "specializzazione" nella raccolta del risparmio, che limita alle aziende di credito quella a breve termine, e l'accendersi dell'inflazione, che ha causato la caduta della domanda del pubblico di titoli a reddito fisso, hanno determinato infatti difficoltà di raccolta da parte degli ICS. Si è di conseguenza accresciuta fortemente la quota del finanziamento alle imprese fornita dal sistema bancario. Con l'imposizione dell'obbligo alle aziende di credito di acquistare i titoli emessi dagli ICS si determinò una situazione nella quale la quasi totalità del finanziamento alle imprese proveniva — direttamente e indirettamente tramite la "doppia intermediazione"⁴ — dalle aziende di credito, che dilatavano quindi il loro compito di "trasformazione" delle scadenze. In questa situazione, una restrizione del credito bancario era molto efficace nel limitare la realizzazione dei programmi di spesa delle imprese.

Il graduale adeguamento del costo della raccolta bancaria complessiva alle variazioni dei tassi di interesse sul mercato finanziario consentiva alle aziende di credito di perseguire obiettivi di crescita dimensionale e di attrarre una quota percentuale crescente delle attività finanziarie del pubblico, dilatando la propria intermediazione. L'eccedenza della formazione dei depositi rispetto all'espansione dei prestiti poteva essere investita in titoli (del Tesoro, degli ICS e delle imprese); in effetti nel corso degli anni settanta la quota dei titoli a medio e lungo termine posseduti dalle banche si è fortemente accresciuta (tav. 4).

3. Determinanti dei principali mutamenti del sistema finanziario

3.1 Il primo importante mutamento dell'assetto del sistema finanziario è stato innescato dall'evoluzione delle tecniche di emissione dei titoli a breve del Tesoro (BOT) e si è realizzato con la diffusione del collocamento di questi titoli dapprima nei portafogli delle banche, successivamente presso il pubblico.

³ La consistenza del credito agevolato è salita a circa il 50 per cento degli impieghi degli Istituti mobiliari dal 22 per cento del credito nel 1960.

⁴ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale sul 1982*, tav. n. 3; tra il 1972 e il 1981, l'apporto di fondi delle aziende di credito ha costituito quasi il 70 per cento della provvista degli ICS.

TAVOLA 4

MERCATO DEI TITOLI
(composizioni percentuali delle consistenze di fine periodo)

	1973	1975	1978	1979	1980	1981	1982
Obbligazioni e titoli di Stato	85,1	75,2	75,0	73,2	65,6	59,4	56,9
Titoli sett. pubbl.							
– a tasso fisso	37,6	40,6	41,7	37,0	32,9	32,5	24,9
– a tasso variabile	—	—	11,3	17,0	18,2	18,2	28,5
– ICS	47,0	46,1	37,1	36,7	39,7	40,5	37,3
– Altri	15,4	13,3	9,9	9,3	9,2	8,8	9,3
<i>Sottoscritti da:</i>							
– BI-UIC	16,4	19,5	23,3	18,8	18,6	17,6	14,1
– Aziende di cred.	45,1	51,0	54,7	57,1	57,4	54,7	54,6
– Altri int. finanz.	5,7	5,2	3,5	4,5	5,4	7,1	7,9
– Econ. ed Estero	32,8	24,3	18,5	19,6	18,6	20,6	23,4
BOT	10,1	20,6	21,4	23,6	31,2	37,3	38,2
<i>Sottoscritti da:</i>							
– BI-UIC	23,9	58,7	10,4	7,6	3,6	7,5	8,6
– Aziende di cred.	74,1	36,6	58,2	49,6	45,5	34,2	36,5
– Altri investitori	2,0	4,7	31,4	42,8	50,9	58,3	54,9
Certificati di deposito	4,8	4,2	3,6	3,2	3,2	3,3	4,9
Totale (mld. lire)	60.829	96.438	179.471	204.891	235.933	288.202	366.769
Rapporti con il PIL	67,8	76,9	80,0	75,8	69,6	71,8	78,1
Azioni (valore di merc. - mld. lire)	26.355	35.576	52.019	77.591	203.193	214.274	212.660
Titoli atipici ¹ (mld. lire)	—	—	—	580	1.000	1.550	1.950

¹ Stime.

L'impegno posto dalle autorità monetarie, a partire dalla metà degli anni settanta, per creare un ampio mercato di titoli a breve del Tesoro e il favore incontrato presso gli operatori da questi strumenti finanziari sono dovuti alle dimensioni crescenti dei fabbisogni pubblici⁵ e all'accrescersi dell'inflazione. Oltre alla dimensione, si è accentuata, fino al 1982, anche l'erraticità del fabbisogno pubblico.

Il ricorso al mercato attuato solo con titoli a lungo termine a reddito fisso (a parte il risparmio postale, la cui importanza è andata progressivamente declinando) e la possibilità del Tesoro di accedere al finanziamento della banca centrale erano due elementi che accrescevano il pericolo di un eccessivo finanziamento monetario del Tesoro. L'accendersi dell'inflazione e l'aumento dell'incertezza sull'evoluzione futura dei prezzi e dei tassi di interesse provocarono infatti l'allontanamento del pubblico e delle banche dal mercato dei titoli a medio e lungo termine.

Il rischio di una eccessiva creazione di base monetaria e quello di collocare titoli a lungo termine a reddito fisso in misura crescente nei portafogli bancari potevano essere diminuiti ampliando la gamma degli strumenti finanziari. "Una prima direzione di intervento" poteva consistere nell'offerta di titoli a scadenza più breve, meno esposti a variazioni dei corsi.⁶

Nella seconda metà degli anni settanta, quantità ingenti di BOT sono state collocate presso le aziende di credito, che hanno corretto la composizione dei loro bilanci riducendo sia la liquidità in base monetaria sia i titoli di Stato a più lungo termine a reddito fisso. Successivamente le aziende di credito hanno accresciuto solo di poco il proprio portafoglio di BOT e hanno rafforzato l'attività di intermediazione in titoli; il collocamento dei BOT si è spostato verso il pubblico.

Lo spostamento verso i titoli a breve, con una struttura dei tassi di interesse inclinata negativamente, può essere solo una prima direzione di intervento perché la crescita dello stock di titoli a breve oltre certi limiti determina un eccesso di offerta di attività molto liquide. In conseguenza, nel 1977 le autorità monetarie hanno avviato un graduale consolidamento del debito pubblico mediante l'emissione di un titolo a medio termine del Tesoro a tasso variabile (Certificati di credito del Tesoro, CCT), collegato

⁵ L'indebitamento del settore statale (tav. 7), negli anni settanta, si è accresciuto anche più rapidamente sia perché il Tesoro ha accentrato tutte le entrate fiscali, provvedendo quindi con propri trasferimenti a coprire i fabbisogni di tutti gli altri enti del settore pubblico, sia perché il settore statale si è accollato il debito accumulato dagli enti mutualistici e dagli enti locali verso le aziende di credito e il debito degli ospedali verso i fornitori, emettendo propri certificati di credito.

⁶ P. BAFFI, *Il risparmio in Italia, oggi* (8 marzo 1974). Atti dei Convegni dei Lincei, n. 3, Roma, 1975.

al rendimento dei BOT e quindi con caratteristiche appropriate alla fase di inflazione elevata e incerta. In particolare, questo titolo si prestava ad essere immesso nei portafogli delle banche senza determinare gli elementi di rigidità connessi al possesso di titoli a lungo termine a reddito fisso. La diffusione dei CCT, molto forte inizialmente, ha accresciuto la capacità di adattamento delle banche a variazioni dei tassi, pur consentendo di ridurre il grado di liquidità del loro attivo. Le modalità tecniche adottate ne provocarono però presto lo scarso successo; dopo gli affinamenti apportati all'inizio del 1981 e, in particolare, con la concessione di uno *spread* rispetto al rendimento dei BOT a 6 mesi, fissato in funzione della durata, si è avuto un forte miglioramento dei collocamenti dei CCT, prima presso le banche poi presso il pubblico. Per quest'ultimo i vantaggi dei CCT rispetto ai BOT sono rappresentati dallo *spread* rispetto al tasso sui BOT e dai minori costi di transazione rispetto a questi ultimi, che devono essere rinnovati più frequentemente. Inoltre, nelle fasi di discesa dell'inflazione e dei tassi, giocano a favore dei CCT l'attesa di fruire per un periodo lievemente più lungo (3 mesi) di tassi più elevati (per il ritardo di adeguamento della cedola dei CCT rispetto al tasso di interesse sui BOT) e la riduzione del "premio di liquidità" richiesto per allungare la scadenza dei titoli in portafoglio; se lo *spread* è mantenuto costante in tali fasi, la sostituzione dei CCT ai BOT può divenire più rapida. Nel corso del 1983, la durata dei CCT è stata progressivamente allungata e lo *spread* gradualmente ridotto.

Alla fine del 1981 il 38,5 per cento del debito del Tesoro era costituito da BOT e un quinto da titoli a medio e lungo termine, escludendo i titoli nel portafoglio della banca centrale. Alla fine dello scorso settembre i BOT rappresentavano il 35,5 per cento e la quota dei titoli a medio e lungo termine, inclusi quelli a tasso variabile, era salita a un terzo del debito del Tesoro (tav. 5). Nell'ultimo biennio si è inoltre allungata da 3,5 a oltre 5 mesi la vita media dei BOT sottoscritti dal pubblico e dalle banche.⁷

Il finanziamento mediante CCT non consente di eliminare le forti variazioni degli oneri finanziari del Tesoro in presenza di variazioni dei tassi di interesse, ma attenua la potenziale instabilità dei mercati determinata dalla necessità di rinnovo frequente di ingenti importi di debito pubblico, come allorché si hanno emissioni lorde mensili di BOT pari al 5-6 per cento del PIL.

⁷ La vita media del totale dei titoli di Stato sottoscritti dal pubblico e dalle banche è risalita da 11,4 mesi alla fine del 1981 a 15 mesi nell'agosto 1983; questa evoluzione si è rafforzata nei mesi successivi.

INDEBITAMENTO DEL SETTORE STATALE
(composizione percentuale)

TAVOLA 5

VOCI	1973	1975	1977	1979	1980	1981	1982	1983 sett.
BOT	11,1	12,2	23,9	26,4	34,5	38,5	38,8	35,5
Titoli a medio e lungo termine	26,7	21,8	22,5	29,6	23,2	20,7	23,5	33,0
Risparmio Postale Finanziam. da B.I. (inclusi i titoli)	24,3	19,8	18,4	18,3	16,1	13,7	11,8	10,0
Altri debiti	28,8	40,7	32,7	22,8	22,9	23,2	21,0	18,1
	9,1	5,5	2,5	2,9	3,3	3,9	4,9	3,4
TOTALE (mld. lire)	42.219	67.451	104.485	169.062	205.971	258.637	330.223	392.950
Fabbisogno del Settore Statale/PIL	8,9	13,1	11,8	11,2	10,9	13,2	15,5	16,8 ¹
Debito del Settore Statale/PIL	47,0	53,8	55,0	62,6	60,8	64,5	70,3	78,5 ¹

¹ Dati stimati.

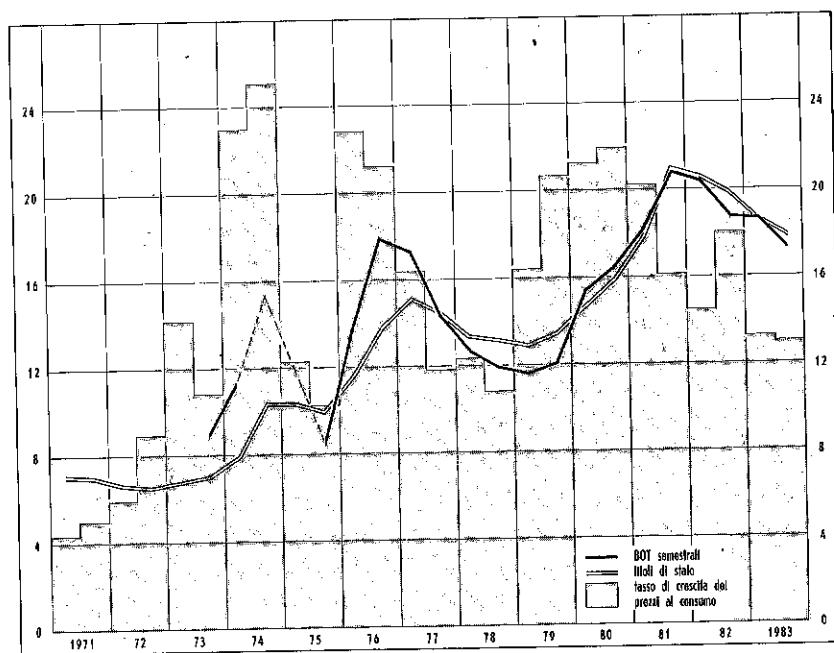
3.2 Lo sviluppo dei mercati dei BOT e dei CCT ha prodotto effetti di dimensioni molto ampie nel sistema finanziario per le *caratteristiche del mercato dei depositi in Italia e la struttura della ricchezza finanziaria* del pubblico.

In Italia, nel dopoguerra, la banca centrale ha preferito non avvalersi della facoltà di porre limiti massimi ai tassi passivi bancari; sono state invece attuate forme di autoregolazione dei tassi sulla raccolta da parte delle banche, abbandonate nella prima metà degli anni settanta. Le aziende di credito hanno sempre corrisposto interessi sui depositi, anche su quelli a vista e nella forma di conto corrente, e hanno variato i tassi di interesse sulla raccolta in connessione alle variazioni di quelli sugli altri strumenti finanziari. La differenza tra i tassi di interesse offerti sui conti correnti e quelli sui depositi a risparmio, nonché quella tra i rendimenti dei depositi a vista e i rendimenti dei depositi a tempo, è stata inadeguata a compensare la più elevata liquidità dei depositi a vista e i servizi forniti dai conti correnti; ne è conseguita una progressiva perdita di importanza dei depositi a risparmio. Inoltre, la possibilità accordata al cliente di ottenere il rimborso di un deposito con vincolo di

durata prima della scadenza pagando una penalizzazione prefissata ha contribuito a ridurre l'interesse delle banche per queste forme di raccolta, specie in periodi di elevata variabilità dei tassi.⁸

La concorrenza tra le banche per accrescere la dimensione della raccolta ha condotto a non rispettare gli accordi sui tassi massimi e, come già detto, al tendenziale aumento della quota di intermediazione del sistema bancario. Fino a quando le attività finanziarie del pubblico sono state composte prevalentemente da depositi e titoli a reddito fisso a lungo termine, il sistema bancario ha accresciuto la propria quota di intermediazione anche nelle fasi di aumento dell'inflazione, nelle quali, usualmente, nonostante gli inasprimenti della politica monetaria, i tassi di interesse "reali" sui titoli a lunga divenivano ampiamente negativi (fig. 3),

FIGURA 3

TASSI DI INTERESSE E INFLAZIONE¹

¹ Il tasso di interesse sui BOT a 6 mesi è il tasso di aggiudicazione all'asta della fine del mese precedente il semestre di riferimento e quindi copre lo stesso arco temporale del tasso di crescita dei prezzi rappresentato nella figura.

⁸ La quota percentuale dei depositi bancari vincolati sul totale della raccolta è scesa dal 41 all'11 per cento tra il 1960 e il 1982; solo nel 1983 questo trend si è invertito.

e si innescavano aspettative di caduta dei corsi dei titoli.⁹ "Posti di fronte ai due rischi di perdita di potere di acquisto sulle loro attività (a corsi invariati) e di perdite sui corsi, i risparmiatori (quando non scelgono l'investimento reale o all'estero) tendono a preferire il deposito bancario che li esenta dal secondo, in ciò sollecitati dall'attiva competizione delle banche per l'acquisizione di disponibilità".¹⁰ La correlazione positiva tra la quota dei depositi bancari sulle attività finanziarie e l'andamento dell'inflazione si è interrotta con la nuova fase inflazionistica iniziata nel 1976 e in misura più significativa dal 1979: anche in questi episodi è aumentata la propensione alla liquidità, ma lo spostamento dai titoli a lungo termine è avvenuto a favore dei BOT, che sono un'attività a breve o brevissimo termine e il cui rendimento può incorporare pienamente le aspettative di inflazione.¹¹

Il sistema bancario si è trovato più esposto alla concorrenza dei BOT in quanto aveva attenuato eccessivamente la differenziazione tra i depositi che costituiscono mezzi di pagamento e quelli che hanno requisiti di stabilità e durata; la concorrenza per accrescere la dimensione della raccolta complessiva, senza significative differenze di remunerazione in funzione della natura del deposito, ha infatti accresciuto il livello dell'intero ventaglio dei tassi di remunerazione della raccolta bancaria, indebolendo la capacità di reazione delle banche mediante una manovra articolata dei tassi sulla raccolta. Importanti limiti alla capacità di reazione delle banche sono stati posti anche dai vincoli cui

⁹ Questo punto è molto importante, anche ai fini del problema degli indicatori e dei targets della politica monetaria, poiché un aumento dei tassi nominali non necessariamente segnala e dà luogo a una politica monetaria restrittiva (o più restrittiva rispetto a quella precedentemente in atto), posto che la "spesa" privata è influenzata dai tassi "reali"; ulteriori problemi traggono origine dalla possibilità che le aspettative di inflazione nel medio periodo delle autorità monetarie siano significativamente diverse da quelle del pubblico.

¹⁰ P. BAFFI, *Il risparmio in Italia, oggi, op. cit.*

¹¹ La dispersione delle aspettative di inflazione nel breve periodo è normalmente assai meno ampia rispetto a quella delle aspettative nel medio-lungo periodo; inoltre, emettendo titoli a breve termine, il debitore può accettare tassi di interesse nominali che assicurino rendimenti reali non negativi anche in periodi di forti tensioni inflazionistiche.

Dal raffronto tra i tassi nominali e l'inflazione (fig. 3) appare che dal 1981 i tassi di interesse reali sono divenuti positivi, diversamente da altre fasi di restrizione (1974, 1976) nelle quali la punta massima dei tassi di interesse nominali era rimasta inferiore alla crescita dei prezzi; mentre nelle due precedenti fasi l'accelerazione dei prezzi fu in parte "inattesa", il permanere dell'inflazione e il consolidarsi delle aspettative inflazionistiche hanno fatto sì che nel periodo più recente la crescita dei prezzi abbia dovuto essere incorporata nei tassi di interesse delle attività finanziarie da collocare sul mercato.

L'inversione della *yield curve* è stata molto forte nel 1974 e nel 1976-77; lo è stata molto meno nel 1980 e nel corso del 1981 la struttura dei rendimenti si è appiattita, per la crescita più rapida di quelli a medio e lungo termine. Tale evoluzione non può essere però comparata con quella delle precedenti fasi di politica monetaria restrittiva, perché, rispetto al 1974, il mercato finanziario è profondamente mutato, essendo divenuta molto ampia la quota percentuale dei titoli a cedola variabile.

esse erano soggette (riserva obbligatoria, massimale sugli impieghi, vincoli di portafoglio). Mentre in un primo tempo le banche hanno resistito alla disintermediazione erodendo i margini di profitto, successivamente, in presenza di forti aumenti dei tassi sui BOT, hanno accettato di ridurre la quota di intermediazione al fine di migliorare il conto economico.

Le famiglie e le imprese, d'altro canto, hanno potuto procedere in misura ingente alla sostituzione dei BOT ai depositi, perché una larga quota di questi ultimi non era domandata in quanto moneta ma come forma di impiego della ricchezza o per motivi precauzionali. La domanda di depositi bancari è divenuta instabile.

3.3 Un secondo importante insieme di mutamenti del sistema finanziario, in parte reso possibile dallo sviluppo del mercato dei BOT, è stato determinato principalmente dai mutamenti nella regolazione amministrativa del credito bancario, dal persistere dell'inflazione e dall'accen- tuarsi della concorrenza da parte di operatori e intermediari non bancari.

La regolazione amministrativa del credito bancario e, in particolare, il prolungamento del periodo di applicazione del "massimale" sui prestiti in lire ha condotto gradualmente alla creazione o al rafforzamento di canali di finanziamento alternativi ai prestiti bancari.

Nel biennio 1981-82, caratterizzato da più stringenti vincoli all'espansione dei prestiti bancari, l'offerta di mutui indicizzati ha reso possibile lo sviluppo degli impieghi a medio e lungo termine degli ICS. Inoltre si è avuto un fortissimo sviluppo dell'attività degli istituti di credito mobiliare nel comparto a breve termine, da attribuire in larga parte a sostituzione di prestiti che le banche non potevano concedere; gli istituti hanno anche finanziato l'attività di enti parabancari (ad es. società di *leasing*), che a loro volta hanno segnato un forte sviluppo anche in risposta alle esigenze di nuovi servizi finanziari richiesti dalle imprese.

Le aziende di credito hanno in parte compensato la compressione degli impieghi in lire mediante la forte espansione di quelli in valuta e con la rapida crescita dei crediti di firma, in particolare delle accettazioni bancarie. Ciononostante, nel 1981, per la prima volta in misura significativa, il sistema bancario ha perduto quote di mercato nel finanziamento delle imprese.

Il permanere di un'inflazione elevata e variabile, interagendo con l'evoluzione delle varie forme di *regulations*, ha sollecitato profondi

mutamenti nelle forme di raccolta degli istituti di credito speciale. L'inflazione ha determinato infatti problemi di raccolta per questi istituti, perché la "specializzazione" prevista dall'ordinamento del credito in Italia limita la raccolta degli ICS a quella a medio e lungo termine.

Alla metà degli anni settanta la raccolta degli ICS sul mercato era attuata per quasi il 90 per cento mediante emissioni di obbligazioni a tasso fisso e la restante parte mediante depositi o certificati di deposito prevalentemente con scadenze superiori a 48 mesi. Alla fine del 1982 la quota delle obbligazioni sulla raccolta era scesa all'81 per cento; inoltre i certificati degli istituti mobiliari di durata non superiore a 24 mesi rappresentavano circa il 60 per cento di queste forme di raccolta.

È divenuta più breve anche la durata delle obbligazioni; all'accorciamento della durata della raccolta si è accompagnato quello dei prestiti degli ICS. Un'altra importante innovazione nella raccolta degli istituti a medio termine è costituita dalla sempre maggiore diffusione delle obbligazioni a tasso variabile, che, nella prima metà del 1983, hanno costituito circa il 50 per cento delle emissioni lorde (tav. 6).

TAVOLA 6

EMISSIONI LORDE A TASSO FISSO E A TASSO VARIABILE
(composizione percentuale; totali in miliardi di lire)

Periodo	Settore pubblico	ICS	Altri	Totale
1980				
a tasso fisso	—	84,2	33,1	35,8
a tasso variabile	100	15,8	66,9	64,2
TOTALE	12.951	9.614	1.196	23.761
1982				
a tasso fisso	9,6	43,7	6,6	18,6
a tasso variabile	90,4	56,3	93,4	81,4
TOTALE	52.272	14.111	5.430	71.813
1983 (primi 6 mesi)				
a tasso fisso	12,3	50,5	—	16,3
a tasso variabile	87,7	49,5	100	83,7
TOTALE	32.500	4.733	1.922	39.155

Più in generale, è stata arricchita la gamma degli strumenti di credito offerti dai diversi emittenti (ICS, imprese, Tesoro) al fine di attrarre una quota più ampia del risparmio verso gli impieghi in attività finanziarie. L'offerta di strumenti finanziari con caratteristiche diverse e

con rendimenti non necessariamente correlati consente infatti la diversificazione del portafoglio dei risparmiatori e quindi rafforza la domanda di attività finanziarie, per dato livello dei tassi.¹²

L'accorciamento della durata dei certificati di deposito e la maggiore liquidità di un titolo negoziabile e munito di cedola (sovente variabile in relazione ai tassi di interesse del mercato monetario) hanno accresciuto fortemente la domanda dei certificati di deposito emessi dagli istituti a medio termine; il rapido sviluppo dei certificati è però anche l'effetto dell'ingresso di nuovi emittenti consentito dalla normativa introdotta nel 1981. Infine, ma non ultimo tra gli incentivi, si deve ricordare che questi certificati sono sensibilmente avvantaggiati rispetto alla raccolta bancaria a termine dal più favorevole trattamento fiscale e dalla esenzione di ogni obbligo di riserva obbligatoria, che costituisce invece un onere notevole per i depositi bancari, nonostante vi sia una zona di continuità dei due strumenti finanziari (per le scadenze intorno ai 18 mesi).

La crescente capacità degli istituti di credito a medio termine di raccogliere fondi sul mercato, con titoli a tasso variabile e di durata più breve e con certificati di deposito, ha consentito di sostenere il rapido sviluppo del credito speciale, determinato almeno in parte dalla compressione dei prestiti bancari.

Il migliore adattamento degli istituti a medio termine all'inflazione elevata e variabile ha mutato la loro posizione nei confronti delle aziende di credito: negli anni settanta questi istituti erano stati costretti

¹² Le formule di indicizzazione finanziaria impiegate sono state assai varie: mentre il rendimento dei CCT è legato a quello dei BOT semestrali, quasi tutti gli altri panieri sono composti da tassi a breve e a lungo termine; spesso il meccanismo prevede una cedola minima e in alcuni casi un premio di rimborso variabile.

L'indicizzazione all'ECU, attuata dal Tesoro e da alcuni istituti di credito speciale, si presta a fronteggiare il rischio di perdita del potere di acquisto esterno della lira e dei suoi riflessi sul piano interno; dato il contenuto ammontare delle emissioni effettuate, si può ritenere che tale strumento non abbia ancora superato il periodo di apprendimento da parte dei sottoscrittori.

L'emissione di titoli con capitale rivalutabile secondo un indice dei prezzi è praticata da alcuni anni da parte degli istituti specializzati nel credito edilizio, ma ha sinora avuto una diffusione molto limitata per la scarsa conoscenza dello strumento e la presenza di discriminazioni fiscali. Il Tesoro ha recentemente emesso un limitato importo di titoli decennali indicizzati al deflatore del PIL al costo dei fattori; una grande impresa ha offerto titoli con cedole indicizzate al costo della vita.

Gli istituti di credito speciale hanno sperimentato, attraverso offerte assai contenute, formule finanziarie innovative dirette anche a favorire un ritorno degli investitori verso i titoli a tasso fisso. Oltre agli *zero coupon bonds*, a reddito completamente capitalizzato con durata fino a dieci anni, sono stati proposti *drop-lock bonds* a tasso variabile con clausola di trasformazione automatica in titolo a tasso fisso predeterminato, nonché titoli a tasso variabile provvisti di *warrants* per la sottoscrizione facoltativa di titoli a tasso fisso predeterminato.

Anche l'amministrazione postale ha recentemente tentato di migliorare l'andamento della raccolta emettendo buoni fruttiferi di durata più breve rispetto a quelli in essere; i nuovi buoni, sempre rimborsabili a vista — aventi tasso di rendimento crescente, sia pure in modo non lineare, in funzione della durata — raddoppiano il capitale dopo cinque anni e lo triplicano dopo otto.

dalla caduta della domanda di obbligazioni da parte del pubblico a collocare i titoli a reddito fisso nei portafogli delle banche, e il "vincolo di portafoglio" imposto alle aziende di credito aveva istituzionalizzato questo collegamento. La creazione di nuovi strumenti di raccolta, stimolata anche dal sostanziale alleggerimento del vincolo di portafoglio, ha nuovamente reso possibile agli ICS di raccogliere direttamente il risparmio presso il pubblico, nonostante il permanere dell'inflazione.

Oltre che per la crescente autonomia di raccolta degli ICS, la "doppia intermediazione" è andata riducendosi, dalla seconda metà degli anni settanta,¹³ anche per la tendenziale riduzione dell'importanza del credito agevolato¹⁴ e per l'attenuazione della "specializzazione" del credito. Dapprima, la maggiore prontezza delle aziende di credito a concedere finanziamenti a medio termine a tasso variabile ha accresciuto il loro peso in questo comparto. Successivamente, la compressione amministrativa dei prestiti bancari ha sospinto la forte crescita di quelli degli ICS, in particolare nel segmento a breve termine, con un ulteriore affievolimento della "specializzazione" delle due categorie di intermediari; è probabile che l'abolizione del massimale (avvenuta a giugno 1983) riassorbirà solo in parte questi mutamenti avvenuti nei canali di finanziamento. La maggiore partecipazione delle aziende di credito al finanziamento a medio termine è stata assecondata dalla concessione da parte delle autorità monetarie di maggiori spazi operativi al sistema bancario; la crescita dei prestiti degli ICS nel segmento a breve-medio termine è in parte connessa all'autorizzazione concessa a alcuni importanti istituti a medio termine ad entrare nel mercato dei certificati di deposito (18 mesi e oltre): quando però la crescita dei prestiti a breve degli ICS è divenuta eccessiva, la banca centrale ha svolto un'azione di *moral suasion* nei confronti degli ICS per frenare l'evoluzione in atto.

Nel mercato finanziario, il ricorso sempre più ampio ai titoli a tasso variabile (cfr. tavv. 4 e 6) ha consentito di mantenere funzionanti, anche nelle fasi di rialzo dei tassi, i canali di credito a medio e lungo termine che in passato tendevano a bloccarsi allorché veniva inasprita la politica monetaria o, più in generale, si diffondevano aspettative di aumenti dei tassi di interesse nominali. Ciò ha attenuato il rischio che un aumento

¹³ La quota percentuale della provvista degli ICS costituita da apporto di fondi delle aziende di credito, salita dal 16,4 al 63 per cento tra il 1951 e il 1980, si è ridotta negli anni più recenti (54,7 per cento nel 1982). L'andamento è assai più marcato sui flussi: nel 1982 il flusso di fondi delle aziende di credito ha rappresentato solo il 27,6 per cento della variazione della provvista degli ICS.

¹⁴ Alla metà del 1983, la consistenza del credito agevolato era discesa al 33 per cento degli impieghi degli istituti mobiliari.

del grado di restrizione della politica monetaria — in assenza di controlli amministrativi del credito bancario — tenda a concentrarsi sugli investimenti fissi.

4. *Interazione tra i mutamenti della struttura finanziaria e gli strumenti di politica monetaria*

Alla metà degli anni settanta, il sistema bancario intermediava la quasi totalità dei flussi finanziari; questa configurazione del sistema finanziario contribuisce a spiegare l'importanza attribuita al controllo del credito bancario e, in particolare, l'introduzione dei controlli amministrativi diretti a regolare la composizione delle attività delle banche.

Dopo la sostanziale attenuazione del "vincolo di portafoglio", nel 1978, i tassi a medio e lungo termine hanno gradualmente incorporato l'inflazione "attesa"; la forte incertezza sull'evoluzione dell'inflazione nell'intero periodo di durata dei titoli a lungo termine a tasso fisso ha richiesto un elevato "premio per il rischio" su questi titoli. La curva dei rendimenti secondo la scadenza è tornata ad assumere un'inclinazione positiva, dopo un periodo di alcuni anni nel corso del quale essa era stata prevalentemente discendente. Questa evoluzione ha stimolato lo sviluppo di nuovi strumenti di raccolta da parte degli ICS, più adatti alle condizioni di notevole incertezza sull'andamento dell'inflazione e dei tassi di interesse. L'accorciamento delle scadenze dei titoli e il ricorso crescente alla indicizzazione finanziaria, collegando i rendimenti dei titoli a medio termine anche ai tassi a breve, hanno aumentato la domanda di titoli, rafforzando significativamente l'autonomia degli ICS. Nei limiti in cui il tasso a breve termine incorpora più pienamente l'inflazione e più rapidamente si adatta a variazioni della stessa, questi mutamenti hanno concorso a stabilizzare i tassi di interesse "reali". Inoltre, la maggiore flessibilità nella raccolta degli ICS — per le caratteristiche dei nuovi strumenti di raccolta — ha fatto venire meno le remore a una più rapida diffusione dei rialzi dei tassi di interesse al di là del comparto a breve termine.

Il prolungato ricorso al controllo amministrativo dei prestiti bancari, oltre a comprimere la concorrenza all'interno del sistema bancario,¹⁵ ha contribuito alla forte dilatazione dei finanziamenti alternativi, che,

¹⁵ Questo effetto è stato attenuato dal maggior frazionamento dei prestiti e dall'aumento della mobilità della clientela; quest'ultimo elemento può avere maggiori implicazioni dopo l'abolizione del massimale.

congiuntamente a mutamenti nelle forme tecniche dei prestiti bancari, ha determinato la graduale perdita di efficacia dello strumento amministrativo, nonostante la diminuzione delle esenzioni aventi finalità selettive e i progressivi inasprimenti del massimale.¹⁶ Anche i tassi sui titoli del Tesoro si sono gradualmente avvicinati a quelli che, in assenza di controlli diretti, avrebbero consentito l'equilibrio sul mercato.

L'efficacia decrescente dei controlli diretti e i costi in termini di minore efficienza allocativa del sistema finanziario, da un lato, e, dall'altro, i descritti mutamenti della struttura finanziaria hanno spinto le autorità monetarie a ridurre il peso assegnato ai provvedimenti amministrativi¹⁷ e ad accrescere l'efficacia del controllo del credito e della moneta tramite la regolazione della base monetaria, accettando più ampie variazioni dei tassi di interesse, particolarmente di quelli a più breve termine.

Nel 1981, al fine di attenuare il legame tra la creazione di base monetaria e la dimensione del fabbisogno di cassa del Tesoro è stato rescisso l'accordo con il quale la Banca d'Italia si impegnava ad acquistare residualmente i BOT rimasti non collocati alle aste. Ciò implica che i tassi del mercato monetario si muovano più rapidamente in risposta a scostamenti significativi degli aggregati monetari e creditizi rispetto ai sentieri previsti e all'andamento delle altre variabili più rilevanti.

Sempre per accrescere il ruolo del controllo della creazione di base monetaria e del suo assorbimento mediante la riserva obbligatoria, nel dicembre 1982 le autorità monetarie hanno esteso la riserva obbligatoria in base monetaria a ogni forma di raccolta di tutte le aziende di credito e ne hanno aumentato il coefficiente al fine di controllare più strettamente e stabilizzare la crescita dei depositi. In particolare, è stato elevato il rendimento della riserva obbligatoria a fronte dei certificati di deposito emessi dalle aziende di credito, al fine di favorire una più precisa differenziazione tra i depositi che svolgono la funzione di mezzi di pagamento e quelli che hanno la natura di più stabile risparmio.¹⁸ La mancanza di una significativa distinzione all'interno della raccolta bancaria ha infatti favorito il lento diffondersi a tutta la massa della

¹⁶ Questa esperienza ricorda l'insegnamento più generale di J. Tobin sull'opportunità di una maggiore uniformità dei controlli per i diversi intermediari finanziari.

¹⁷ La decisione di non rinnovare il "massimale" per la seconda metà del 1983 (accompagnata dall'adozione temporanea di un sistema flessibile di *monitoring*) non implica necessariamente che le autorità monetarie non faranno più ricorso in futuro a questo strumento, nonostante la tendenza a dare maggiore spazio alle forze di mercato. L'esperienza compiuta tra il 1976 e il 1983 ha però confermato che l'efficacia del "massimale" è legata alla temporaneità della sua applicazione.

¹⁸ Come è noto, l'incentivo sui certificati di deposito è concesso a condizione che la scadenza dei certificati non sia inferiore a 6 mesi, che essi non siano rimborsabili dall'emittente prima della scadenza, che possano essere negoziati ai tassi di rendimento correnti sul mercato monetario.

raccolta di variazioni dei tassi di interesse; l'imperfezione della concorrenza sul mercato dei depositi è stata la causa principale del ritardo con il quale i tassi passivi bancari si sono usualmente adeguati a quelli di mercato. La combinazione di questi due fattori ha determinato il graduale trascinarsi verso l'alto dei tassi applicati sull'intera consistenza dei depositi, che ha prodotto situazioni nelle quali il tasso medio sulla raccolta bancaria tendeva ancora ad accrescersi nonostante che i tassi di mercato monetario fossero già in significativa flessione da uno o due trimestri (come nel 1982), ostacolando l'aggiustamento del costo del credito. D'altro canto, gli effetti negativi sull'ampiezza e sulla prevedibilità delle variazioni dei tassi di interesse sarebbero stati assai maggiori se i mutamenti si fossero riflessi su *tutta* la raccolta con notevole rapidità.

Tra le condizioni necessarie affinché la trasmissione degli effetti degli interventi sul mercato aperto possa essere sufficientemente rapida e nel contempo sia possibile evitare eccessive fluttuazioni dei tassi di interesse, vi è quella che i mercati monetari, dei depositi e del credito funzionino efficientemente. In particolare, i ritardi nella reazione degli operatori fanno sì che il controllo del credito mediante gli interventi sui mercati monetari possa essere troppo lento e quindi inefficace nel breve periodo. Se, per compensare i ritardi, le variazioni dei tassi di interesse sui titoli del Tesoro venissero ampliate, il controllo per il tramite dei tassi diverrebbe molto costoso in termini di stabilità dei mercati, soprattutto se questi non sono "spessi" e efficienti; si avrebbero inoltre pesanti contraccolpi negativi sugli oneri finanziari del Tesoro, sia per l'ingente dimensione del debito, sia perché questo è in larga misura a breve termine e in titoli a tassi variabili.

I certificati di deposito dovrebbero contribuire a rendere meno imperfetta la concorrenza sul mercato dei depositi e nel contempo dovrebbero evitare, favorendo una più precisa differenziazione della raccolta, che variazioni del tasso marginale della raccolta si ripercuotano sul rendimento di tutti i depositi. Tramite il rendimento dei certificati di deposito, i tassi di interesse del mercato monetario dovrebbero influenzare più rapidamente il costo del credito, soprattutto dopo l'abbandono del massimale sui prestiti. Un più rilevante impatto dei CD rispetto a quello avuto sino ad ora — limitato alla graduale ricomposizione dello *stock* dei depositi — sembra richiedere un maggiore alleggerimento degli oneri gravanti su questa forma di raccolta e, contemporaneamente, un significativo innalzamento del taglio minimo dei CD ai quali applicare i maggiori incentivi. In particolare, i CD potranno divenire un importante strumento di *liability management* delle banche quando queste avranno ridotto nel loro portafoglio lo *stock* di titoli a breve del Tesoro.

Fino ad oggi lo sviluppo di mercati ampi e efficienti ha riguardato essenzialmente i titoli del Tesoro, e in qualche misura anche le obbligazioni emesse dagli ICS e dai grandi enti pubblici. In misura minore è stato sollecitato l'aumento di efficienza degli intermediari bancari, anche per i controlli amministrativi che hanno, almeno nel caso delle aziende di credito, condizionato in notevole misura le scelte sull'allocazione del credito. La banca centrale ha mirato a ridurre la segmentazione del mercato del credito accrescendo, mediante le autorizzazioni all'apertura di nuovi sportelli, il grado di concorrenza nelle piazze dove questo risultava minore; più recentemente, ha abolito il massimale. Le banche, dal canto loro, al fine di ridurre la vischiosità del tasso sui prestiti hanno avviato una procedura più flessibile nella fissazione del *prime rate*.

Una maggiore efficienza del mercato dei capitali potrà essere perseguita con l'operare dei "Fondi comuni di investimento, la cui istituzione è stata approvata solo recentemente. In particolare, questi nuovi intermediari e le *merchant banks*, che potrebbero trovare realizzazione in un prossimo futuro, potranno svolgere una funzione essenziale nell'accrescere la domanda e l'offerta di capitale di rischio. Inoltre questi nuovi intermediari potranno competere nell'attrarre il risparmio delle "famiglie" con le aziende di credito o gli ICS. Notevole dovrebbe essere l'interesse anche da parte di queste istituzioni creditizie per i fondi di investimento mobiliare e per le *merchant banks*. Tramite questi strumenti le aziende di credito possono infatti, da un lato, acquistare un più ampio spazio nella gestione delle disponibilità finanziarie del pubblico e, dall'altro, possono migliorare la qualità del credito bancario favorendo l'emissione di capitale di rischio da parte delle imprese.

II. Alcune implicazioni per la politica monetaria

1. Effetti sulla domanda di moneta e problemi di definizione degli aggregati monetari e creditizi

1.1 Le innovazioni finanziarie hanno influenzato la domanda di moneta (M2) in Italia: il rapporto tra lo *stock* di moneta e il PIL ha subito uno spostamento assai ampio verso il basso tra il 1979 e la

prima metà del 1982 (fig. 2). Dopo un'accelerazione causata prevalentemente da disturbi sui mercati finanziari, nel 1983 la crescita dei depositi bancari è tornata ad essere pressoché in linea con quella del reddito e notevolmente inferiore a quella delle attività finanziarie complessive ed è ripreso il processo di graduale ricomposizione della ricchezza finanziaria. Mentre in una prima fase la disintermediazione bancaria è avvenuta a favore dei titoli a breve del Tesoro, più recentemente si è innalzata in misura notevole la domanda di titoli a medio termine, sia pure a tasso variabile; a partire dal 1981 si è fatta più intensa la concorrenza esercitata alla raccolta bancaria da altri operatori, principalmente dagli ICS.

Nel 1980-81, hanno avuto una rapida espansione anche le accettazioni bancarie possedute dal pubblico, la cui consistenza è andata però successivamente diminuendo, ancor più rapidamente dopo l'abolizione del massimale. Nel 1982 si è avuto un rapido sviluppo delle operazioni "pronti contro termine" delle banche con la clientela; dopo il loro assoggettamento alla riserva obbligatoria, con coefficiente uguale agli altri depositi, si è avuto un notevole calo della consistenza di queste operazioni. Pur restando di un ammontare inferiore all'1 per cento dei depositi, la successiva graduale ripresa delle operazioni "pronti contro termine" con la clientela prova però che il loro sviluppo non era meramente una forma di elusione dell'onere di riserva obbligatoria, ma rispondeva anche alle esigenze di tesoreria della aziende più dinamiche sul mercato monetario.

La quota percentuale dei depositi bancari dell'Economia (famiglie e imprese) sul totale delle attività finanziarie, che aveva seguito un andamento crescente dall'inizio degli anni cinquanta sino a raggiungere il 54 per cento nel 1977, ha invertito la tendenza e si può stimare che scenderà, alla fine del 1983, sotto il 40 per cento (tav. 7); in particolare, nel biennio 1981-1982, l'aumento dei depositi bancari delle "famiglie" ha rappresentato il 42 per cento del risparmio finanziario del settore, contro il 54 per cento nel quinquennio 1976-80 e il 60 per cento nel quinquennio 1971-75 (tav. 2).

Le fluttuazioni della massa monetaria M2 sono state più ampie di quelle delle attività liquide del pubblico (M3) (fig. 2); alcune aziende di credito hanno iniziato a emettere "certificati di deposito" anche al fine di ridurre l'instabilità della loro intermediazione.

1.2 È noto che le difficoltà di tracciare una precisa linea di distinzione all'interno delle attività finanziarie complessive si accrescono con l'ampliarsi della gamma degli strumenti disponibili e con l'evoluzione

ATTIVITÀ FINANZIARIE TOTALI DELL'ECONOMIA
(composizione percentuale)

TAVOLA 7

VOCI	1960	1970	1977	1982
Attività liquide	39,7	55,0	68,3	59,7
– biglietti e monete	6,4	6,8	5,9	4,3
– depositi bancari	27,3	41,9	54,0	42,2
– depositi postali	6,0	6,3	6,1	3,9
– BOT	—	—	2,3	9,3
Accettazioni bancarie	—	—	—	0,2
Altri depositi	0,7	1,7	1,5	1,9
Titoli a medio e lungo termine	9,6	12,3	7,0	6,3
Altre attività finanziarie	4,2	6,1	5,3	3,9
Azioni e partecipazioni	44,0	14,6	9,9	22,9
Titoli atipici	—	—	—	0,3
Eestero	1,8	10,3	8,1	4,8
TOTALE	100,0	100,0	100,0	100,0

dei mercati. Nonostante il forte effetto sulla domanda di moneta, le innovazioni finanziarie non hanno fino ad ora creato, in Italia, addizionali difficoltà a quelle notevoli già esistenti per definire in modo significativo l'aggregato M1; esse invece pongono qualche problema nel definire in modo significativo gli aggregati monetari più ampi, essendo divenuti meno precisi i confini tra le diverse attività con elevato grado di liquidità.

Anche prima delle innovazioni e dei mutamenti del sistema finanziario degli ultimi anni, le caratteristiche del mercato dei depositi in Italia hanno impedito una distinzione significativa tra M1 e M2. Ciò perché anche i depositi utilizzabili con assegni fruttano rendimenti sensibili a quelli di mercato e quindi, oltre ad essere connessi alle transazioni correnti, sono domandati, come i depositi a risparmio, per far fronte a transazioni future non prevedibili e come componente liquida dello *stock* di ricchezza.¹⁹ Ne è conseguito che in Italia è stato praticamente impossibile identificare — ad eccezione del circolante —

¹⁹ F. COTULA, "La domanda di moneta", parte II, *Rivista di politica economica*, giugno 1971.

un aggregato monetario domandato essenzialmente per la mancanza di sincronizzazione tra incassi e pagamenti, ossia come mezzo di pagamento per le transazioni correnti. Inoltre, la piccola quota dei depositi vincolati implica che la quasi totalità dei depositi a risparmio può essere rapidamente trasferita, con modesti costi di transazione, a conti utilizzabili mediante assegni. Queste caratteristiche concorrono a spiegare perché le innovazioni finanziarie realizzate in Italia, a differenza di altri Paesi, non hanno fino ad ora interessato in modo significativo il sistema dei pagamenti.

L'introduzione dei BOT ha condotto alla definizione di un aggregato più ampio (M3), che si differenzia da M2 perché include attività dotate di elevato grado di liquidità ma che non godono della proprietà di avere un valore nominale certo prima della scadenza.

La più recente introduzione dei CD bancari dovrebbe condurre alla definizione di un nuovo aggregato, intermedio tra M2 e M3. La definizione di M3 è quella più prossima a una misura delle attività liquide dell'economia; la definizione di M2 è invece relativamente più appropriata come indicatore della politica monetaria. I certificati di deposito bancario hanno, come i BOT, prezzi che sono sensibili alle condizioni del mercato, ma costituiscono raccolta bancaria, soggetta a riserva obbligatoria.

Le operazioni "pronti contro termine" delle banche con la clientela dovrebbero essere incluse nella massa monetaria (in M1 o in M2). Inoltre non sembra esservi un fondato motivo per non includere in M3 anche le accettazioni bancarie acquistate dal pubblico, la cui durata è inferiore a quella media dei BOT e per le quali aveva iniziato a svilupparsi un mercato secondario. Si tratta però di problemi empiricamente ancora poco importanti, dato il modesto ammontare di questi strumenti finanziari.

Il grado di liquidità dei CCT è certamente inferiore a quello dei BOT. Infatti, se si determina un eccesso di offerta di CCT, il prezzo di questi titoli sul mercato secondario subisce una flessione che può essere riassorbita solo se il loro rendimento è ricondotto al livello di equilibrio al momento della revisione della cedola. Fino a quando ciò non avviene, lo smobilizzo del titolo comporta una perdita in conto capitale; con l'aumento della cedola viene meno l'incentivo a convertire i titoli in moneta. Il maggior rischio dei CCT rispetto ai BOT rimane anche oltre l'orizzonte temporale di revisione della cedola, perché l'aumento del rendimento delle nuove emissioni può essere realizzato mediante adeguamento dello *spread* anziché del tasso al quale è indicizzata la cedola.

Gli *shifts* nelle funzioni di domanda²⁰ connessi alle innovazioni finanziarie hanno certamente accresciuto le difficoltà di utilizzo degli aggregati monetari come guida all'azione monetaria.

Nella fase di transizione necessaria per l'apprendimento delle caratteristiche dei nuovi strumenti e per il riadeguamento dello *stock* di ricchezza finanziaria, la domanda di moneta è sicuramente meno stabile e prevedibile rispetto alla situazione precedente i mutamenti della struttura finanziaria; anche le perturbazioni sui mercati monetari (mutamenti di "umore", notizie che destano allarme, ecc.) possono generare spostamenti assai ampi di fondi tra le diverse componenti delle attività liquide. Questa evoluzione rende più necessaria la valutazione dell'ampiezza degli spostamenti della domanda di moneta per poter utilizzare gli aggregati monetari nelle procedure di controllo della base monetaria; si possono però presentare difficoltà, almeno nel brevissimo periodo, nell'identificare l'ampiezza degli *shifts* della funzione di domanda di depositi bancari o degli scostamenti di breve periodo dalla funzione di domanda, che, ai fini di una politica di stabilizzazione, devono essere assecondati. Anche per questo motivo, l'azione della banca centrale deve normalmente essere flessibile e fare riferimento ad altri indicatori come, ad esempio, la liquidità delle imprese, la M3, il totale delle attività finanziarie, il livello dei tassi "reali" di interesse, il tasso di cambio e la composizione dei canali di creazione della base monetaria, l'espansione del credito all'economia.

1.3 La creazione di nuovi strumenti può creare problemi di misurazione e di regolazione anche per i flussi di credito al settore non statale. Se il controllo dell'espansione dei finanziamenti al sistema fa affidamento su provvedimenti amministrativi, questi dovrebbero via via essere dilatati per includere i nuovi strumenti di credito. In linea di fatto, però, è necessario un periodo di tempo non brevissimo perché nuove operazioni o nuovi strumenti raggiungano una diffusione che assuma rilievo a livello dei fenomeni macroeconomici.²¹

Alla fine del 1982, circa il 60 per cento della consistenza dei finanziamenti al settore privato (escluse le azioni e l'indebitamento sui

²⁰ In questo paragrafo si fa riferimento allo spostamento della funzione dovuta al variare della "costante", che include l'effetto connesso alla variazione della quota dello *stock* di ricchezza desiderata in moneta; presumibilmente è mutata anche l'elasticità al reddito.

²¹ Nella formulazione e nel perseguimento di un *target* riferito solamente al "credito al settore non statale" problemi notevoli sono posti dalla difficoltà di quantificare e prevedere l'intricato insieme del flusso dei fondi intercorrente tra il settore pubblico e le imprese.

mercati esteri) era costituito da crediti del sistema bancario e il 33 per cento da prestiti degli istituti di credito speciale (ICS). La composizione dei flussi, però, riflette un qualche indebolimento del ruolo prevalente del sistema bancario e degli ICS (tav. 3), specie se si tiene conto dell'aumento della raccolta di capitale di rischio e del ricorso diretto ai mercati esteri.

Il flusso dei finanziamenti diretti alle imprese è stato, nel biennio 1981-1982, dell'ordine del 5 per cento del credito interno al settore privato, ma questa quota sale a circa il 35 per cento²² includendo il finanziamento diretto dall'estero e quello mediante capitale di rischio. La quota dei finanziamenti intermediati dalla vasta gamma di operatori più recentemente entrati sul mercato (fondi comuni immobiliari, gestioni finanziarie, ecc.), relativamente modesta se commisurata alla consistenza degli altri finanziamenti, ha raggiunto dimensioni significative rispetto ai flussi; questi intermediari non bancari, avvantaggiati dai minori vincoli amministrativi e dai sistemi di vendita "porta a porta", potrebbero esercitare in futuro una pericolosa concorrenza agli intermediari soggetti a più incisivi controlli. Al fine di controllare il totale dei flussi finanziari, la Banca d'Italia ha la facoltà di limitare l'ammontare massimo di ogni emissione di titoli "atipici".²³

I mutamenti descritti della struttura finanziaria hanno accresciuto la sostituibilità tra i diversi canali di credito e quindi hanno indebolito l'efficacia dei provvedimenti amministrativi diretti a regolare singoli segmenti del mercato del credito. Gli spostamenti tra le diverse forme di finanziamenti non indeboliscono invece l'efficacia dell'azione monetaria se quest'ultima si fonda essenzialmente sull'operare per il tramite dei tassi di interesse e mira a controllare il totale del credito al settore privato.²⁴

L'attenuarsi della "specializzazione" delle due principali categorie di intermediari ha invece indebolito la possibilità di perseguire obiettivi sulla composizione del credito, al fine di influenzare in modo significa-

²² Depurando i dati delle "azioni" dai fondi di dotazione concessi alle partecipazioni statali, che riflettono parte del ruolo svolto dal Tesoro come intermediario finanziario, rimane l'andamento favorevole ma il peso di questa forma di finanziamento si riduce notevolmente.

²³ Per questi nuovi strumenti l'altro problema cruciale è quello di mantenere la trasparenza delle loro condizioni e di evitare che essi aggirino il sistema di tutela del risparmio e di mantenimento di condizioni ordinate del mercato; ciò richiede di controllare gli operatori che entrano sui mercati finanziari e le operazioni proposte. Più recentemente è stato notevolmente attenuato il trattamento fiscale più favorevole ai titoli atipici.

²⁴ Nel meno breve periodo, però le innovazioni accrescono la domanda di attività finanziarie, per dato livello dei tassi di interesse, e quindi tendono ad ampliare l'offerta di credito.

tivamente diverso il credito di esercizio e quello diretto all'investimento. Peraltro, a questo proposito, si è fatto rilevare che i mutamenti avvenuti sul mercato finanziario rendono superflue le forme di controllo selettivo volte a compensare gli effetti non desiderati di restrizioni creditizie sulla disponibilità di capitali a medio-lungo termine.

2. Efficacia del controllo degli aggregati monetari e creditizi e variabilità dei tassi di interesse

2.1 L'adeguamento dei tassi di interesse sui depositi bancari a quelli sui titoli aveva già attenuato in passato l'effetto sulla domanda di moneta di variazioni nei tassi sui titoli del Tesoro, che costituiscono il veicolo essenziale del controllo monetario. Tale adeguamento dei tassi bancari è sempre avvenuto però con qualche ritardo e in misura solo parziale, per gli elementi di rigidità presenti nell'attivo delle banche, determinati da scelte di portafoglio delle aziende e da vincoli imposti dalle autorità monetarie.

Al limite, se il tasso sui depositi si aggiustasse istantaneamente e pienamente ai rendimenti del mercato monetario, un'operazione di mercato aperto assorbirebbe base monetaria e aumenterebbe il tasso sui titoli a breve del Tesoro, ma non influenzerebbe la quantità domandata di moneta.²⁵

In conseguenza di questa sensibilità del tasso sui depositi a quello sui titoli del Tesoro, il perseguimento da parte della banca centrale di un determinato obiettivo di moneta richiede una variazione dei tassi di interesse tanto maggiore quanto più l'adeguamento del rendimento dei depositi bancari complessivi a variazioni del tasso sui titoli del Tesoro è completo e/o rapido. La relazione tra i tassi di interesse e gli aggregati monetari diviene *più incerta* perché dipende da un complesso di reazioni del pubblico e delle banche.

In una fase iniziale, l'introduzione dei BOT, che hanno un elevato grado di sostituibilità con i depositi, ha accresciuto la reattività dei tassi sulla raccolta bancaria ai tassi di mercato per il tentativo delle aziende di

²⁵ «Efforts to keep the growth of such a money variable within narrow limits could foster wider short-run fluctuations in interest rates. Eventually, of course, increases in interest rates may slow income growth and thereby moderate the demand for M2. In effect, such a process amounts to slowing the economy to slow money growth, a sequence the reverse of that contemplated in the use of a financial variable for monetary targeting» - L. E. GRAMLEY, "Financial Innovation and Monetary Policy", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 68, no. 7, July 1982, p. 397.

credito di difendere la propria quota di intermediazione nonostante gli *shifts* nella domanda di moneta; la maggiore reattività dei tassi passivi è stata anche favorita dall'aumento della componente in BOT dell'attivo delle banche. Si è rafforzata la "rincorsa" tra i tassi sui depositi e quelli sulle altre attività finanziarie, ed è aumentata l'incertezza delle relazioni tra gli strumenti della politica monetaria, gli aggregati monetari e il livello dei tassi di interesse. È divenuto più difficile o più "costoso" il controllo della massa monetaria. Successivamente, come già detto, le aziende di credito hanno accettato una riduzione della quota di intermediazione, al fine di ricostituire i margini di profitto.

2.2 Le innovazioni finanziarie hanno accresciuto l'elasticità della domanda di moneta ai tassi di interesse sulle attività finanziarie alternative,²⁶ perché hanno reso disponibili attività finanziarie che, per le loro caratteristiche di liquidità e rischio, sono migliori sucedanei dei depositi bancari rispetto ai titoli a lungo termine a reddito fisso; questi, fino alla metà degli anni settanta, erano l'unico strumento alternativo al deposito.

È verosimile che l'effetto positivo sulla elasticità della domanda di moneta determinato dai nuovi strumenti finanziari abbia sino ad ora dominato quello di segno opposto connesso allo spostamento a favore dei titoli dei risparmiatori con più elevata elasticità ai tassi; una quota notevole dei depositi bancari è tuttora posseduta per motivi diversi dal finanziamento delle transazioni correnti. Ciò vuol dire che una data variazione dei differenziali tra i tassi di interesse tende a provocare più ampi spostamenti, rispetto al passato, tra le diverse attività liquide o quasi liquide, spostamenti che possono realizzarsi rapidamente; per converso, ciò rende possibile assorbire un dato ammontare di base monetaria con minori variazioni dei tassi di interesse rispetto ai periodi nei quali l'elasticità ai tassi della domanda di moneta era minore.

Questa conclusione si rafforza se si tiene conto del tendenziale aumento degli oneri posti a carico delle banche mediante la riserva obbligatoria, sia per l'innalzamento del coefficiente, sia per effetto dell'aumento dei tassi di mercato.²⁷ Si è avuto anche un aumento tendenziale della tassazione dei frutti dei depositi bancari, oggi sensi-

²⁶ Nel paragrafo 1.2 si è fatto riferimento principalmente agli effetti delle innovazioni sulla "costante" della domanda di moneta.

²⁷ La maggiore flessibilità del portafoglio titoli, conseguita con la graduale estinzione dei titoli a lungo termine a reddito fisso e l'aumento dei titoli a tasso variabile, ha invece agito nella direzione opposta.

oilmente più pesante rispetto a quella su altre attività finanziarie. Questi oneri crescenti indeboliscono infatti la capacità delle banche di reagire con aumenti dei tassi passivi ad aumenti dei tassi di interesse di mercato.

2.3 Dalla metà degli anni settanta si è avuto un significativo aumento dell'ampiezza delle fluttuazioni dei tassi di interesse. Questa evoluzione è soprattutto la conseguenza della più ampia variabilità dell'inflazione e del graduale venir meno dell'"illusione monetaria"; l'importanza di quest'ultimo fattore trova sostegno anche nel rafforzamento della correlazione tra la domanda di attività finanziarie e i tassi "reali" di interesse. La maggiore variabilità dei tassi deriva inoltre dall'accresciuta volatilità delle condizioni sui mercati internazionali e dalla forte ed erratica dilatazione dei disavanzi pubblici, cui ha fatto fronte un più stretto controllo delle riserve bancarie.

Le innovazioni finanziarie e la sostanziale attenuazione dei controlli amministrativi del credito, accrescendo la concorrenza, hanno favorito un *più rapido* adeguamento dei tassi di interesse alle condizioni dei mercati e in qualche misura una più pronta interazione tra i tassi nei diversi mercati. Questa evoluzione, tuttavia, non necessariamente implica *più ampie* fluttuazioni degli stessi; ad esempio, se la trasmissione degli effetti di interventi di mercato aperto sui tassi attivi bancari diverrà più rapida, l'impulso iniziale sui tassi di interesse dei BOT e delle operazioni di intervento della banca centrale potrà essere minore, al fine di conseguire un dato obiettivo in termini di quantità di credito. Inoltre, come già detto, l'aumento dell'elasticità della domanda di moneta consente di realizzare un determinato assorbimento di moneta e di base monetaria, a parità di altri fattori, con una minore variazione dei tassi.

2.4 I mutamenti della struttura finanziaria hanno inciso anche sul moltiplicatore monetario. Si è detto che l'importanza assunta dai BOT ha ridotto, negli anni settanta, la liquidità in base monetaria delle banche; inoltre, nella seconda metà degli anni settanta si è avuta una sensibile caduta della domanda di circolante, probabilmente per i mutamenti nei sistemi di pagamento dei redditi da lavoro dipendente e per il maggiore ricorso alla moneta bancaria stimolato anche dai più elevati tassi di interesse sui depositi, dall'aumento degli sportelli bancari²⁸ e dalla

²⁸ L'importanza di questi ultimi due fattori trova sostegno empirico in verifiche econometriche compiute dalla dott. V. Sannucci.

diffusione delle "carte assegno". Queste tendenze hanno accresciuto notevolmente il moltiplicatore monetario. Gli effetti di questi mutamenti possono essere compensati da appropriate variazioni nella creazione di base monetaria, sia pure con qualche difficoltà per la minore prevedibilità della domanda di base monetaria.

Però, un più elevato moltiplicatore della base monetaria riduce l'efficacia del controllo degli aggregati monetari e creditizi, perché amplifica gli effetti di forti accelerazioni del fabbisogno del Tesoro, che, nel breve periodo, non possono non riflettersi anche sull'andamento della base monetaria.

Al fine di stabilizzare la crescita dei depositi, riducendo il moltiplicatore della base monetaria, le autorità monetarie hanno aumentato in misura significativa il coefficiente di riserva obbligatoria. Ovviamente questa manovra riduce la concorrenzialità del sistema bancario rispetto agli altri intermediari finanziari non soggetti agli stessi vincoli, in quanto il tasso di interesse sulla riserva obbligatoria è attualmente notevolmente inferiore ai tassi di mercato;²⁹ peraltro, la correlazione di questo differenziale con i tassi sui titoli del Tesoro accresce l'efficacia dell'azione monetaria (cfr. par. 2.1).³⁰

2.5 Con riferimento allo schema IS-LM, l'aumento dell'elasticità della domanda di moneta dovrebbe aver attenuato l'inclinazione della LM.

Se questa conclusione è corretta e se si suppone che l'inclinazione della IS non sia mutata, nella nuova situazione i "disturbi" di natura monetaria hanno minori effetti sui tassi d'interesse e perciò, per data elasticità della domanda aggregata, causano minori fluttuazioni di breve periodo dell'attività economica.³¹

Una maggiore capacità del sistema di assorbire gli shocks monetari non riduce necessariamente l'efficacia della politica monetaria;³² può

²⁹ Nel caso di una graduale attenuazione del controllo dei cambi si accrescerà la sostituibilità tra le attività liquide in lire e in valuta; i maggiori oneri gravanti sulle aziende di credito italiane potranno ridurre la concorrenzialità anche a fronte delle banche estere.

³⁰ M. SARCINELLI, "Gli strumenti della politica monetaria come fattori di disintermediazione bancaria: quali prospettive per il futuro?", in *Economia Italiana*, n. 2, giugno 1982, pag. 191.

³¹ Nella fase transitoria della diffusione dei nuovi strumenti finanziari si è detto però che la domanda di moneta è più instabile e quindi gli spostamenti della LM possono essere maggiori e tali da dominare l'influenza di una più elevata elasticità.

Nelle stesse ipotesi, i "disturbi" provenienti dal settore "reale", come ad esempio una variazione inattesa del disavanzo pubblico o un mutamento della propensione al consumo, tendono invece ad avere effetti più ampi sul livello di attività economica, perché il sistema è più elastico e riesce ad attutire le ripercussioni sui tassi d'interesse. I contraccolpi sul livello di attività sarebbero più contenuti se fosse diminuita anche l'inclinazione della IS.

³² Nel senso indicato da W. BRAINARD, "Uncertainty and the Effectiveness of Policy", *American Economic Review*, May 1967.

voler dire solamente — se la relazione tra strumenti monetari e obiettivi finali non diviene più incerta (cfr. par. 2.1 e 2.4) — che le autorità monetarie dovranno compiere interventi di dimensioni maggiori al fine di produrre una data variazione dei tassi d'interesse, nell'ipotesi che questi costituiscano l'anello cruciale del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In particolare, se i mercati monetari e finanziari divengono più "spessi" ed efficienti, un aumento della dimensione degli interventi della banca centrale non accresce l'instabilità dei mercati, che potrebbe ostacolare l'azione monetaria.

Una analisi più ampia è necessaria per tener conto delle implicazioni del processo di rafforzamento della concorrenza e del graduale aumento dell'efficienza dei mercati e degli intermediari finanziari, che sembra aver preso avvio nel nostro Paese: tale evoluzione dovrebbe condurre a una struttura più equilibrata del finanziamento esterno delle imprese e a una riduzione del suo costo.

L'evoluzione della struttura del sistema finanziario può influenzare anche la stabilità delle imprese e, quindi, di riflesso, quella degli intermediari finanziari. In Italia, il peso dell'indebitamento sul totale del finanziamento (interno e esterno) delle imprese si è ridotto rispetto alla metà degli anni settanta; la composizione dell'indebitamento si è però contemporaneamente spostata verso il debito a breve termine e quello a medio termine a tassi variabili; inoltre, il livello dei tassi nominali e "reali" è notevolmente più elevato rispetto agli anni settanta. I fattori di fragilità finanziaria delle imprese e del sistema finanziario sono così mutati ma non sono stati rimossi; le più ampie variazioni dei tassi di interesse, per la maggiore dimensione dei contraccolpi negativi sul cash-flow, accrescono la potenziale instabilità delle imprese, almeno di quelle con meno equilibrata struttura delle passività.

D'altra parte, in una fase di inflazione calante, un notevole peso dell'indebitamento a medio e lungo termine a tasso fisso, ottenuto a tassi nominali elevati, sarebbe estremamente rischioso per le imprese. Ne consegue che, in periodi di forti fluttuazioni dell'inflazione e dei tassi di interesse, e di modesto sviluppo della produzione, è cruciale che il sistema finanziario favorisca la realizzazione di strutture del passivo delle imprese tali da minimizzare i rischi di schiacciamento del cash-flow, da un lato, e, dall'altro, di eccessivi oneri del costo del finanziamento a prezzi costanti. Se la struttura finanziaria delle imprese fosse più equilibrata e capace di adattarsi a situazioni differenti, i costi di una politica monetaria restrittiva sarebbero minori: sovente sono proprio gli effetti indesiderati sul sistema produttivo a limitare la persistenza e l'incisività della restrizione richiesta per uscire da una fase prolungata di inflazione.

3. Mutamenti nei canali di trasmissione della politica monetaria

Per l'insieme delle imprese, il peso del finanziamento esterno sul totale del fabbisogno di finanziamento è diminuito rispetto alla metà degli anni settanta. Le discriminazioni fiscali che ostacolavano la raccolta di capitale di rischio sono state in larga misura rimosse; la recente creazione dei "fondi comuni di investimento mobiliare" dovrebbe sostenere la domanda di azioni. La posizione di assoluto dominio del sistema bancario è stata erosa e si è avuta una notevole flessione della "doppia intermediazione" (tavv. 3 e 10). Si sono accresciute la concorrenza tra gli intermediari finanziari e la sostituibilità tra i diversi canali di finanziamento; il grado di concentrazione all'interno del sistema bancario si è ridotto. Di conseguenza il controllo del credito bancario non è più sufficiente per regolare il credito totale al settore privato e, in particolare, i controlli amministrativi del credito bancario sono divenuti meno efficaci e più costosi da gestire.

Inoltre, il fabbisogno del settore pubblico è cresciuto molto rapidamente e si è dilatata la sua quota sul totale del credito interno: la conseguente creazione di ingenti quantità di strumenti finanziari, al di fuori del controllo della banca centrale,³³ ha accresciuto la necessità di stimolare la domanda di attività finanziarie mediante adeguati tassi di interesse, al fine di contrastare l'inflazione e di rispettare il vincolo esterno. Le innovazioni finanziarie hanno ampliato la gamma degli strumenti di credito; si è ridotta la quota della moneta rispetto al totale delle attività finanziarie, in misura particolarmente rilevante sui nuovi flussi; si sono sviluppati mercati efficienti di titoli a breve e di titoli a medio-lungo termine con tassi variabili; si è ampliata la gamma degli strumenti emessi dagli intermediari finanziari ed in particolare dagli ICS; l'elasticità al tasso di interesse della domanda di moneta e di titoli si è accresciuta. Ne consegue che si è notevolmente rafforzata la possibilità di innescare riadeguamenti del portafoglio di attività finanziarie del pubblico per il tramite di variazioni dei tassi di interesse, senza produrre sul mercato dei capitali a medio e lungo termine i forti contraccolpi caratteristici della struttura finanziaria della prima metà degli anni settanta.

Il perseguimento di un più stretto controllo delle riserve bancarie ha effettivamente concorso ad accrescere la variabilità dei tassi di inte-

³³ Quando non ha più potuto essere compensata con il restringimento del credito disponibile alle imprese.

resse; gli effetti del costo del credito sono divenuti prevalenti rispetto a quelli connessi alla disponibilità del credito.

L'affievolirsi dell'efficacia dell'azione monetaria attuata con il controllo amministrativo del credito non implica il venir meno dell'efficacia della politica monetaria, né il diminuire dell'importanza degli effetti sulle variabili reali prodotti per il tramite del credito.³⁴

L'elasticità ai tassi di interesse delle singole componenti della domanda di credito si è certamente accresciuta (par. I.4). Il prolungato periodo nel corso del quale i tassi di interesse "reali" e "nominali" si sono mantenuti molto elevati ha probabilmente innalzato l'elasticità anche della domanda di credito totale delle imprese; di particolare importanza è divenuto l'effetto di variazioni dei tassi nominali sul *cash-flow*. Altri fattori che hanno agito nella direzione di rendere più elastica la domanda di credito sono stati la diminuzione della quota del credito agevolato sul totale dei finanziamenti e, più recentemente, l'aumento dell'importanza della gestione della liquidità da parte delle imprese.

La diffusione delle forme di finanziamento a lungo termine a tassi variabili ha invece probabilmente esercitato un effetto di segno opposto, riducendo la sensibilità al tasso della spesa per investimenti fissi, per la minore incertezza sul tasso "reale" e per il venir meno dei motivi speculativi che nel passato conducevano, in periodi di tassi elevati, a rinviare la realizzazione degli investimenti. Anche l'aumento della quota del credito assorbito dal settore pubblico, inelastico alle condizioni di mercato, ha agito nella direzione di rendere più rigida la domanda di credito. Se non è possibile trarre conclusioni certe sulla direzione in cui si è mossa l'elasticità al tasso del *credito totale*, è invece molto probabile che si sia accresciuta l'elasticità del credito al settore non statale. Come già menzionato, si è inoltre probabilmente accresciuta l'elasticità al tasso della domanda di attività finanziarie, ossia della spesa connessa al reddito corrente e alla composizione desiderata della ricchezza.

I mutamenti descritti sembrano quindi implicare che gli obiettivi della politica monetaria sono perseguibili efficacemente, ma essenzialmente per il tramite dei tassi d'interesse; questi sono regolati mediante il controllo della composizione delle attività finanziarie e della creazione

³⁴ Nel breve periodo, l'eliminazione del controllo amministrativo dei prestiti può ridurre la rapidità degli effetti della politica monetaria, ma tale contributo dei controlli diretti si riduce progressivamente con il loro perdurare. Inoltre, le innovazioni finanziarie tendono ad accrescere la rapidità della trasmissione degli effetti delle operazioni di mercato aperto al costo del credito.

di base monetaria. I cambiamenti avvenuti negli ultimi anni nell'importanza relativa degli *strumenti* di politica monetaria sono in armonia con la mutata importanza dei diversi canali di trasmissione della politica e con l'evoluzione in atto della struttura del sistema finanziario.

4. Effetti sulla scelta dei punti di riferimento per l'azione monetaria

4.1 Sovente una guida all'azione monetaria è offerta da variabili intermedie tra gli strumenti e gli obiettivi finali, alle quali talvolta viene assegnato un valore numerico, che costituisce un *target* per la banca centrale (obiettivo intermedio).

Due diversi motivi giustificano il ricorso a obiettivi intermedi. Un primo motivo trova fondamento nei problemi che si pongono nell'attuazione della politica monetaria, e in particolare: a) nei ritardi lunghi e variabili con i quali l'azione monetaria influenza gli obiettivi finali e b) nella situazione di incertezza nella quale opera la banca centrale.³⁵ Un secondo motivo, più strettamente "monetarista", fonda invece il ricorso a obiettivi intermedi principalmente sull'efficacia dell'"annuncio" di un *target* monetario nell'influenzare le aspettative di inflazione e quindi nel mutare rapidamente i comportamenti degli operatori.

Una risposta ai problemi posti dall'incertezza sulle relazioni tra strumenti e obiettivi finali e dalla lunghezza dei ritardi è data da un impiego graduale degli strumenti: l'instabilità nell'uso degli strumenti viene evitata compiendo un aggiustamento solo parziale dello strumento verso il valore necessario a conseguire pienamente l'obiettivo finale.³⁶ La gradualità nell'uso degli strumenti si accompagna però necessariamente all'accettazione di una maggiore variabilità degli obiettivi finali. Questo approccio prescinde dalla fissazione di obiettivi intermedi in senso stretto e si fonda sull'utilizzo di variabili che contengono informazioni soprattutto sugli effetti futuri dell'azione monetaria già attuata.³⁷

³⁵ Tra gli elementi di incertezza si ricordano: l'incertezza sulle relazioni tra strumenti monetari e obiettivi finali; possibili scostamenti delle variabili esogene dai valori ipotizzati e incertezza delle relazioni tra variabili esogene e obiettivi finali; incertezza sulla natura dei "disturbi", anche a causa dei ritardi informativi.

³⁶ W. BRAINARD (1967), *op. cit.*, pag. 415 e R. HOLBROOK, "Optimal Economic Policy and the Problem of Instrument Instability", *American Economic Review*, March 1972, p. 64.

³⁷ Una diversa risposta al problema dei ritardi lunghi e variabili è quella data da M. Friedman con l'individuazione di un *obiettivo intermedio* in termini di quantità di moneta al quale la banca centrale deve attenersi.

Pur utilizzando con gradualità gli strumenti, deve essere, a fini operativi, definita la lunghezza dell'arco di tempo entro il quale riassorbire gli scostamenti degli obiettivi finali dal sentiero scelto dalle autorità di politica economica. Se prevale la necessità di stabilizzare gli obiettivi finali in un arco di tempo ristretto (ad esempio, quando, con riserve ufficiali scarse, si hanno disavanzi molto ampi di bilancia dei pagamenti),³⁸ dovendo abbandonare la regola della gradualità, l'efficacia della politica monetaria può essere accresciuta se viene fissato e annunciato il valore di una variabile intermedia che sia di cruciale importanza nel processo di trasmissione degli effetti dell'azione monetaria. In Italia, il CTI venne introdotto in una situazione di questo tipo.

Una risposta ai problemi creati dall'incertezza sull'origine dei "disturbi" che determinano scostamenti degli obiettivi finali dai valori assegnati è quella data da W. Poole;³⁹ in questo caso viene individuato, al fine di perseguire una politica "ottimale", un *obiettivo intermedio* al quale la Banca centrale deve attenersi, e che può essere in termini di tassi di interesse o di moneta a seconda della natura dei "disturbi" prevalenti. Questo approccio mira a minimizzare le fluttuazioni negli obiettivi finali. Si può parlare di obiettivo intermedio in *senso stretto* se la variabile individuata è controllabile dalla banca centrale e ha una relazione stabile con gli obiettivi finali: l'utilità dell'obiettivo intermedio è peraltro molto scarsa se la variabile non consente di valutare con anticipo i futuri effetti dell'azione monetaria sugli obiettivi finali.

4.2 L'azione della Banca d'Italia è stata usualmente guidata dall'andamento delle variabili che rappresentano gli obiettivi finali della politica monetaria e da un insieme di variabili intermedie esprimenti aggregati creditizi, monetari e tassi di interesse.

Nella seconda metà degli anni sessanta venne privilegiato il riferimento al tasso di interesse a lungo termine; negli anni settanta il punto di riferimento dominante è stato invece individuato prevalentemente in variabili esprimenti l'espansione del "credito interno". Questo spostamento di enfasi dai tassi di interesse alla quantità di credito è spiegabile con i differenti obiettivi finali dominanti nei due periodi e le diverse condizioni di stabilità dell'economia: negli anni sessanta, il

³⁸ Oppure, quando, in presenza di tensioni inflazionistiche, si profila il rischio di rapidi aumenti della velocità di circolazione della moneta, reso più grave dall'esistenza di uno *stock* ingente di attività liquide.

³⁹ W. POOLE, "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", in *Quarterly Journal of Economics*, n. 2, 1970.

finanziamento dello sviluppo dell'economia costituì l'obiettivo dominante; dalla metà degli anni settanta sono divenuti prioritari i problemi dell'inflazione e della bilancia dei pagamenti. Inoltre, le forti e non transitorie pressioni inflazionistiche, di origine esterna e interna, hanno reso più difficile la valutazione del grado di restrizione implicito nei tassi di interesse nominali; gli squilibri di bilancia dei pagamenti hanno concorso a far privilegiare gli aggregati creditizi rispetto a quelli monetari.⁴⁰

Negli ultimi anni, benché il punto di riferimento più importante sia rimasto l'espansione del credito, un'attenzione maggiore rispetto al passato è stata data al controllo della composizione delle attività finanziarie; questa variabile, oltre ad essere importante per se stessa specie in periodi nei quali l'inflazione può variare rapidamente, è una delle determinanti fondamentali dei tassi di interesse, che devono, nella misura appropriata, sollecitare la domanda di attività finanziarie e contenere la domanda di credito.

Si può tentare una rapida ricognizione del possibile ruolo delle diverse "variabili intermedie", come guida all'azione monetaria, dopo i mutamenti avvenuti nel sistema finanziario e nel peso dei diversi canali di trasmissione della politica monetaria.

4.3 È bene anzitutto ricordare brevemente il ruolo svolto dall'aggregato "credito totale interno", definito come il totale del credito interno al settore privato e del fabbisogno interno del settore pubblico. L'ampiezza della definizione consente un buon grado di connessione tra la consistenza di questo aggregato e il prodotto interno lordo, almeno nel *medio periodo*,⁴¹ benché gli effetti del credito sul livello dell'attività

⁴⁰ È infatti noto che in presenza di squilibri di bilancia dei pagamenti, un obiettivo intermedio in termini di quantità di credito innesca automaticamente l'aggiustamento della domanda interna tramite gli effetti di liquidità prodotti dall'andamento dei conti con l'estero e consente di contenere le pressioni sul cambio. Al contrario, se le autorità monetarie volessero, in tali circostanze, attenersi a un obiettivo intermedio riferito alla quantità di moneta, esse sterilizzerebbero gli impulsi all'aggiustamento dell'economia provenienti dalla bilancia dei pagamenti e lo squilibrio nei conti con l'estero tenderebbe a riflettersi sul cambio. Un forte peso del commercio con l'estero e un elevato grado di indicizzazione del sistema, come quelli che caratterizzano l'economia italiana, riducono l'efficacia del deprezzamento del cambio nel riassorbire gli squilibri esterni e ne accrescono i costi in termini di inflazione.

La maggiore enfasi posta sull'espansione del credito, rispetto alle altre variabili monetarie, è derivata anche da alcuni aspetti peculiari del sistema finanziario italiano, riguardanti in particolare le fonti di finanziamento delle imprese, le caratteristiche del mercato dei depositi bancari e il ruolo di assoluto predominio delle aziende di credito nell'ambito del sistema finanziario italiano; nei paragrafi precedenti sono stati esaminati alcuni aspetti dei mutamenti già avvenuti nel sistema finanziario e del processo evolutivo in atto.

⁴¹ Si ricorda che la somma algebrica della consistenza del CTI, della sommatoria dei saldi di bilancia dei pagamenti e delle partite non classificabili è identicamente uguale al totale delle attività finanziarie sull'interno del pubblico.

economica non siano indipendenti dalla sua distribuzione tra imprese e settore pubblico e dalla composizione delle attività finanziarie che vengono create nel processo di finanziamento dei fabbisogni pubblici e del settore privato (cfr. fig. 1).

Il confronto *ex-ante* tra la domanda di attività finanziarie e l'espansione del "credito totale interno" consente di verificare, per dato movimento dei capitali, la coerenza tra la previsione degli usi e della formazione del risparmio nazionale e l'obiettivo in termini di partite correnti con l'estero. L'equilibrio tra offerta e domanda di attività finanziarie è infatti solo un modo diverso di rappresentare quello tra domanda e offerta di beni "reali".⁴²

La verifica della compatibilità dell'espansione del "credito totale interno" con la capacità di risparmio in attività finanziarie del pubblico è, quindi, in altri termini, quella della compatibilità tra il livello dell'attività economica, i disavanzi pubblici e il vincolo esterno. Per questo motivo il "credito totale interno" può essere un importante punto di coordinamento della politica di bilancio e di quella monetaria e può essere un punto focale per l'azione complessiva di politica economica.

Proprio perché questo aggregato è composto da una misura fondamentale della politica di bilancio (fabbisogno del settore pubblico) e da una importante variabile intermedia per la politica monetaria (credito interno al settore privato), non può essere, salvo fasi transitorie di emergenza, l'obiettivo intermedio dell'azione monetaria di breve periodo, utile a ridurre i rischi di errore nella scelta della rapidità del riassorbimento degli squilibri.⁴³

La forte dilatazione del fabbisogno pubblico, che ha raggiunto il 70 per cento del CTI, e gli ingenti scostamenti verificatisi in alcuni anni, come nel 1982, del fabbisogno osservato da quello posto come obiettivo, hanno fornito la prova che il "credito totale interno" non può essere l'obiettivo intermedio della sola politica monetaria.⁴⁴ Punto di rife-

⁴² F. COTULA, "Finanziamento dell'economia, disavanzi del settore pubblico e politica monetaria", *Bancaria*, 1975.

⁴³ F. COTULA, "Gli obiettivi intermedi della politica monetaria", cap. XXV, in *La politica monetaria in Italia*, a cura di F. Cotula e P. de' Stefani, Il Mulino, 1978. G. VACIAGO, "Politica monetaria e credito totale interno", in *La programmazione dei flussi finanziari*, a cura di G. Vaciago, il Mulino, 1983.

⁴⁴ R.S. MASERA, "Politica monetaria e politica di bilancio: intreccio o dicotomia?", in *Rivista di Politica Economica*, febbraio 1983.

rimento più controllabile dell'azione monetaria è la parte del CTI costituita dal credito al settore non statale.⁴⁵

L'espansione del credito al settore privato è già al presente un importante punto di riferimento, nell'arco di un anno, nella programmazione e nell'attuazione della politica monetaria. Anche l'utilizzo di questo aggregato creditizio, però, non è immune da problemi: diverse sono, ad esempio, le implicazioni di uno scostamento dell'espansione del credito rispetto all'andamento programmato a seconda che le cause sottostanti siano una caduta della produttività per il calo della produzione o un aumento speculativo delle scorte.⁴⁶

L'ampiezza del CTI e la sua buona connessione nel medio termine con il PIL a prezzi correnti possono invece rendere utile l'uso di questo aggregato — o di uno più ampio includente anche il finanziamento estero — come elemento di una strategia anti-inflazionistica di medio periodo nella quale l'autorità di governo fissi i propri obiettivi in termini di prodotto interno lordo, di prezzi, di fabbisogno del settore pubblico e in particolare di spesa pubblica.⁴⁷ Affinché il CTI sia un vero punto di coordinamento tra politica monetaria e politica di bilancio, senza che ciò significhi semplicemente che la grandezza residuale sia il finanziamento delle imprese, il fabbisogno pubblico e il CTI devono essere individuati contemporaneamente, per dati obiettivi finali.

4.4 Nei paragrafi precedenti sono stati esaminati gli effetti delle innovazioni finanziarie sulla domanda di moneta.⁴⁸ Si è detto che questi elementi rendono più difficile l'utilizzo degli aggregati monetari come guida all'azione di politica monetaria, soprattutto nella fase in cui più intensi e incerti sono gli effetti delle innovazioni finanziarie.

D'altro canto, in termini dell'analisi di Poole,⁴⁹ in una fase di importanti e diffuse innovazioni finanziarie, si può ragionevolmente

⁴⁵ F. COTULA, *La formazione e l'impiego del risparmio: effetti della politica monetaria e riflessi sui mercati finanziari*, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Quaderno n. 39, febbraio 1982.

⁴⁶ Ancora, l'espansione del credito è influenzata dal mutare della composizione dei rami di attività economica in crescita e dalla variazione della quota dell'indebitamento utilizzato per acquistare attività finanziarie. Inoltre, l'espansione del credito al settore privato può indicare con minore anticipo, rispetto ad altre variabili, gli effetti dell'azione monetaria.

⁴⁷ Cfr. ad esempio, il *Piano Triennale 1979-1981 - Una proposta per lo sviluppo, una scelta per l'Europa*. Documento elaborato dal Ministro del Tesoro, On. Pandolfi, Agosto 1978 - "Il Sole-24 Ore", 1 settembre 1978.

⁴⁸ Sono stati prima ricordati gli *shifts* della funzione; successivamente è stata esaminata la variazione dell'elasticità al tasso di interesse, risultante dalla più ampia gamma di strumenti di mercato monetario e dalla diversa reattività dei tassi sui depositi a quelli sui titoli del Tesoro.

⁴⁹ W. POOLE (1970), *op. cit.*

ritenere che i "disturbi" di natura puramente "finanziaria" possano essere quelli normalmente dominanti nel brevissimo periodo. Ne consegue che, nella fase attuale di maggiore intensità dell'innovazione, l'azione quotidiana della banca centrale, nell'ambito di un arco temporale molto breve, può essere guidata dall'uso di un punto di riferimento, sia pure temporaneo e variabile, in termini di tassi di interesse; escludere o attenuare le fluttuazioni puramente erratiche dei tassi è criterio molto diverso dal *pegging*.⁵⁰

Inoltre, nel nostro Paese, le ingenti dimensioni dei flussi di spesa e di entrata del settore statale e i loro sfasamenti di brevissimo periodo possono facilmente dar luogo a temporanei rigonfiamenti o carenze di liquidità in base monetaria. In queste circostanze se gli interventi quotidiani sui mercati fossero guidati dalla sola informazione circa la liquidità bancaria lorda le oscillazioni erratiche dei tassi d'interesse sarebbero maggiori; il più elevato rischio degli intermediari in titoli ostacolerebbe il buon funzionamento e lo sviluppo dei mercati.

Peraltro, l'appartenenza allo SME, che costringe a contenere le oscillazioni del cambio della lira con le altre valute del sistema monetario europeo entro una banda prefissata, può richiedere di adeguare rapidamente i tassi a breve a quelli esteri tenendo conto delle aspettative a più breve termine.

4.5 Se si allunga l'arco di tempo oltre il brevissimo periodo, diviene più probabile il verificarsi di "disturbi" di natura "reale". Inoltre, se l'obiettivo operativo privilegiato, al di là del brevissimo periodo, è in termini di tassi di interesse, si accrescono i rischi di effetti destabilizzanti connessi ai ritardi molto lunghi nell'operare della politica monetaria se, nelle procedure del governo della liquidità, si ha un qualche grado di inerzia nel variare i tassi di interesse, per i "costi" di un loro aumento o per i "rischi" di una loro riduzione. D'altro lato, è assai difficile valutare il livello del tasso di interesse richiesto per conseguire gli obiettivi finali.

Si ripropone così l'utilità dell'uso di obiettivi intermedi al fine di accrescere la prontezza di risposta dei tassi di interesse alle condizioni dei mercati finanziari e "reali", pur senza accentuarne gli andamenti erratici. Per affrontare questo tipo di problemi si ripresenta la scelta di utilizzare aggregati monetari o creditizi intermedi come indicatori che anticipino gli effetti dell'uso degli strumenti monetari sulle altre variabili finanziarie e reali o come obiettivi intermedi in senso stretto.

⁵⁰ J. TOBIN, *Monetary Policy in an Uncertain World*, First International Conference held by The Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan, Tokyo, June 1983.

In Italia, lo strumento fondamentale nell'azione della banca centrale è il controllo delle riserve bancarie in base monetaria.⁵¹ Nel regolare la creazione di base monetaria, la banca centrale non può non fare riferimento all'evoluzione (desiderata e effettiva) della massa monetaria (M2), costituita essenzialmente dai depositi bancari, soggetti alla riserva obbligatoria in base monetaria.

Inoltre, le operazioni di mercato aperto si riflettono sulla quantità di moneta (M1 o M2) con anticipo rispetto agli altri aggregati monetari e creditizi e alle variabili finali.

Un punto di riferimento costituito dalla quantità di moneta può essere particolarmente utile nel caso di aumenti rapidi ed ingenti del disavanzo pubblico, che accrescono il reddito disponibile delle "famiglie" e la loro capacità di spesa: infatti se la banca centrale si attiene al controllo della massa monetaria, e quindi delle riserve bancarie in base monetaria, tende a stimolare automaticamente, tramite l'aumento dei tassi di interesse, la domanda di titoli o di altre attività finanziarie con minor grado di liquidità e, quindi, a compensare gli eccessi di domanda interna causati dal settore pubblico. Il legame della base monetaria con il "credito al settore privato" è invece più indiretto e meno stabile; d'altro canto, però, questo aggregato, insieme al costo del credito, dà informazioni circa la domanda di credito e il grado di restrizione su questo mercato, che resta fondamentale per la trasmissione degli effetti della politica monetaria.

Alcuni effetti delle innovazioni finanziarie rafforzano la scelta di un aggregato monetario come elemento importante di guida in un arco di tempo intermedio tra gli interventi di brevissimo periodo e le strategie di medio termine. L'aumento dell'elasticità ai tassi di interesse (sui titoli del Tesoro) della domanda di moneta implica una maggiore efficacia del controllo degli aggregati monetari mediante le operazioni di mercato aperto. A questo risultato concorre la costanza del rendimento della riserva obbligatoria; i recenti innalzamenti e la maggiore uniformità del coefficiente di riserva su tutte le forme di raccolta bancaria e per tutte le aziende di credito tendono a rendere molto stabile il moltiplicatore della base monetaria. Se i certificati di deposito si affermassero e si attenuasse la sensibilità dei tassi sui depositi a vista, si attenuerebbe ulteriormente la reattività dei tassi passivi medi bancari ai tassi di

⁵¹ L'esistenza di un ampio stock di BOT posseduti dalle banche può rendere più difficile il passaggio a un sistema fondato solo sui controlli indiretti; è quindi importante che possa proseguire il graduale consolidamento del portafoglio titoli delle aziende di credito realizzato nel 1983.

mercato e si potrebbe identificare in modo più significativo un aggregato monetario prevalentemente connesso alle transazioni correnti.

Inoltre, negli anni più recenti, gli alti tassi di interesse nominali e reali hanno consentito di collocare presso il pubblico un notevole ammontare di attività finanziarie, il cui *stock* ha raggiunto livelli elevati anche in rapporto al PIL. Una quota elevata della ricchezza finanziaria è costituita da attività con un buon grado di liquidità. Un aumento della propensione al consumo, innescata, ad esempio, da una scarsa fiducia sull'impegno anti-inflazionistico della politica economica, sarebbe agevolmente alimentato dallo stock di attività liquide e in particolare dal notevole ammontare di titoli del Tesoro che giungono mensilmente a scadenza. Se il finanziamento del Tesoro fosse assicurato dal sistema bancario, emergerebbe un'accelerazione degli aggregati monetari. Anche in questo caso il controllo degli aggregati monetari tenderebbe ad attivare l'aggiustamento dei tassi d'interesse necessario per riequilibrare il sistema.⁵² Più in generale, si è detto (par. 4) che è crescente l'importanza, tra i canali di trasmissione degli effetti della politica monetaria, dei tassi di interesse e quindi della composizione delle attività finanziarie.

In direzione opposta, si deve ripetere, si è accentuato il rischio di forti e non prevedibili spostamenti nella preferenza alla liquidità, che possono realizzarsi molto rapidamente e condurre — se si dovessero rispettare rigidamente *targets* monetari — a effetti restrittivi (o espansivi) più intensi di quelli programmati.⁵³

È quindi prudente non accompagnare l'uso degli aggregati monetari come "obiettivi intermedi" nelle procedure di governo della liquidità con forme rigide di "annuncio" degli stessi, al fine di consentire gli adattamenti richiesti dalla non perfetta stabilità delle relazioni. Un'azione monetaria ottimale richiede infatti valutazioni degli *shifts* nelle funzioni di comportamento, che devono essere compensati per non accrescere le fluttuazioni degli obiettivi finali.

Anche qualora la maggiore efficienza dei mercati consentisse di ridurre (o, al limite, eliminare) gli scostamenti di breve periodo della quantità di moneta osservata dalla funzione di domanda di lungo

⁵² Se però l'accelerazione degli aggregati monetari riflettesse solo un mutamento della composizione delle attività finanziarie desiderate dal pubblico, un aumento dei tassi accrescerebbe le fluttuazioni dell'attività economica. B. FRIEDMAN, "The Roles of Money and Credit in Macroeconomics Analysis" e R. SHILLER, "Comment", in J. Tobin (editor), *Macroeconomics, Prices and Quantities*, Basil Blackwell, Oxford, (1983).

⁵³ L.E. GRAMLEY (1982), *op. cit.*

periodo, rimarrebbero le già menzionate difficoltà: l'incertezza negli spostamenti della preferenza per la liquidità del pubblico (e tra le diverse componenti della liquidità) non verrà infatti eliminata per la continua evoluzione negli strumenti da parte degli operatori, per la possibilità di frequenti e forti mutamenti nelle aspettative sui tassi di rendimento delle attività finanziarie alternative alla moneta. I fattori di instabilità della velocità di circolazione della moneta sono inoltre più importanti in una fase di transizione, quale quella attuale, in cui si vanno realizzando gli effetti delle innovazioni e dei mutamenti nel sistema finanziario.

In una fase di notevoli *shifts* nella funzione di domanda di moneta, il riassorbimento di scostamenti rispetto al sentiero previsto di crescita della quantità di moneta, qualora debba avvenire, deve essere realizzato molto gradualmente. I tempi di "rientro" devono essere tanto meno ristretti quanto più elevato è il grado di incertezza.⁵⁴

Secondo J. Tobin, gli obiettivi intermedi possono costituire un punto di riferimento dell'azione monetaria in un arco di tempo di uno-due trimestri.⁵⁵ Nel nostro Paese, date le caratteristiche dei mercati monetari finanziari e la fase attuale di minore stabilità della domanda di moneta, sembrerebbe abbastanza prudente che un punto di riferimento in termini di un aggregato monetario abbia un orizzonte temporale non inferiore a un trimestre; questo limite tiene conto della possibilità di scostamenti di breve periodo della domanda di moneta di più lungo periodo e di altri "disturbi" riassorbibili senza alterare significativamente le condizioni dei mercati; il limite superiore, più pertinente se l'aggregato monetario è utilizzato non solo come indicatore ma come obiettivo intermedio, impone una revisione del *target* all'interno dell'anno per tenere conto degli scostamenti delle variabili esogene dai valori ipotizzati.

L'utilizzo di un aggregato monetario come importante *information variable* — nell'ambito di una procedura di controllo monetario "ottimale" — può essere conciliato con un uso flessibile dello stesso aggregato come obiettivo intermedio in senso stretto;⁵⁶ allorché la

⁵⁴ T.D. SIMPSON and P. PARKINSON, *Some Implications of Financial Innovations in the United States*, BRI, Autumn Meeting of Central Bank Economists, November 1983, p. 37.

⁵⁵ J. TOBIN, "Monetary Policy: Rules, Targets and Shocks", in *Journal of Money, Credit and Banking*, November 1983, p. 517.

⁵⁶ In questo caso il *target* va espresso in valori medi nell'arco temporale di riferimento e deve essere previsto un intervallo di scostamenti, commisurato alla incertezza sulla preferenza alla liquidità, come nella generalità delle applicazioni realizzate in altri Paesi.

variabile intermedia supera valori estremi, nelle due direzioni, la decisione sul "rientro" diviene meno incerta; può essere un obiettivo valido per se stesso evitare eccessi di intermediazione bancaria o una troppo rapida disintermediazione.⁵⁷

Quando la quantità di moneta diventa il punto di riferimento dominante, l'obiettivo operativo prevalente deve essere espresso in termini di riserve bancarie, posto che, almeno al presente in Italia, il moltiplicatore della base monetaria è più stabile della velocità di circolazione della moneta.

Già attualmente, la banca centrale, all'inizio dell'anno, oltre ad "annunciare" l'espansione massima del "credito al settore privato", sulla base di un insieme di ipotesi (cfr. par. 5.3), dà indicazioni sulla probabile evoluzione della composizione delle attività finanziarie nel corso dell'anno. Anziché dare maggiore enfasi, con un ulteriore "annuncio", a un particolare aggregato all'interno delle attività finanziarie, potrebbe essere predeterminata da parte delle Autorità monetarie nel loro complesso⁵⁸ (ma non annunciata) l'ampiezza massima degli scostamenti rispetto all'obiettivo in termini di massa monetaria (M2), scostamenti che si ritiene di non poter respingere a priori sulla base delle informazioni disponibili al momento in cui l'intervallo è fissato, per dati obiettivi finali. Un aumento del numero degli "annunci" non necessariamente renderebbe più credibile la politica monetaria; in qualche misura attenuerebbe l'impatto che attualmente già ha l'annuncio circa il "credito al settore privato". La consapevolezza da parte degli operatori e dell'opinione pubblica di una maggiore determinazione nel perseguire gli obiettivi finali prioritari e il maggior peso attribuito a questo fine a un ristretto numero di grandezze monetarie e creditizie potrebbe rafforzare l'efficacia delle procedure già in atto.

In conclusione, si sono accresciute la necessità (al fine di controllare la domanda di attività finanziarie e il finanziamento dell'economia) e la possibilità (per l'aumento dello "spessore" e dell'efficienza del mercato dei capitali a breve e a medio termine) di un'azione di politica monetaria basata sugli effetti tramite i tassi di interesse — attivati mediante il controllo della base monetaria e della composizione delle

⁵⁷ Così anche il tasso di interesse sulle attività finanziarie potrebbe essere soggetto al doppio vincolo di non assumere valori che, da un lato, indeboliscano il risparmio finanziario e, all'estremo opposto, che causino lo spiazzamento del settore privato con intensità o durata tale da provocare il decadimento della produttività del sistema e della sua capacità di sviluppo.

⁵⁸ Il coordinamento nella fase di fissazione degli obiettivi contribuisce ad evitare il sorgere di conflitti nel corso dell'attuazione della politica monetaria.

attività finanziarie — e quindi è divenuta più evidente la complementarietà del controllo della moneta e del credito. Si sono però anche accresciuti i problemi e le difficoltà che nel passato hanno indotto la banca centrale a non annunciare obiettivi sulla massa monetaria.

Fissare rigidi obiettivi intermedi, soprattutto nella fase attuale, comporta notevoli rischi: anche le esperienze compiute in altri paesi confermano che la banca centrale può sempre attenersi all'obiettivo intermedio prescelto, ma che gli scostamenti delle variabili esogene dai valori ipotizzati e la imperfetta conoscenza e stabilità delle relazioni tra strumenti, obiettivi intermedi e finali possono condurre a un grado di restrizione notevolmente diverso da quello desiderato.

Un rischio aggiuntivo sarebbe dato dall'"annuncio" di tale obiettivo intermedio: "disturbi" inattesi nei mercati finanziari o mutamenti nelle relazioni che legano le variabili intermedie agli obiettivi finali — che devono essere compensati al fine di perseguire una politica di stabilizzazione — potrebbero rendere meno credibile la volontà delle autorità monetarie di perseguire gli obiettivi finali programmati.

FRANCO COTULA

BIBLIOGRAFIA

- A. AKTHAR, "Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: an International Perspective", *BIS Economic Papers*, n. 9, dicembre 1983.
- BANCA PER I REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *33ª Relazione Annuale*, cap. III, giugno 1983.
- P. BAFFI, *Il risparmio in Italia, oggi* (8 marzo 1974), Atti dei Convegni dei Lincei, n. 3, Roma, 1975.
- W. BRAINARD, "Uncertainty and the Effectiveness of Policy", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, May 1967.
- C.A. CIAMPI, *Tra mercato e controlli: aspetti operativi della politica monetaria*, Conferenza tenuta a Roma presso l'Associazione Nazionale delle Aziende Ordinarie di Credito dell'Istituto Centrale di Banche e Banchieri, 18 febbraio 1981.
- F. COTULA, "La domanda di moneta - parte II", *Rivista di politica economica*, giugno 1971.
- F. COTULA, "La scelta degli strumenti e gli obiettivi intermedi della politica monetaria", in *La politica monetaria in Italia*, a cura di F. Cotula e P. de' Stefani, capp. XXIV e XXV, Il Mulino, 1978.
- F. COTULA, "La formazione e l'impiego del risparmio: effetti della politica monetaria e riflessi sui mercati finanziari", *Quaderno n. 39 dell'Associazione per lo Sviluppo di Banca e Borsa*, febbraio 1982.
- P. CAGAN, "The Choice among Monetary Aggregates as Targets and Guides for Monetary Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 14, No. 4, November 1982, par. 2.
- R.G. DAVIS, "Recent Evolution in U.S. Financial Markets-Implications for Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of New York, Research Paper No. 8111*, July 1981.

- W.G. DEWALD, "A Review of the Conference on Target and Guides for Monetary Policy", in *Targets and Indicators of Monetary Policy*, K. Brunner (editor).
- A. FAZIO, "La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978", in *Moneta e Credito*, settembre 1979.
- B. FRIEDMAN, "The Roles of Money and Credit in Macroeconomics Analysis", in *Macroeconomics, Prices and Quantities*, J. Tobin (editor), Basil Blackwell, Oxford, 1983.
- L.E. GRAMLEY, "Financial Innovation and Monetary Policy", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 68, No. 7, July 1982.
- R. HOLBROOK, "Optimal Economic Policy and the Problem of Instrument Instability", *American Economic Review*, March 1972.
- R.S. MASERA, "Politica monetaria e politica di bilancio: intreccio o dicotomia?" in *Rivista di Politica Economica*, febbraio 1983.
- A. PEDONE e L. SPAVENTA, "Il debito pubblico ed i tassi di interesse", in *Centro Europa Ricerche, rapporto n. 1*, gennaio 1982.
- W. POOLE, "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", in *Quarterly Journal of Economics*, No. 2, 1970.
- M. SARCINELLI, "Gli strumenti della politica monetaria come fattori di disintermediazione bancaria: quali prospettive per il futuro?", in *Economia Italiana*, n. 2, giugno 1982.
- T.D. SIMPSON e P. PARKINSON "Some Implications of Financial Innovations in The United States", *BRI, Autumn Meeting of Central-Bank Economists*, November 1983.
- Y. SUZUKI, "Financial Innovation and Monetary Policy in Japan", *BRI, Autumn Meeting of Central-Bank Economists*, November 1983.
- J. TOBIN, *Monetary Policy in an Uncertain World*, First International Conference of the Institute for Monetary and Economic Studies of the Bank of Japan, Tokyo, June 1983.
- J. TOBIN, "Monetary Policy, Rules, Targets and Shocks", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 15, No. 4, November 1983.
- G. VACIAGO, "Politica monetaria e credito totale interno", in *La programmazione dei flussi finanziari*, a cura di G. Vaciago, Il Mulino, 1983.
- J. WENNINGER, "Financial Innovation in the United States" *BRI, Autumn Meeting of Central-Bank Economists*, November 1983.