

## La politica della Riserva Federale dopo il 1979

È noto che nell'ottobre del 1979 la Riserva Federale (Fed) cambiò i propri procedimenti di controllo degli aggregati monetari. Prima di allora la Fed usava le riserve bancarie per stabilire un tasso di interesse sui fondi federali che, data la domanda di moneta stimata, portasse al livello (o crescita) desiderato della quantità di moneta. In seguito la Fed impiegò come obiettivo operativo (o variabile di controllo) il volume delle riserve bancarie (totali e non prestate) invece del tasso sui fondi federali, asserendo che era diventato troppo difficile prevedere la domanda di moneta.<sup>1</sup>

In via preliminare, è opportuno notare che, *in linea di principio*, per controllare gli aggregati monetari questi due obiettivi operativi sono largamente intercambiabili, purché esista la volontà di modificare i saggi d'interesse ove la quantità di moneta diverga dall'obiettivo.<sup>2</sup> Su questo argomento talvolta si fa confusione. Le critiche alla politica seguita dalla Fed prima dell'ottobre 1979 spesso confondevano tra principi e pratica. Specialmente nei due o tre anni precedenti tale data, la Fed tendeva più a tenere fisso il tasso sui fondi federali che non ad impiegarlo come controllo sulla quantità di moneta. Come da tempo sappiamo, qualsiasi politica che somigli a un ancoraggio dei tassi di interesse implica una

---

<sup>1</sup> Per una buona discussione della meccanica di questi nuovi procedimenti, cfr. PETER D. STERNLIGHT (1981). In breve, essi comportano il calcolo delle riserve totali desiderate in base ad obiettivi di breve periodo (in genere trimestrali) per M1 ed M2 e la stima dei corrispondenti moltiplicatori monetari. Viene quindi calcolato l'andamento delle riserve non prese a prestito sulla base dell'indebitamento previsto dalle banche presso la Fed, andamento che può essere corretto ove gli aggregati devino dagli obiettivi a breve termine. Tale correzione però è stata finora poco applicata.

<sup>2</sup> È possibile illustrare questa proposizione (ed altre successive) con un semplice modello di domanda e di offerta di moneta:

$$(1) M^d = kY + ai + e \quad (a < 0)$$

$$(2) M^s = mR + bi + u \quad (b > 0)$$

In cui Y è il prodotto nazionale lordo, i il tasso di interesse sui fondi federali, R le riserve, poste pari alle riserve bancarie più il circolante detenuto dal pubblico; e ed u sono variabili casuali. Se  $R^T$  è la variabile di controllo (esogena), o obiettivo, si ponga (1) = (2), si risolva rispetto ad i e si sostituisca il risultato in una delle due equazioni di partenza, così da ottenere la forma ridotta:

perdita di controllo sulla quantità di moneta. In particolare, mutamenti imprevisti della domanda di moneta tendono ad essere "soddisfatti" ("accommodated") più o meno, con operazioni di mercato aperto che modificano la funzione dell'offerta di moneta nella stessa direzione della domanda.<sup>3</sup>

Perché la Fed sia stata così restia a modificare il proprio tasso d'interesse è assai difficile dire. Alcuni hanno attribuito questa riluttanza a scarso coraggio politico, al timore delle critiche che ampie fluttuazioni dei saggi d'interesse avrebbero potuto suscitare. Dato però che nei tre anni successivi all'ottobre 1979 tali fluttuazioni furono straordinariamente ampie, tale spiegazione non è molto credibile, a meno di ritenere che un semplice mutamento dei procedimenti operativi sia stato sufficiente ad infonderle coraggio.

$$(3) \quad M = bkY/(b-a) - amR^T/(b-a) + be/(b-a) - au/(b-a)$$

Viceversa, dato l'obiettivo monetario,  $M^T$ , questa equazione può essere risolta per il valore di  $R^T$  che produrrà l' $M$  desiderato.

Se invece la variabile di controllo (esogena), o obiettivo, è  $i^T$ , si ponga (1) = (2), si risolva rispetto ad  $R$  e si sostituisca il risultato nella (2), così da ottenere la forma ridotta:

$$(4) \quad M = kY + +e$$

che è semplicemente l'equazione di domanda di moneta (1). Ancora, dato l'obiettivo monetario, la (4) può essere risolta per il valore di  $i^T$  che determinerà la  $M$  desiderata.

Le equazioni (3) e (4) mostrano che l'affidabilità sia di  $R$  sia di  $i$  come variabili di controllo dipende, in parte, dall'accuratezza con cui  $Y$  fu previsto al momento di scegliere gli obiettivi monetari. Analogamente, entrambe le variabili di controllo,  $R$  ed  $i$ , sono soggette a fluttuazioni erratiche di  $e$  (traslazioni inattese) nella funzione di domanda di moneta, traslazioni che dopo il 1974 hanno spesso condotto la Fed fuori bersaglio.

Oltre a ciò, l'equazione (3) mostra che l'impiego di  $R$  è soggetto alla imprevedibile varietà di errori dal lato dell'offerta  $u$ . Questi errori, pur derivando in parte da fattori che incidono sulle riserve non prese a prestito (e totali), quali fluttuazioni del "float" e del circolante, sono in larga misura dovuti ad errori nella stima dei diversi elementi che determinano il moltiplicatore monetario (il coefficiente  $m$  dell'equazione (2)), tra i quali vi sono spostamenti imprevisti tra categorie di depositi con diversi rapporti di riserva legale e spostamenti tra depositi (soggetti a riserva) compresi in  $M1$  ed  $M2$  e quelli che non lo sono, come i conti interbancari e con il Tesoro e i certificati di deposito negoziabili. Gli errori provocati da inattese variazioni della domanda di riserve supplementari da parte delle banche, una volta costante fonte di preoccupazione, sono ora passati in secondo piano rispetto a comportamenti inattesi della domanda di riserve prese a prestito. Infine, il moltiplicatore di  $M2$ , in particolare, è esposto a imprevisti mutamenti delle preferenze degli investitori fra tutte le molte attività che ora sono comprese in  $M2$ . Su quest'ultimo punto tornerò tra breve. Su questi e simili argomenti cfr. il lavoro spesso citato di RICHARD DAVIS (1974) e il recente articolo di STEPHEN AXILROD e DAVID LINDSEY (1981).

<sup>3</sup> Del pari, adottare un obiettivo di riserve non prese a prestito significa che tutti gli spostamenti imprevisti della funzione di offerta di moneta ( $u$  nella equazione (3) della nota 2) sono pur essi "accommodated".

## I. I Dati

Piuttosto che indugiare in esercizi di lettura del pensiero, esaminiamo se dopo l'ottobre 1979 la Fed sia riuscita a controllare meglio la quantità di moneta. Un confronto tra i dati precedenti e successivi a tale data mostra non soltanto l'assenza di miglioramenti, ma se mai un deterioramento del controllo. Se, ad es., si confrontano i dati trimestrali grezzi sui tassi di crescita di  $M1$  nel corso degli anni settanta con quelli del 1980 e 1981, si constata che in questi ultimi due anni l'entità delle fluttuazioni è tanto superiore da lasciare sconcertati (cfr. John Wenninger, *et al.*, 1981, tabella 1). Possiamo, meglio ancora, confrontare le medie ( $\mu$ ) e gli scarti quadratici medi ( $\sigma$ ) di tali tassi di crescita per gli stessi due periodi:<sup>4</sup> per il 1970-79,  $\mu = 6,6$ ,  $\sigma = 2,2$ ; per il 1980-81,  $\mu = 6,2$ ,  $\sigma = 5,3$ . Mentre la media non è (sorprendentemente) molto diversa, nel secondo periodo la dispersione attorno alla media è stata quasi due volte e mezzo maggiore.

Taluno potrebbe asserire che la volatilità dei tassi di crescita di  $M1$  è di secondaria importanza rispetto al conseguimento degli obiettivi di crescita annuale della stessa  $M1$ . Per il periodo dal 1976 (il primo anno completo per cui sia stato annunciato un obiettivo) al 1981, i dati della tabella 1 ci consentono di valutare i successi conseguiti dalla Fed al riguardo. Essi mostrano che nel periodo 1976-79 la Fed mancò il proprio obiettivo in due anni su quattro, mentre nel biennio 1980-81 lo mancò entrambe le volte. Stando alla prova dei fatti, i nuovi procedimenti non hanno determinato un maggior controllo sulla quantità di moneta. Hanno invece determinato fluttuazioni sconcertanti e di am-

<sup>4</sup> Si noti l'assenza dei dati relativi al 1982 sia da questi calcoli sia da quelli della tabella 1 più avanti. Il motivo è che la Fed ha lasciato che  $M1$  deviasse dall'obiettivo, senza tentare seriamente correzioni, fin dall'inizio del 1982, e non, come comunemente si ritiene, dall'ottobre di quello stesso anno. Fin dalla riunione del Comitato Federale per il Mercato Aperto del dicembre 1981 la Fed espresse la preoccupazione che ripetuti balzi dei depositi a vista fruttiferi di  $M1$  derivassero da un'espansione di scorte precauzionali altamente liquide in un quadro (recessivo) di notevole incertezza sulle condizioni economiche e finanziarie. La Fed trovava tale preoccupazione giustificata dai forti aumenti dei depositi a risparmio che si accompagnavano a quelli di  $M1$ , e da alcuni dei bruschi declini della velocità riscontrati almeno dal 1959. Si potrebbe quindi dire che la Fed, lungi dal conformarsi ai risultati elettorali del 1982, come qualcuno ha malignamente suggerito, li abbia precorsi. Quindi, ancora, l'abbandono dell'obiettivo  $M1$  annunciato in ottobre per via della scadenza dei conti "All-Savers" a un anno e poi mantenuto, rappresentò di fatto il culmine di una linea di condotta che la Fed aveva inaugurato almeno un anno prima. Cfr., ad es., i "Record(s) of Policy Action of the Federal Open Market Committee" (1982) e il "Monetary Policy Report to Congress" (1982).

TABELLA 1

INTERVALLI-OBIETTIVO E VALORI REALIZZATI DEI TASSI ANNUI  
DI CRESCITA PER M1, 1976-81  
(in percentuale)

	Intervalli-obiettivo	Tassi di crescita realizzati
1976	4,5-7,5	5,8
1977	4,5-6,5	7,4
1978	4,0-6,5	7,2
1979	3,0-6,5	5,5
1980	4,0-6,5	7,3
1981	6,0-8,5	5,0
1981 (dati "aggiustati")*	3,5-6,0	2,3

\* Dati "aggiustati" per tener conto di spostamenti verso "other checkable deposits" da altre attività, principalmente da depositi a risparmio, e così ottenere una migliore misura della tendenza di fondo di M1.

piezza inusitata nei saggi di interesse,<sup>5</sup> con conseguenze indesiderabili che è opportuno rilevare.

## II. Conseguenze della volatilità dell'interesse

In ordine crescente di importanza, si ebbe in primo luogo un brusco incremento del divario ("spread") tra le quotazioni a cui i titoli venivano domandati ed offerti. Si trattava di una naturale reazione al maggior rischio (connesso alla variabilità dei prezzi) implicito nel detenere scorte in titoli. Ad es., il divario sui buoni del Tesoro, che normalmente andava dai quattro ai sei punti base, è salito a 10 punti o più; e prima della diminuzione dei tassi di interesse della fine del 1982, aveva raggiunto livelli di 14 punti base o più. Gli "spreads" sono una componente importante (fondamentale per i titoli a breve termine, strumenti del mercato monetario) dei costi di transazione dell'investitore. Aumenti in questi costi di tale entità tendono perciò a far aumentare

<sup>5</sup> Per una particolareggiata descrizione dell'enorme aumento della volatilità dell'interesse, cfr. JAMES HOEHN (1982).

il livello dei tassi d'interesse, giacché gli investitori cercano di mantenere stabile l'interesse netto a cui prestano.<sup>6</sup>

In secondo luogo aumentarono le difficoltà di pianificazione degli investimenti industriali, sia in scorte sia in capitale fisso. La volatilità dei tassi d'interesse sia a breve sia a lungo termine rendeva praticamente impossibile calcolare i costi dell'investimento. Come gli elevati saggi d'interesse, questo tipo di incertezza deprime le spese per investimenti.

In terzo luogo, il comportamento altalenante dei tassi d'interesse derivante dalla politica della Fed rendeva l'economia più vulnerabile a crisi di liquidità. Tradizionalmente, le istituzioni finanziarie si indebitavano a breve e prestavano a lunga scadenza. Ora non è più così. La volatilità dei tassi d'interesse ha molto accresciuto il rischio di trovarsi alle prese con costi per interessi superiori ai rendimenti su attività a tassi prefissati. Le istituzioni finanziarie hanno reagito cercando di sintonizzare le scadenze di attività e passività, soprattutto abbreviando la durata delle attività (prestiti). Tassi ipotecari variabili e prestiti bancari a tassi fluttuanti sono altre risposte istituzionali al nuovo maggior rischio. La volatilità dei tassi d'interesse, perciò, non ha soltanto reso la concessione di prestiti un affare molto più rischioso, ma ha provocato una serie di sviluppi che costringono chi si indebita a condividere una parte dei rischi che una volta venivano sopportati quasi esclusivamente dalle istituzioni finanziarie. Di conseguenza, mutuatari e creditori sono entrambi più esposti a pericoli di insolvenza.

Notate alcune delle indesiderabili conseguenze della volatilità dei tassi d'interesse, sarebbe avventato dedurne l'opportunità di ritornare ad un regime di tassi (virtualmente) bloccati ("pegged"). Coloro che vorrebbero farci scegliere tra un tale regime, con l'inevitabile perdita di controllo sulla quantità di moneta, e il suo opposto pongono un falso dilemma. Altrove (Hamberg, 1981, pp. 387-90) ho sostenuto che esiste una via di mezzo tra questi due regimi di "controllo".

<sup>6</sup> BENJAMIN FRIEDMAN (1982) ha anche notato un aumento dello "spread" tra i rendimenti delle nuove emissioni obbligazionarie di società per azioni e i rendimenti delle obbligazioni "stagionate" nel mercato secondario.

### III. M1 e Pnl

Finora ho trattato dei problemi sorti dall'impiego delle riserve come obiettivo operativo per il controllo degli obiettivi intermedi o di politica, gli aggregati monetari. Implicitamente, ho supposto che fosse opportuno impiegare questi aggregati come variabili di controllo degli obiettivi *ultimi* della politica monetaria: il prodotto nazionale lordo e il tasso di inflazione. Negli ultimi tempi il mondo finanziario ha però conosciuto sviluppi tali da rendere necessario anche un riesame della validità di questo approccio.

In primo luogo e soprattutto, occorre dire che il controllo del Pnl e dei prezzi per mezzo di un aggregato monetario presuppone una funzione più o meno stabile di domanda di moneta. In altre parole, perché un aggregato monetario sia efficace come obiettivo intermedio della politica della Fed, occorre che la relazione tra moneta e Pnl (cioè la velocità di circolazione) sia relativamente stabile.

Può essere una delle peggiori beffe dell'ultimo decennio che la Fed abbia adottato un atteggiamento sempre più monetarista in un'epoca in cui la domanda di (la velocità della) moneta manifestava una straordinaria instabilità e imprevedibilità. Come ha detto Milton Friedman (1956, p. 4), «la teoria quantitativa della moneta (cioè il monetarismo) è in primo luogo una teoria della *domanda* di moneta». Essa assume che la funzione di domanda di moneta sia molto più stabile delle funzioni di spesa nel determinare il Pnl e i prezzi. Da questo presupposto segue anche che variazioni della spesa totale sono principalmente un effetto di aggiustamenti di portafoglio derivanti da mutamenti dell'offerta di moneta, più che da variazioni della domanda di moneta.

Questa teoria ha sempre lasciato aperto il problema di definire la moneta nel modo migliore, problema che oggi è più attuale che mai. Tradizionalmente, gli economisti hanno per la maggior parte sottolineato come proprietà qualificante della moneta la funzione di mezzo di pagamento (o strumento di scambio). Hanno conseguentemente preferito una definizione della moneta centrata sulle transazioni, e quindi una misura che includesse i fondi normalmente usati a scopo di transazione (o di pagamento). In passato, questo criterio condusse a un ben definito aggregato monetario, chiamato M1, che è ancora alla base delle componenti della nuova M1: circolante, depositi a vista del pubblico e traveller's checks. Purtroppo, è comparsa una miriade di sostituti dei depositi, che potrebbero essere distinti dalla moneta soltanto con il

microscopio elettronico: tra questi, gli accordi di riacquisto a ventiquattr'ore, gli eurodollari a ventiquattr'ore ed almeno una qualche frazione dei titoli del mercato monetario. La Fed ha deciso di collocarli in M2 (e in M3), anziché in M1, ma non senza dubbi (cfr. Paul Volcker, 1981). Accanto a questi sviluppi, si è avuta la crescente computerizzazione delle tecnologie finanziarie che, con l'aiuto delle reti di comunicazione elettronica, consentono di effettuare pagamenti con rapidi trasferimenti di fondi a valere su ogni tipo di attività finanziaria.

Queste innovazioni hanno fatto progressivamente ridurre la domanda per la componente dei depositi in M1. Quel che è più importante, il processo innovativo procede a strappi ed è stato di difficile previsione. Ha perciò introdotto un importante elemento di imprevedibilità tra M1, in particolare (ma anche tra altri aggregati), e il Pnl, in spregio della predicibile relazione in base alla quale viene propugnato il controllo sugli aggregati monetari. Questo problema potrebbe farsi più acuto, si ritiene, con l'eliminazione dei massimali sui tassi d'interesse. Ad esempio, se i saggi d'interesse sui depositi a vista ed altri tassi analoghi vengono affidati al mercato, la domanda di moneta può *umentare* a causa di una componente di investimento, oltre che di transazione. Alternativamente, può avvenire il contrario: gli accordi di riacquisto al dettaglio (al consumo) recentemente introdotti, con procedure di investimento automatiche (i cosiddetti conti "sweep"), e, specialmente, i "money-market deposit accounts" di fresca autorizzazione sembrano incontrare un successo strepitoso, giacché l'assenza di obblighi di riserva consente alle istituzioni depositarie di pagare interessi superiori a quelli dei depositi a vista con obblighi di riserva.<sup>7</sup>

### IV M2 e gli aggregati più ampi

Date le difficoltà di definire un aggregato monetario legato alle transazioni, alcuni hanno proposto di basarsi sul più ampio aggregato M2.<sup>8</sup> Che rispetto ad M1 tale aggregato abbia una relazione in qualche

<sup>7</sup> *Coeteris paribus*, un'attività monetaria con obbligo di riserva, come i depositi a vista, può pagare un tasso d'interesse pari ad  $i(1-r)$ , dove  $i$  è un tasso di mercato aperto ed  $r$  il rapporto di riserva rilevante. Un'attività non soggetta a tale obbligo (per la quale  $r=0$ ), come molte di quelle comprese in M2, può pagare  $i$ . Minsky (cfr. MINSKY 1980a, 1980b) ha sottolineato il ruolo delle innovazioni finanziarie e le loro implicazioni per l'instabilità finanziaria.

<sup>8</sup> Milton Friedman è da molto tempo un fautore di M2 quale misura più appropriata della moneta. Contrariamente a quanto non pochi ritengono, tuttavia, la sua è un'opinione di minoranza anche tra gli stessi monetaristi.

modo più stabile con il Pnl è questione assai controversa. Nel febbraio 1983 la Fed ha adottato il credito totale (cioè l'esposizione debitoria totale delle imprese nazionali non finanziarie, delle famiglie e delle autorità pubbliche) come misura del comportamento degli aggregati monetari. Nel prendere questa decisione, la Fed si è evidentemente basata su studi interni indicanti la stabilità della relazione tra credito totale e Pnl. Anche qui, tuttavia, i pareri sono decisamente contrastanti. Per le varie opinioni emerse a proposito della velocità della moneta e del credito rimando a Richard Davis (1979), R.W. Hafer (1981), Shafiqul Islam (1982) e Benjamin Friedman (1982). Recenti studi sul cosiddetto vettore di autoregressione hanno, d'altronde, messo in discussione i risultati degli studi sulla velocità (ed argomenti collegati), sollevando seri dubbi sulla stessa esistenza di una relazione affidabile tra Pnl e qualsiasi aggregato monetario e creditizio. (Cfr. James Fackler e Andrew Silver, 1983, e Fackler, 1982.)

Oltre a questi problemi, tuttavia, deve essere valutata la capacità della Fed di controllare M2, per non parlare del credito aggregato. Gli strumenti ora inclusi in M2, pagando in proporzione notevole tassi d'interesse legati al mercato, sono diventati assai meno sensibili alle variazioni dei tassi del mercato aperto, con conseguenze potenzialmente gravi sulla capacità della Fed di controllare M2. Si supponga, ad es., che la funzione di domanda di M2 diverga dalla posizione attesa nel momento in cui il Comitato Federale per il Mercato Aperto le aveva assegnato un valore-obiettivo. In particolare, si supponga che ad ogni dato tasso d'interesse vi sia un aumento nella domanda di M2, cosicché questa superi l'obiettivo. Ne risulterà un eccesso di domanda di M2 e di riserve sui depositi che, restando la Fed ancorata al proprio obiettivo di riserve, eserciterà una pressione verso l'alto sui tassi d'interesse per i fondi federali e quindi sugli altri tassi d'interesse di mercato. Automaticamente, data la relazione inversa tra tassi d'interesse e domanda di moneta, la quantità di M2 diminuirà e si avvicinerà all'obiettivo, in misura tanto maggiore quanto più elastica sarà la domanda di moneta. Se riterrà inadeguato questo aggiustamento, la Fed potrà modificare la scheda dell'offerta di moneta riducendo l'entità delle riserve non prese a prestito (di base), cosicché un'ulteriore pressione al rialzo sui tassi di interesse provocherà una riduzione ancora maggiore della quantità di moneta domandata, forzando M2 ad avvicinarsi ancor più all'obiettivo. Le cose non cambierebbero se ad M2 si sostituisse M1. Con le procedure attualmente in vigore, questo è il modo in cui funziona, o si suppone che funzioni, il processo di aggiustamento degli aggregati monetari verso gli obiettivi assegnati.

Si noti però che questo processo di aggiustamento presuppone che la domanda di moneta abbia un'elasticità (al tasso d'interesse) almeno positiva in valore assoluto. A sua volta, questa elasticità è fatta dipendere dal fatto che i tassi d'interesse pagati sulle attività monetarie non si muoverebbero in parallelo con i tassi di mercato aperto, a causa di massimali d'interesse, cosicché la perdita di interessi spinge il pubblico ad economizzare in fondi tenuti in attività monetarie e a spostarli verso strumenti di mercato aperto. Peraltro, quando i tassi corrisposti su molti degli strumenti compresi in M2 (dai certificati del mercato monetario a sei mesi ai "money-market accounts" presso fondi mutualistici e istituzioni di deposito) salgono parallelamente ai tassi di mercato aperto, l'incentivo a spostare fondi da questi strumenti a quelli di mercato aperto viene a mancare. (In futuro, con l'eliminazione dei massimali d'interesse, questa tendenza è destinata ad accentuarsi. Ciò si è già verificato con l'eliminazione degli obblighi di riserva per i depositi personali vincolati e di risparmio, per gli accordi di riacquisto, per i depositi in eurodollari e per i "money-market accounts": cfr. nota 7.) In breve, l'elasticità della domanda di M2 può avvicinarsi a zero, se non subito, nel prossimo futuro. In queste circostanze, il meccanismo appena descritto di compressione di M2 verso l'obiettivo assegnato cessa di funzionare,<sup>9</sup> o porta a fluttuazioni dei tassi d'interesse di ampiezza intollerabile.

Col tempo, e con la rimozione dei massimali d'interesse sugli "altri depositi a vista" l'elasticità della domanda di M1, o di quel che ne resta, può parimenti diminuire. La recente introduzione di conti "super-now" (liberi da massimali d'interesse ma ancora soggetti a riserva) è un passo in questa direzione.

Ma le cose non finiscono qui, giacché nelle stesse circostanze indicate (M1 ed M2 maggiori dell'obiettivo a causa di un aumento della domanda di moneta rispetto ai valori attesi) l'aumento dei tassi d'interesse che ne deriva farà ridurre la spesa totale sul Pnl. Di conseguenza, la moneta domandata diminuirà e la quantità di moneta si muoverà verso l'obiettivo. Questo processo di aggiustamento, tuttavia, equivale a un capovolgimento della politica monetaria corrente. Basandosi sul monetarismo, tale politica aspira a controllare il Pnl mano-

<sup>9</sup> Si noti che questa proposizione è valida soltanto per le deviazioni dall'obiettivo provocate da perturbazioni nella domanda di moneta. Le deviazioni provocate da perturbazioni nell'offerta di moneta verrebbero (con elasticità nulla della domanda di moneta rispetto all'interesse) ricondotte pienamente ed automaticamente verso l'obiettivo, sebbene con ampie fluttuazioni dei tassi d'interesse.

vrandò gli aggregati monetari. Quello che è stato appena descritto è invece un meccanismo per controllare gli aggregati monetari manipolando il Pnl attraverso gli effetti dei tassi d'interesse sulla spesa. Il Pnl si sostituisce agli aggregati monetari come strumento di politica, e gli aggregati si sostituiscono al Pnl come obiettivo ultimo.

Quanto alla capacità della Fed di controllare un ampio aggregato del *credito*, le difficoltà sono probabilmente ancora maggiori. In primo luogo, in mancanza di obblighi legali di riserva per il credito aggregato, è molto probabile che la relazione (il moltiplicatore) tra credito e riserve sui depositi sia tanto instabile quanto imprevedibile. Ogni tentativo di regolare il volume del credito regolando il volume delle riserve presuppone invece un moltiplicatore delle riserve piuttosto stabile e ragionevolmente prevedibile. Il problema non può essere risolto nemmeno sostituendo a rapporti di riserva rapporti tra capitale ed attività bancarie, come è stato recentemente proposto. Rapporti capitale-attività, d'altra parte, facendo aumentare i costi dei prestiti bancari, spingerebbero i debitori a ricercare fonti di credito alternative, come "commercial paper", obbligazioni, credito mercantile, lettere di credito, prestiti privati e prestiti esteri. Obblighi di riserva legale, soprattutto se estesi al credito non bancario, chiuderebbero molte di queste scappatoie, ma non tutte.

Se intenderà controllare il credito aggregato attraverso il tasso sui fondi federali, la variabile impiegata per controllare M1 prima dell'ottobre 1979, la Fed dovrà basarsi su una funzione di domanda del credito aggregato analoga alla funzione di domanda di moneta delle equazioni (1) e (4) della nota 2. Supposto che esista, una tale funzione di domanda (di credito), specialmente rispetto a un tasso d'interesse a breve termine come quello sui fondi federali, deve ancora essere trovata.

Non ultimo problema per importanza, il meccanismo di controllo di un aggregato del credito patirebbe gli stessi inconvenienti appena discussi con riferimento a una domanda inelastica di M2 (e di M1). Così, ad es., se l'espansione del credito superasse l'obiettivo, ogni tentativo della Fed di contenerla (qualunque sia il mezzo) determinerebbe un aumento dei tassi d'interesse e di conseguenza una riduzione della spesa totale sul Pnl. La quantità di credito domandata quindi diminuirebbe, e il credito aggregato si porterebbe verso l'obiettivo. Come prima, però, questo processo di aggiustamento stravolgerebbe la politica monetaria (o creditizia). Invece di impiegare il credito aggregato per controllare il Pnl, si impiegherebbe quest'ultimo per controllare il credito aggregato.

Date tutte queste difficoltà, le prospettive di una politica monetaria che voglia controllare il Pnl mediante gli aggregati monetari e/o creditizi non sono allettanti. Che fare? È alle viste una ricomparsa del saggio di interesse, non tanto come obiettivo operativo per il controllo degli aggregati, quanto come obiettivo intermedio (di politica) per il controllo del Pnl. Stante il sostanziale accordo tra monetaristi e non monetaristi sul ruolo cruciale dei tassi di interesse e degli altri rendimenti nel meccanismo di trasmissione delle variazioni della quantità di moneta in variazioni del Pnl, questo impiego del tasso dell'interesse potrebbe suscitare meno proteste di quante se ne solleverebbero altrimenti.<sup>10</sup> Inoltre, gli studi sul vettore di autoregressione prima richiamati hanno mostrato che il tasso di interesse "spiega" meglio di aggregati sia monetari sia creditizi il comportamento del Pnl e dei prezzi in termini reali (cfr. Fackler, 1982).

DANIEL HAMBERG

#### BIBLIOGRAFIA

- AXILROD, STEPHEN H. e LINDSEY, DAVID E., "Federal Reserve System Implementation of Monetary Policy: Analytical Foundations of the New Approach," *American Economic Review*, maggio 1981, 71, 246-52.
- DAVIS, RICHARD G., "Implementing Open Market Policy with Monetary Aggregates Objectives," *Monetary Aggregates and Monetary Policy*, New York: Federal Reserve Bank of New York, 1974, 1-19.
- DAVIS, RICHARD G., "Broad Credit Measures as Targets for Monetary Policy," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, estate 1979, 4, 13-22.
- FACKLER, JAMES, "An Empirical Model of the Markets for Money, Credit and Output," *Federal Reserve Bank of New York*, dicembre 1982 (ciclostilato).
- FACKLER, JAMES, e SILVER, ANDREW, "Credit Aggregates as Policy Targets," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, inverno 1982-83, 7, 2-9.
- FRIEDMAN, BENJAMIN M., "Federal Reserve Policy, Interest Volatility, and the U.S. Capital-Raising Mechanism," NBER Working Paper N. 917, giugno 1982 (ciclostilato).

<sup>10</sup> Il 2 gennaio 1983 la Fed avrebbe detto, secondo un notiziario, che il suo Comitato per il Mercato Aperto aveva spostato l'obiettivo, almeno temporaneamente, dal controllo dell'offerta di moneta al controllo dei tassi d'interesse. Al momento in cui scrivo, nei resoconti dell'attività del FOMC che appaiono nel *Federal Reserve Bulletin*, non c'è nulla che confermi questa notizia. È tuttavia un fatto che dall'ottobre del 1982, quando la Fed annunciò che avrebbe temporaneamente abbandonato l'obiettivo M1 (vedi nota 4), i tassi d'interesse sono stati assai meno volatili nel loro andamento giornaliero e settimanale, come risulta immediatamente dal comportamento del tasso sui fondi federali e dei prezzi delle obbligazioni a lungo termine.

- FRIEDMAN, BENJAMIN M., "Monetary Policy with a Credit Aggregate Target," NBER Working Paper N. 980, settembre 1982 (ciclostilato).
- FRIEDMAN, MILTON, "The Quantity Theory of Money — A Restatement," in M. Friedman, ed., *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press, 1956, 3-21.
- HAFER, R.W., "Much Ado About M2," Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, ottobre 1982, 63, 13-18.
- HAMBERG, DANIEL, *The U.S. Monetary System*, Boston: Little, Brown, 1981.
- HOEHN, JAMES G., "Recent Interest Rate Behavior in Perspective: Some Descriptive Statistics," Federal Reserve Bank of Dallas Research Paper N. 8301, dicembre 1982 (ciclostilato).
- ISLAM, SHAFIQUL, "Monetary and Credit Aggregates and Economic Activity: Evidence from Germany, Japan, and the United States," Federal Reserve Bank of New York Research Paper N. 8203, gennaio 1982 (ciclostilato).
- MINSKY, HYMAN P., "Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism", *Journal of Economic Issues*, giugno 1980, Vol. XIV, N. 2, pp. 505-23.
- MINSKY, HYMAN P., "Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles", *The Business Cycle and Public Policy, 1929-80*, Joint Economic Committee, U.S. Government Printing Office, Washington 1980.
- STERNLIGHT, PETER D., "Monetary Policy and Open Market Operations in 1980," Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, estate 1981, 6, 56-75.
- VOLCKER, PAUL A., "Statement" to the Subcommittee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives, Federal Reserve *Bulletin*, luglio 1981, 68, 548-55.
- WENNINGER, JOHN, RADECKI, LAWRENCE e HAMMOND, ELIZABETH, "Recent Instability in the Demand for Money," Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, estate 1981, 6, 1-9.
- "Monetary Policy Report to Congress," Federal Reserve *Bulletin*, agosto 1982, 68, 443-52.
- "Record of Policy Actions of the Federal Open Market Committee," Federal Reserve *Bulletin*, febbraio 1982, 68, 105-10; e *ibid.*, settembre 1982, 68, 541-49.