

# Il ruolo degli aggregati creditizi come obiettivi intermedi o indicatori della politica monetaria \*

## 1. Introduzione

Nel corso degli anni '70, in numerosi paesi industriali la politica monetaria è stata orientata al controllo del tasso di crescita di aggregati monetari. Nello stesso periodo, innovazioni finanziarie e modifiche della normativa hanno portato ad un aumento del grado di concorrenza nel settore finanziario, riducendo il ruolo della "disponibilità del credito" (cioè del razionamento del credito) nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria.<sup>1</sup> Ciò nonostante, negli ultimi anni è stato ripetutamente sostenuto<sup>2</sup> che il *credito*, e non la *moneta*, gioca un ruolo essenziale nel trasmettere al sistema economico gli effetti della politica monetaria. Questa tesi è stata anche sostenuta in base ai risultati di analisi empiriche sulla stabilità relativa delle "velocità" della moneta e del credito.<sup>3</sup> Questi risultati sono stati confermati di recente da Goldsmith (1984) che ha studiato la stabilità relativa di alcuni rapporti fra attività e passività finanziarie e reddito nazionale. Goldsmith ha concluso che in numerosi paesi, Stati Uniti compresi, il rapporto fra il debito del settore domestico non-finanziario e il reddito nazionale è risultato nell'ultimo secolo (1875-1975) più stabile del rapporto moneta/reddito. Nel periodo 1965-1975, lo stesso risultato è conferma-

---

\* Questo lavoro è stato scritto mentre l'autore, in congedo dall'Università di Ancona, era "visiting scholar" presso il Board of Governors, Federal Reserve System (Washington). Si ringraziano Richard D. Porter e John F. Wilson per utili conversazioni. Naturalmente, le opinioni espresse non riflettono opinioni del Board o di membri del suo *staff*, ma impegnano solo la responsabilità dell'autore.

<sup>1</sup> In alcuni paesi questa modifica del meccanismo di trasmissione della politica monetaria si è accompagnata negli ultimi anni al passaggio da controlli diretti a strumenti di mercato nella realizzazione della politica monetaria.

<sup>2</sup> Per un'ampia rassegna di questo approccio analitico, vedi LAVOIE (1984). Vedi anche BLINDER (1983) e BLINDER-STIGLITZ (1983).

<sup>3</sup> Vedi FRIEDMAN (1981).

to per almeno 8 dei 18 paesi considerati, Goldsmith (1984, pp. 304-305) conclude perciò che in quei paesi il rapporto debito/reddito sarebbe risultato una «attendibile guida per la politica monetaria», più significativo a tal fine del rapporto moneta/reddito.

Si può osservare che la definizione di Goldsmith è opportunamente generica: sostenere che un aggregato creditizio è una «guida» attendibile per la politica monetaria significa non affrontare il problema se tale aggregato debba essere considerato un *obiettivo intermedio* (cioè una variabile che si vuole tenere sotto controllo) o più semplicemente un *indicatore* (cioè una variabile il cui andamento è valutato per misurare gli effetti della politica monetaria). In realtà, l'aspetto più controverso del recente dibattito sul ruolo degli aggregati monetari e creditizi è proprio la scelta fra la loro funzione come obiettivi intermedi o come indicatori per l'azione delle autorità monetarie.

Scopo di questa nota è di valutare i risultati di quel dibattito alla luce della recente esperienza degli Stati Uniti. Anzitutto, si riesamina in modo sintetico l'evidenza empirica proposta a sostegno dell'asserita stabilità del rapporto debito/reddito, notando le principali controindicazioni che sono state avanzate nelle discussioni sul possibile ruolo di quell'aggregato creditizio come obiettivo intermedio della politica monetaria. La sezione successiva considera i problemi teorici e di politica economica che le autorità monetarie devono affrontare per decidere se un aggregato creditizio possa (debba) essere adottato come indicatore od obiettivo intermedio. Risulterà evidente che la scelta dipende in ultima istanza da due condizioni: l'esistenza di un definito meccanismo di trasmissione degli effetti dell'aggregato prescelto; l'effettiva controllabilità di quell'aggregato da parte della banca centrale. La principale conclusione è che nella recente esperienza degli Stati Uniti — come già nella precedente esperienza italiana — l'andamento di un ampio aggregato creditizio fornisce informazioni sull'andamento dell'economia che non sono già contenute negli aggregati monetari. Ciò giustifica quindi il ruolo di indicatore di questo ampio aggregato creditizio: è opportuno che le autorità monetarie ne seguano l'andamento e ne tengano conto per misurare gli effetti della loro politica. Non è invece confermato che un aggregato creditizio, ampio come quello qui considerato, debba essere il principale obiettivo intermedio della banca centrale.

## 2. La stabilità del rapporto debito/reddito

In numerosi studi econometrici Benjamin Friedman ha sostenuto il ruolo di un ampio aggregato creditizio (con più precisione, il «debito totale del settore domestico non-finanziario»<sup>4</sup>), a lato o in sostituzione dei tradizionali aggregati monetari usati come obiettivi intermedi dalle autorità monetarie. Numerosi *tests* statistici sono stati utilizzati per confrontare le relazioni con il reddito di aggregati creditizi e monetari, raggiungendo in ciascun caso la conclusione che l'aggregato creditizio prescelto presentava una relazione più significativa con l'andamento dell'attività economica rispetto a ciascuno degli alternativi aggregati monetari. Da questi risultati, Friedman ricavò quindi la proposta di utilizzare il credito come un addizionale obiettivo intermedio della politica monetaria sostenendo che «un aggregato creditizio, che riflette le condizioni delle passività dell'economia, fornisce un'informazione complementare a quella relativa a lato delle attività contenute negli aggregati monetari, e perciò amplia in modo significativo la base informativa da cui originano quei segnali che si presume siano importanti per la politica monetaria».<sup>5</sup>

I risultati empirici e la proposta di Friedman hanno dato origine a un intenso dibattito, che ha presentato punti di vista contrastanti sia sulla validità delle relazioni statistiche sia sulle implicazioni di politica monetaria. In effetti, da un punto di vista empirico, la stretta correlazione esistente fra l'andamento del reddito e la contemporanea crescita del debito totale negli Stati Uniti, in questo dopoguerra (vedi Figura 1), era già stata osservata vent'anni prima da Robinson.<sup>6</sup> Ma solo la Federal Reserve di Boston ha accettato la conclusione che quell'aggregato

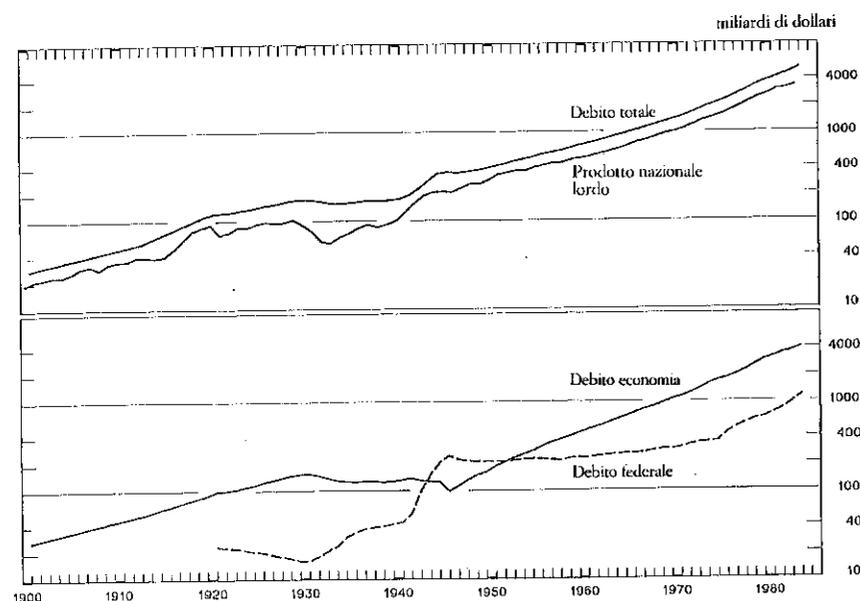
<sup>4</sup> Il «debito totale del settore domestico non-finanziario» è la somma dell'indebitamento del governo federale, statale, e locale, e del settore privato (sono escluse le passività, cioè la raccolta di fondi, degli intermediari finanziari, le cui attività sono già implicitamente incluse in quanto corrispondono ad indebitamento del settore pubblico o del settore privato). La fonte dei dati è la tavola del flusso dei fondi del Federal Reserve Board. Nell'uso americano, per «credit markets» si intendono sia i mercati dei prestiti da banche ed altre istituzioni creditizie, sia i mercati dove sono negoziati titoli di credito (obbligazioni, «commercial paper», titoli del Tesoro, accettazioni bancarie). Ciò spiega perché credito e debito totale siano usati come sinonimi.

<sup>5</sup> Vedi FRIEDMAN (1983a, p. 31). In sintesi l'argomento proposto era il seguente: usare due obiettivi intermedi è meglio che usarne uno solo.

<sup>6</sup> Vedi ROBINSON (1959, ripubblicato in 1961). In effetti, Robinson avendo notato la stabilità del rapporto debito/reddito nel periodo 1916-1957, definisce un tasso di crescita (del debito) «garantito» che deve essere ottenuto nel successivo periodo perché sia conseguito un tasso di crescita sostenibile del reddito. È evidente l'analogia con i modelli di crescita Harrod-Domar sviluppati negli anni '50.

DEBITO E REDDITO NAZIONALE  
(consistenze debito a fine anno)

FIGURA 1



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1984 Historical Chart Book, Washington 1984.

creditizio fosse quindi un utile candidato come obiettivo intermedio della politica monetaria. Due ragioni sono state avanzate per tale scelta:<sup>7</sup>

- 1) «aggregati più ampi sono soggetti a minori disturbi statistici di un aggregato monetario ristretto come M1»;
- 2) «un'ondata di innovazioni finanziarie rende sempre più difficile misurare la quantità di moneta».

Dunque, mentre il ruolo di un aggregato creditizio era stato inizialmente sostenuto in base alla sua passata stretta correlazione con l'andamento del reddito nazionale, la sua superiorità rispetto agli aggregati monetari veniva ora fatta dipendere dal fatto che negli anni più recenti l'innovazione e la de-regolamentazione finanziaria avevano eroso le tradizionali differenze fra la moneta e le altre attività liquide. Era perciò diventato sempre più difficile misurare (e quindi controllare) l'offerta di moneta.

<sup>7</sup> Vedi MORRIS (1983, pp. 5 e 7) e KOPKE (1983).

I meriti di questo nuovo obiettivo intermedio della politica monetaria sono stati ulteriormente approfonditi in numerosi studi pubblicati negli ultimi anni. Ne sono emerse le seguenti principali critiche:

1) i metodi statistici utilizzati da Friedman sono privi di fondamenti teorici. Mentre per gli aggregati monetari esiste una teoria consolidata che ne spiega la relazione con il reddito, una teoria equivalente (un modello "strutturale") non è stata fornita per il debito totale (Porter e Offenbacher 1983);

2) correlazioni relative al passato sono particolarmente sospette se si riferiscono a differenti "regimi" di politica monetaria. «Trovare un rapporto credito/reddito costante per un periodo nel quale la *Federal Reserve* non controllava il credito non significa che quel rapporto resterà costante qualora il credito diventasse l'aggregato sottoposto a controllo» (Blinder 1984, p. 269);<sup>8</sup>

3) anche accettando che la stabilità del rapporto credito/reddito fosse confermata,<sup>9</sup> si osservava che «l'andamento del credito totale è quasi completamente dipendente da quello del reddito. È alla fine di un continuo di aggregati dalla base monetaria verso gli aggregati più ampi, per i quali man mano che si procede sembra che il reddito sia sempre più importante nello spiegarne la domanda e i tassi di interesse lo siano sempre meno. E per di più, è man mano minore la capacità della banca centrale di controllare aggregati via via più ampi. Il credito, come i più ampi aggregati monetari, sembra essere più effetto che causa» (Axilrod 1982, pp. 11-12);

4) infine, si è sostenuto che la *Federal Reserve* non dovrebbe controllare il debito totale perché «ampi aggregati creditizi non sono direttamente controllabili con i principali strumenti della politica monetaria più di quanto non lo sia lo stesso reddito nazionale. In effetti, possono essere considerati come una qualche imperfetta "proxy"»

<sup>8</sup> Quest'argomento è noto in generale come "legge di Goodhart" o come "critica di Lucas". Era già stato avanzato da TOBIN (1980, p. 323): «Cercare la variabile che è più correlata al reddito e poi utilizzarla per controllare il reddito è probabilmente il modo più sicuro per far sì che non sia più la variabile più correlata al reddito».

<sup>9</sup> Ciò è stato però contestato sostenendo la possibilità che vi siano spostamenti dei portafogli verso titoli di debito a spese della moneta o di attività reali (MAYER 1982, p. 124), e la possibilità che vi siano sostituzioni fra indebitamento ed emissione di azioni nel finanziare l'accumulazione di capitale (KOPKE 1983, p. 15). D'altra parte, anche i risultati empirici di Friedman sono stati contestati: da PORTER e OFFENBACHER (1983) che mostrano che quei risultati sono molto sensibili a modeste variazioni delle tecniche statistiche utilizzate, e da DAVIDSON e HAFER (1983) che trovano solo per M1 una causalità unidirezionale nei confronti del reddito reale, mentre risulta che il reddito reale ha una priorità causale rispetto all'aggregato debito totale.

per la domanda aggregata nominale». Pertanto, la *Federal Reserve* non dovrebbe esprimere obiettivi intermedi per ampi aggregati creditizi, come è inopportuno che fissi un obiettivo esplicito per il reddito nazionale (Solomon 1984, pp. 3-5).

Questo essendo lo stato del dibattito, non sorprende che la *Federal Reserve* abbia alla fine (nel febbraio 1983) adottato un "campo" di valori per la crescita del debito totale, assieme ai valori definiti per gli obiettivi intermedi in termini di aggregati monetari. Ma lo ha fatto con estrema cautela, come si può ricavare dalla seguente dichiarazione del Presidente Volcker: «Mentre il "range" per il credito durante questo periodo sperimentale non ha lo *status* di un obiettivo intermedio, il Comitato Federale per le operazioni di mercato aperto (FOMC) intende seguire con attenzione l'andamento del credito in quanto può servire a valutare la appropriata reazione all'andamento degli altri aggregati (monetari)» (Volcker 1983, p. 174). Questi concetti sono ulteriormente sviluppati nella Relazione Annuale della *Federal Reserve* per il 1983, dove si afferma (p. 42) che «l'espansione del debito, pur non essendo direttamente controllata come obiettivo intermedio, sarà valutata per misurare il comportamento degli aggregati monetari e l'impatto della politica monetaria». Tuttavia, in un'appendice della stessa Relazione (p. 45) la rilevanza di questo aggregato creditizio è sostenuta con maggior enfasi, osservando che numerosi *tests* statistici erano stati usati per confrontare la stabilità e la prevedibilità di relazioni fra aggregati creditizi alternativi e il reddito nazionale e altre variabili economiche, e che «il debito totale dei settori domestici non-finanziari presenta risultati pari o migliori di quelli delle altre variabili considerate». La allegata tabella 1 era stata inclusa in detta appendice per mostrare quanto stabile fosse stato il rapporto debito/reddito nel periodo 1960-1982.

Il compromesso così raggiunto — c'è un "range" per il debito, a fini di valutazione, accanto a un "range" per gli aggregati monetari utilizzati come obiettivi intermedi — sta ad indicare che una parte almeno dell'iniziale proposta di Friedman è stata accolta: gli aggregati creditizi forniscono un'informazione ulteriore rispetto a quella contenuta negli aggregati monetari, e le autorità monetarie ne devono tener conto. Ma qual è di preciso questa informazione supplementare contenuta negli aggregati creditizi? In quanto segue, si discutono le basi teoriche di una relazione fra aggregati creditizi ed attività economica e se ne ricavano alcune conclusioni applicabili alla recente esperienza degli Stati Uniti. L'ampio aggregato creditizio utilizzato come indicatore per la politica monetaria negli Stati Uniti a partire dal 1983 è simile

TABELLA 1

COMPORTAMENTO DEL DEBITO DEL  
SETTORE DOMESTICO NON-FINANZIARIO

(Variazioni %, 4° trimestre su 4° trimestre)

Anno	Variazione del debito	Variazione del rapporto debito/GNP
1960	5,2	3,1
1961	5,7	-1,6
1962	6,7	0,9
1963	6,9	0,3
1964	7,2	1,2
1965	7,2	-3,0
1966	6,9	-1,1
1967	6,8	0,5
1968	8,4	-0,9
1969	7,1	0,3
1970	6,9	1,9
1971	9,3	-0,3
1972	10,0	-1,4
1973	11,3	-0,2
1974	9,3	2,1
1975	8,9	-1,0
1976	10,7	1,3
1977	12,3	0,1
1978	12,9	-1,6
1979	12,3	2,4
1980	9,9	0,4
1981	10,1	0,4
1982	9,1	5,7
Variazione media annua	8,7	0,4

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report* 1983, Washington 1984, p. 45.

all'aggregato ("credito totale interno") che era stato adottato in Italia a partire dal 1974, e ne presenta gli stessi limiti se utilizzato come obiettivo intermedio della politica monetaria. In particolare, non si può definire un unico meccanismo di trasmissione che identifichi i suoi effetti sull'attività economica. E il suo ruolo è più significativo per individuare le tendenze di medio periodo dell'economia che non gli andamenti di breve periodo rilevanti per la condotta della politica monetaria.

### 3. Il ruolo degli aggregati creditizi

Nel suo primo lavoro in argomento, Friedman (1981) espone tre spiegazioni alternative della stabilità del rapporto debito/reddito e della componente che esiste all'interno di quell'aggregato fra la sua composizione pubblica e quella privata. La prima ipotesi (chiamata "ultrarazionalità") assume che il settore privato consideri il debito pubblico equivalente al proprio debito. Individui "ultrarazionali" sono in grado di "guardare al di là" del Governo e delle imprese: se questi due settori si indebitano è come se gli individui stessi si indebitassero. Perciò, assumendo che esista un rapporto desiderato fra il totale delle loro passività e il reddito, gli individui aumenteranno i loro debiti se il Governo riduce i suoi e viceversa. È anche evidente che questa ipotesi implica uno "spiazzamento" realizzato *ex ante* (cioè l'inefficacia della politica fiscale nell'influenzare il reddito), per la perfetta sostituibilità che esiste nei portafogli del settore privato fra titoli del debito pubblico e del debito privato. Si assume altresì che non vi siano vincoli nel mercato del credito: il settore privato non solo desidera, ma è anche sempre in grado di sostituire il suo debito al debito del Governo. La seconda ipotesi (chiamata "capital leveraging", per la ragione di seguito chiarita) assume, al contrario, che i vincoli sul mercato del credito siano stringenti. Al settore privato è tendenzialmente negato credito, se non ha garanzie reali da offrire. Perciò, può sostituire sue passività al debito pubblico solo nella misura in cui accumula attività reali che servano da garanzia per il proprio indebitamento. Un calo relativo del debito pubblico si accompagna pertanto ad un aumento dell'accumulazione privata di attività reali (e viceversa: in questo caso la politica fiscale ha un effetto sul reddito) insieme ad un corrispondente aumento delle passività finanziarie private. In questo caso, si assume che esista un rapporto desiderato fra ricchezza netta e reddito. Infine, la terza ipotesi (chiamata "domanda di attività") assume che esista una domanda stabile per le attività finanziarie totali, in funzione del reddito ma non dei tassi di interesse. L'offerta di passività finanziarie private sarà quindi determinata dalla condizione di equilibrio del mercato finanziario, data l'offerta di passività finanziarie del settore pubblico. A parità di reddito — e quindi di domanda di attività finanziarie totali — debito privato e debito pubblico si muoveranno sempre in direzione opposta ed equivalente.

Presentate queste tre spiegazioni alternative, Friedman mostra come da una semplice analisi dei dati relativi agli Stati Uniti in questo

dopoguerra nessuna delle tre risulti confermata. Tuttavia, *tests* statistici applicati alle serie relative risultano favorevoli alla seconda ipotesi, quella che si basa sull'importanza di vincoli alla possibilità di indebitamento del settore privato sui mercati del credito. E in effetti è questa l'ipotesi che Friedman ha mantenuto in tutti i suoi successivi lavori, come in uno studio del 1983 (1983b, p. 175), dove sostiene che «la capacità di spesa degli individui è vincolata dalla loro capacità di indebitamento». Questo riferimento alla «capacità di indebitarsi» sembra confermare che la teoria sottostante è quella della disponibilità di credito e dei vincoli nel mercato del credito. In effetti, la distinzione più chiara fra *moneta* e *credito* si ottiene se si accetta il punto di vista — di recente sostenuto da Blinder (1983) e Blinder-Stiglitz (1983) — che i mercati del credito non sono equilibrati dai tassi di interesse, ma presentano un sistematico grado di razionamento. Il razionamento del credito non è solo un fenomeno temporaneo di squilibrio (dovuto all'inerzia con la quale i tassi di interesse si aggiustano), ma si presenta come un fenomeno di equilibrio dovuto alla segmentazione dei mercati del credito in «mercati per gruppi di clienti» (i diversi debitori non essendo fra loro perfettamente sostituibili), a causa delle imperfezioni del sistema di informazione che caratterizza questi mercati. Ciò porta alla conclusione che la politica monetaria non influenza l'attività economica attraverso variazioni dei tassi di interesse, ma attraverso la disponibilità di credito. In effetti, Blinder (1983, p. 31) nota che nel suo modello,<sup>10</sup> «la moneta non gioca un ruolo essenziale. La politica della banca centrale influenza l'economia attraverso i suoi effetti sull'offerta di credito, ... la correlazione empirica fra moneta e reddito nominale è molto forte in questo modello, ma non ha significato causale». E Blinder-Stiglitz (1983) sostengono che la loro teoria dei fondi prestabili — che sottolinea il ruolo della disponibilità di credito — porta alla conclusione che la connessione fra credito e attività economica è più attendibile di quella alternativa fra moneta e attività economica.

L'importanza del credito, e in connessione l'affermazione che una politica monetaria basata sul controllo della moneta è inefficace o destabilizzante, è stata parte essenziale dell'economia "keynesiana" su ambedue le sponde dell'Atlantico (come risulta dalle analisi di Nicholas Kaldor, Victoria Chick, Paul Davidson, Hyman Minsky).<sup>11</sup> In tale

<sup>10</sup> Si nota, tuttavia, che questo modello si applica principalmente alle imprese di minor dimensione o ad un'economia che non ha un mercato dei capitali sviluppato.

<sup>11</sup> Per una recente rassegna di questa letteratura, vedi LAVOIE (1984).

schema analitico si assume che il processo produttivo dipenda dal credito, mentre lo *stock* di moneta è un residuo, e come tale non può avere significato causale. Né la banca centrale può controllare (rendere "esogeno") lo *stock* di moneta, perché politiche restrittive sono possibili ma destabilizzano i mercati finanziari, mentre il tentativo di espandere la quantità di moneta può sempre essere neutralizzato dai privati se questi rimborsano i prestiti prima ricevuti dalle banche.<sup>12</sup> In questo schema analitico — come nel modello di Wicksell di una "economia creditizia" — le autorità monetarie possono influenzare l'attività economica solo attraverso i tassi di interesse.

Supponiamo che lo schema analitico brevemente descritto sia in effetti significativo. Possiamo derivarne la conclusione che gli aggregati creditizi sono i rilevanti *obiettivi intermedi* della politica monetaria? In proposito vanno considerate quattro obiezioni. In primo luogo, se ciò che conta è la "disponibilità di credito", nel senso che le possibilità di spesa dei soggetti economici sono vincolate dalla loro capacità di indebitarsi, è chiaro che vi sarà una connessione diretta fra credito e spesa. Ma poiché le statistiche si riferiscono al credito erogato, non consentono di distinguere se la crescita del credito sia il risultato o la causa di variazioni dell'attività economica. Da un punto di vista teorico, se il vincolo rilevante è la disponibilità di credito, occorrerebbe collegare le decisioni di spesa al credito "disponibile" e non a quello già ricevuto. Linee di credito non ancora utilizzate sono parte del credito disponibile e dovrebbero essere quindi incluse negli aggregati creditizi che si assume influenzino l'attività economica. In secondo luogo — come Lavoie (1984, p. 794) menziona in una nota — non tutto il credito viene erogato in diretta connessione con il processo produttivo. In altre parole, non è vero che tutto il credito erogato (o disponibile) sia legato a decisioni di spesa nel mercato dei beni e dei fattori produttivi. Vi sono anche casi in cui il credito finanzia l'accumulazione di attività finanziarie, e in effetti molti soggetti economici accumulano attività finanziarie da un lato e prendono a prestito dall'altro. Una connessione diretta e stabile fra disponibilità di credito e attività economica presuppone che i soggetti economici siano strettamente limitati nella loro capacità di accumulare attività finanziarie, cosa che non è certo confermata dalla esperienza recente.

<sup>12</sup> Queste conclusioni dipendono in parte da due recenti sviluppi del sistema bancario: il diffondersi di linee di credito accordato (che rendono poi l'effettiva crescita del credito più determinata dal lato della domanda, nel breve periodo) e la pratica delle banche di acquisire sul mercato i fondi con i quali finanziare il credito concesso.

Il terzo aspetto, che di nuovo riguarda la recente esperienza, è prevalentemente empirico: quanto importante è in realtà la disponibilità di credito, cioè il razionamento diretto (e non *via* tassi di interesse) del credito? Si noterà che il FOMC nell'adottare, nel 1983, valori di controllo per quell'aggregato creditizio non ha mai fatto riferimento all'importanza del razionamento del credito. Al contrario, negli ultimi anni la *Federal Reserve*<sup>13</sup> ha ripetutamente sostenuto che l'innovazione finanziaria e i mutamenti nella normativa hanno ridimensionato l'importanza del razionamento del credito accentuando il ruolo dei tassi d'interesse nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. La de-regolamentazione dei vincoli ai tassi d'interesse pagabili sui depositi bancari, l'eliminazione dei vincoli ai tassi attivi delle banche, e l'aumentato grado di concorrenza nel sistema finanziario hanno ridotto la possibilità di razionamento diretto del credito, ampliando gli effetti di variazioni dei tassi di interesse. D'altra parte, come osservava Kareken (1984), quando i vincoli alla disponibilità di credito diventano stringenti, il sistema finanziario in seguito si modifica ad evitare che ciò si ripeta.

Infine, anche assumendo che il razionamento "di equilibrio" sia ancora una caratteristica rilevante per alcuni mercati del credito, è possibile applicare questa spiegazione teorica ad un aggregato creditizio così ampio da includere l'intero debito pubblico assieme all'intero indebitamento del settore privato? L'aggregato inizialmente proposto da Friedman e in seguito adottato dal FOMC è in effetti il debito totale sia del settore pubblico sia del settore privato (dal finanziamento di quest'ultimo sono escluse solo le azioni). Al 31 dicembre 1983, il debito pubblico (includendo sia il Governo federale sia gli Stati e gli enti locali) rappresentava il 30% del debito totale (consistenza). D'altra parte, la somma dei titoli emessi dal settore pubblico e dei titoli emessi dal settore privato raggiungeva il 41% del debito totale. E tenendo conto del fatto che vi sono molte grandi imprese alle quali ben raramente le banche negheranno credito, si può dire che meno della metà del debito totale costituisce un'attività di intermediari finanziari alla quale si potrebbe applicare la teoria del razionamento del credito.

In conclusione, non è possibile definire un unico meccanismo di trasmissione applicabile ad un aggregato creditizio così ampio. Le sue principali componenti trasmettono (o riflettono) impulsi diversi alle decisioni di spesa. *Effetti "disponibilità"* sui settori che si indebitano

<sup>13</sup> Vedi GRAMLEY (1982) e SIMPSON-PARKINSON (1984).

possono essere significativi (in tal caso però, la crescita del credito erogato rifletterà l'andamento dell'economia), ma non si applicheranno al debito pubblico. D'altra parte, se teniamo conto della corrispondenza che esiste fra attività e passività finanziarie (il debito di un settore essendo attività finanziaria di un altro settore), quell'aggregato creditizio può essere interpretato come l'offerta di attività finanziarie. La connessione fra debito ed attività economica può essere quindi interpretata come manifestazione di *effetti "ricchezza"* sulle decisioni di spesa, se si assume che i risparmiatori non saranno disponibili ad aumentare continuamente il loro portafoglio di attività finanziarie rispetto al loro reddito, ma in alternativa consumeranno di più o acquisteranno attività reali. Un aggregato creditizio ampio, che riassume diversi meccanismi di trasmissione, può ancora essere un significativo *indicatore* degli effetti della politica monetaria, ma è dubbio che possa essere il più rilevante *obiettivo intermedio* della politica monetaria. È anche improbabile che la banca centrale riesca ad esercitare un controllo accurato (per lo meno nel breve periodo) su un aggregato creditizio che nella recente esperienza degli Stati Uniti — come già nella precedente esperienza dell'Italia<sup>14</sup> — è stato sempre più influenzato dalla politica di bilancio. Come si è già osservato, il debito totale è la somma del debito pubblico e dell'intero indebitamento (azioni escluse) del settore privato. Per riuscire a controllare con precisione questo aggregato, la politica monetaria dovrebbe poter far variare i flussi di finanziamento al settore privato a compensare esattamente ogni indesiderata variazione del debito pubblico. Poiché il credito al settore privato reagisce a variazioni dei tassi di interesse, gli strumenti della politica monetaria possono in teoria garantire quel controllo, almeno nel lungo periodo. In una economia aperta con un elevato grado di mobilità dei capitali, l'aumento dei tassi di interesse necessario a compensare una "eccessiva" crescita del debito pubblico può però portare ad un afflusso di capitali. Vi si associerà quindi un apprezzamento del cambio che prima o poi, insieme all'aumento dei tassi d'interesse, restringerà la domanda di credito del settore privato. Se tutto ciò è vero, ne risulta che il controllo di quell'ampio aggregato creditizio è garantito solo se le autorità monetarie, rispettando un *obiettivo intermedio* definito per un aggregato monetario il cui valore

<sup>14</sup> L'esperienza italiana con obiettivi riferiti ad aggregati creditizi è esaminata in VACIAGO (1985). L'aggregato creditizio adottato nel 1983 negli Stati Uniti è simile all'aggregato adottato in Italia dal 1974, cioè il "credito totale interno", che, rispetto alla definizione usata negli Stati Uniti, esclude solo le passività finanziarie sull'estero delle imprese.

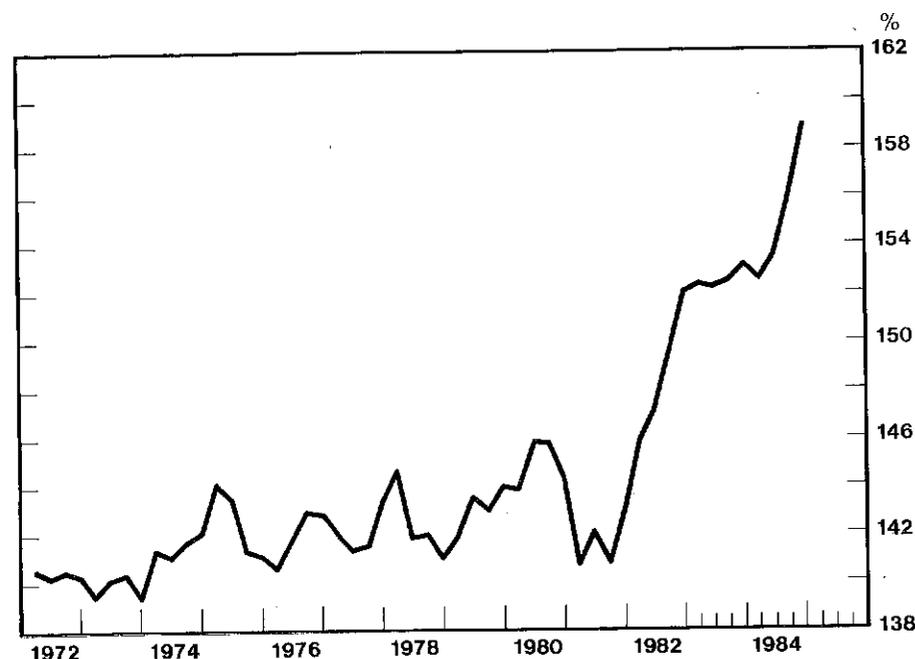
è stato fissato indipendentemente dalla politica fiscale, fanno sì che i tassi d'interesse e il tasso di cambio salgano in risposta a un'espansione del deficit pubblico maggiore del previsto, non finanziata con moneta. Più in generale, si può osservare che gli effetti ("disponibilità" e "ricchezza") riassunti nell'aggregato creditizio possono essere considerati nel definire gli obiettivi intermedi applicabili agli aggregati monetari; e le autorità monetarie nell'esaminare l'andamento del debito totale possono valutare gli effetti (diretti, e tramite le scelte di portafoglio) che il mantenimento degli aggregati monetari in linea con i valori predeterminati sta determinando sull'economia.

Questa interpretazione del ruolo di ampi aggregati creditizi è confermata dalla recente esperienza degli Stati Uniti? In proposito, l'analisi dei rilevanti dati empirici porta ad una risposta positiva, seppure siano necessarie alcune qualificazioni. Anzitutto, nel periodo 1982-1984 la crescita del debito totale è stata molto più rapida della crescita del reddito nominale. Il rapporto debito/reddito è quindi cresciuto ad un valore ben superiore a quello prevalente in questo dopoguerra: era 140 a fine 1981 ed è salito al valore *record* di quasi 160 a fine 1984 (vedi Figura 2). La crescita di questo aggregato creditizio ha riflesso l'effetto *netto* di un contrasto senza precedenti fra una politica fiscale espansionistica ed una politica monetaria non-accomodante. In effetti, l'intensità della crescita del debito totale ha riflesso un moderato "spiazzamento" dell'indebitamento privato in risposta a crescenti tassi di interesse reali e ad un apprezzamento del cambio. Ma la rapida crescita di quell'aggregato creditizio si è riflessa in un drastico peggioramento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, il debito pubblico crescendo più rapidamente del credito al settore privato e l'indebitamento nei confronti dell'estero aumentando più dei finanziamenti ottenuti sui mercati finanziari interni.

Se si esamina l'intero triennio 1982-1984, e lo si confronta con il periodo precedente, si osserva dunque una realtà che assomiglia molto alla passata esperienza italiana: un più alto rapporto debito/reddito è in parte compensato da più elevati tassi d'interesse reali e in parte da un crescente deficit corrente con l'estero. E si potrebbe quindi sostenere che solo il ritorno a più bassi rapporti debito/reddito consentirà una permanente riduzione dei tassi d'interesse reali e del deficit con l'estero. Nel breve periodo, tuttavia, la connessione fra andamento del debito, degli aggregati monetari, e del reddito nominale è più complessa di quanto risulti dal confronto di tendenze di medio periodo. La crescita del debito totale è proseguita a tassi crescenti da metà 1982 a fine 1984,

FIGURA 2

RAPPORTO DEBITO/REDDITO  
(1972.1-1984.4)

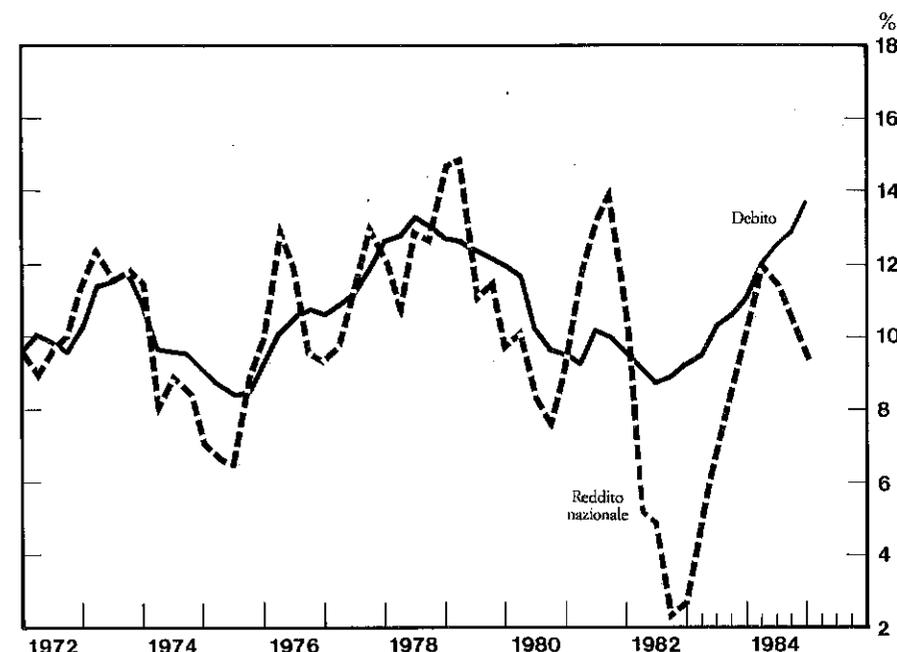


Fonte: Federal Reserve Annual Statistical Digest e Statistical Releases.

mentre sia gli aggregati monetari sia il reddito nominale hanno rallentato la loro crescita nella seconda metà del 1984 (vedi Figura 3). E mentre nel 1983 la crescita del debito era risultata compresa (seppure sempre nella parte più alta) nel "range" predeterminato dalle autorità monetarie, nel 1984 questo aggregato è rimasto sistematicamente al di sopra dei valori prefissati (vedi Figura 4). Si potrebbe quindi sostenere (seppure non ve ne sia esplicita conferma nei verbali delle riunioni del FOMC) che nella primavera del 1984 la politica monetaria era stata resa più stringente — nonostante che l'aggregato monetario M1 prescelto come obiettivo intermedio non avesse ecceduto il valore prefissato — in risposta all'evidente sconfinamento verso l'alto dell'aggregato creditizio. In effetti, un'aumentata pressione sulle riserve bancarie e crescenti tassi d'interesse — fino all'estate del 1984 — portarono ad una decelerazione degli aggregati monetari e della crescita del reddito nominale, e quindi a un allentamento della politica monetaria nella seconda parte dell'anno. Di nuovo, si potrebbe sostenere che in presenza di una continua

FIGURA 3

CRESCITA DEL DEBITO E DEL REDDITO NAZIONALE  
(variazioni sul trimestre dell'anno precedente; 1972.1-1984.4)

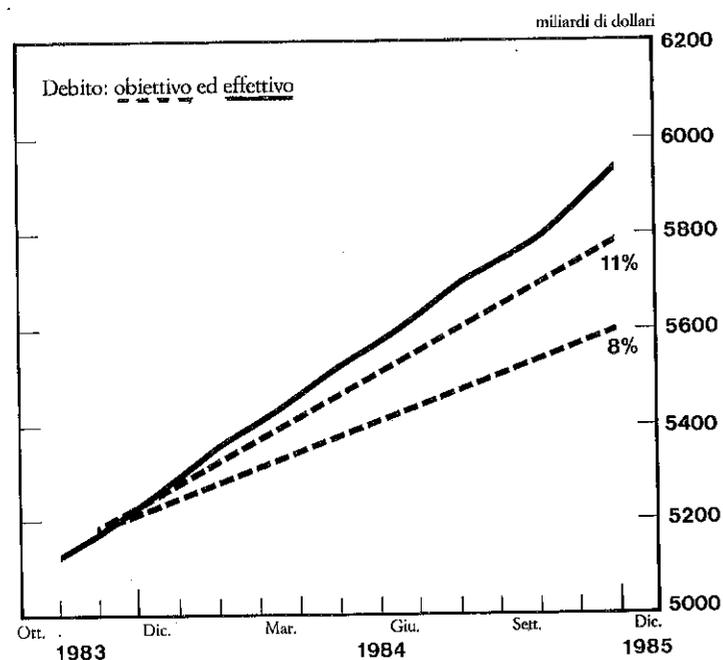
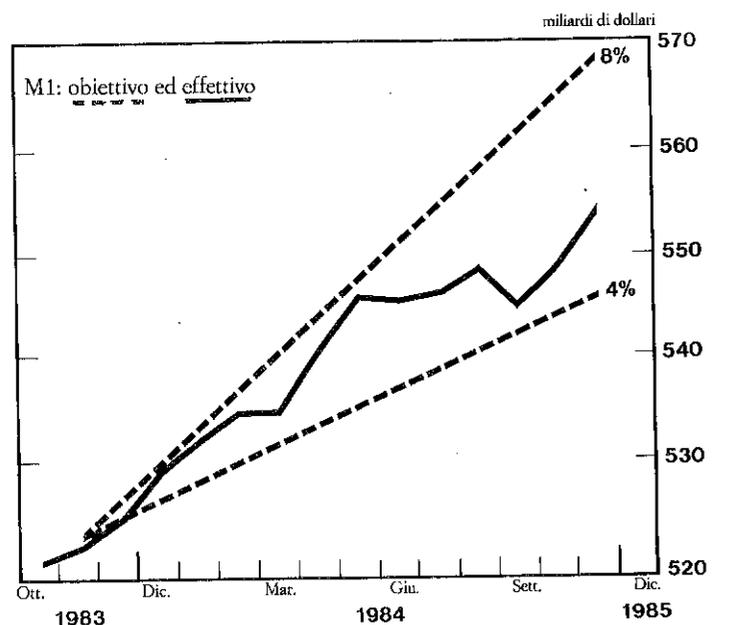


Fonte: Federal Reserve Annual Statistical Digest e Statistical Releases.

“eccessiva” crescita dell'aggregato creditizio, le autorità allentarono la pressione monetaria meno di quanto avrebbero fatto altrimenti. Una simile strategia (che corrisponderebbe a una interpretazione di breve periodo del ruolo di *indicatore* di quell'aggregato creditizio) potrebbe tuttavia produrre risultati contrari a quelli desiderati, almeno nel periodo breve: una riduzione della crescita del reddito — data la tendenza crescente del debito — porta ad un ulteriore aumento del rapporto debito/reddito e quindi dà origine a ulteriori successivi problemi. È dunque più ragionevole assumere sia la tendenza di medio periodo della crescita del debito (e dell'aumento del suo rapporto al reddito) che preoccupa le autorità monetarie e che vincola l'impostazione di base della loro politica. In tal caso, non si reagirà con riduzioni di breve periodo della crescita degli aggregati monetari a sconfinamenti verso l'alto della crescita del debito, anche perché temporanee variazioni del grado di restrizione monetaria avrebbero quasi nessun effetto sulla crescita del debito. Una rapida crescita del debito, tuttavia,

FIGURA 4

CRESCITA DELLA MONETA E DEL DEBITO NEL 1984



Fonte: Federal Reserve Statistical Releases.

starebbe ad indicare che l'effetto *netto* della combinazione di politica monetaria e fiscale perseguita continua ad essere espansivo nel determinare le tendenze dell'attività economica, e di ciò si terrebbe conto nel definire i valori attribuiti agli obiettivi intermedi della politica monetaria.

#### 4. Conclusioni

I seguenti punti meritano di essere sottolineati. Per un aggregato creditizio che è così ampio<sup>15</sup> da comprendere l'intero indebitamento del settore pubblico e del settore privato — sia esso realizzato nei mercati interni o all'estero, sia esso a breve o a lungo termine, e ancora sia esso realizzato nei mercati finanziari-monetari o come controparte di credito erogato da intermediari — non è possibile definire un unico meccanismo di trasmissione. La mancanza di un preciso (singolo e stabile) meccanismo di trasmissione e il limitato grado di controllo che (almeno nel breve periodo) le autorità monetarie possono esercitare nei confronti di questo ampio aggregato creditizio inducono ad escludere che possa essere scelto come il principale *obiettivo* intermedio della politica monetaria.<sup>16</sup> Tuttavia, si può assumere — e ciò è confermato dalla recente esperienza — che la tendenza di questo aggregato, che misura l'effetto *netto* sull'attività economica della combinazione di politiche monetarie e fiscali, fornisca un'utile informazione sulla futura evoluzione dell'economia, e che possa quindi essere utilizzata per valutare la correttezza dei valori attribuiti agli obiettivi intermedi definiti per gli aggregati monetari. Ciò vale, a maggior ragione, se innovazione e de-regolamentazione finanziaria continuano ad alterare *ex-post* la velocità degli aggregati monetari. Occorre però precisare che l'informazione fornita dall'andamento di un ampio aggregato creditizio non appare particolarmente utile per valutare gli obiettivi monetari di più breve periodo, in quanto l'andamento di un simile aggregato creditizio ha

<sup>15</sup> Naturalmente, "ampio" fa riferimento al significato economico di questo aggregato e non semplicemente al fatto che lo *stock* del debito è 10 volte più grande dello *stock* di M1.

<sup>16</sup> In effetti, nelle sue più recenti ricerche su questi temi, FRIEDMAN (1984a, 1984b) nega che vi siano immutabili regolarità quantitative negli aspetti ciclici delle variabili monetarie e finanziarie negli Stati Uniti e solleva nuovi dubbi sull'utilità di designare particolari variabili finanziarie come obiettivi intermedi della politica monetaria.

un'impatto sull'economia che è più significativo nel medio-lungo periodo. In effetti, mentre per l'intero triennio 1982-1984 l'eccezionale crescita del rapporto debito/reddito è chiaramente associata con livelli *record* sia dei tassi di interesse reali sia del deficit corrente della bilancia dei pagamenti, nel breve periodo (cioè guardando alle variazioni da un trimestre all'altro) tale correlazione non è dimostrata. Nel corso del 1983, il rapporto debito/reddito non è aumentato rispetto ai livelli raggiunti a fine 1982, ma i tassi di interesse reali sono risultati in media più elevati che nel 1982 e il deficit con l'estero ha continuato ad aumentare. Il rapporto debito/reddito ha ripreso a crescere rapidamente nel corso del 1984, e ciò nonostante i tassi di interesse reali si sono ridotti dopo l'estate. Nel breve periodo, le variazioni dei tassi di interesse e del reddito nominale sono spiegate più da variazioni della crescita degli aggregati monetari che del rapporto debito/reddito. Ciò giustifica la preferenza accordata agli aggregati monetari come obiettivi intermedi della politica monetaria, e il ruolo di indicatore che è invece attribuibile a un ampio aggregato creditizio. Da questo punto di vista, la recente esperienza degli Stati Uniti conferma l'evoluzione già realizzata, in proposito, dalla politica monetaria in Italia.

GIACOMO VACIAGO

BIBLIOGRAFIA

- AXILROD, S.H. "Monetary Aggregates and Monetary Policy in a Deregulated Financial World", in Federal Reserve Bank of San Francisco, *Interest Rate Deregulation and Monetary Policy*, Proceedings of a Conference, 28-30 novembre, 1982.
- BLINDER, A.S., *Credit, Working Capital, and Effective Supply Failures*, Institute for International Economic Studies, Seminar Paper No. 265, Stoccolma, 1983.
- BLINDER, A.S., "Comment", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1984.
- BLINDER, A.S., e STIGLITZ, J.E., "Money, Credit Constraints and Economic Activity", *A.E.A. Papers and Proceedings*, maggio 1983.
- DAVIDSON, L.S. HAFER, R.W. "Some Evidence on Selecting an Intermediate Target for Monetary Policy", *Southern Economic Journal*, ottobre 1983.
- FRIEDMAN, B.M., *The Relative Stability of Money and Credit "Velocities" in the United States: Evidence and Some Speculations*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 645, 1981.
- FRIEDMAN, B.M., "Money, Credit, and Federal Reserve Policy: Reply to Porter and Offenbacher", *Federal Reserve Bank of Richmond - Economic Review*, novembre-dicembre 1983 (a).
- FRIEDMAN, B.M., "The Roles of Money and Credit in Macroeconomic Analysis" in J. Tobin (a cura di) *Macroeconomics, Prices and Quantities*, Blackwell, Oxford, 1983 (b).
- FRIEDMAN, B.M., *Money, Credit and Interest Rates in the Business Cycle*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 1482, 1984(a).
- FRIEDMAN, B.M., *The Value of Intermediate Targets in Implementing Monetary Policy*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 1487, 1984(b).
- GOLDSMITH, R.W., "The Stability of the Ratio of Nonfinancial Debt to Income" in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 150, settembre 1984.
- GRAMLEY, L.E., "Financial Innovation and Monetary Policy", *Federal Reserve Bulletin*, luglio 1982.
- KAREKEN, J.H., "Bank Regulation and the Effectiveness of Open Market Operations", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1984.
- KOPKE, R.W., "Must the Ideal 'Money Stock' be Controlled?", *New England Economic Review*, marzo-aprile 1983.
- LAVOIE, M., "The Endogeneous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money", *Journal of Economic Issues*, settembre 1984.
- MAYER, T., "Comment" in Federal Reserve Bank of San Francisco, *Interest Rate Deregulation and Monetary Policy*, Proceedings of a Conference, 28-30 novembre, 1982.
- MORRIS, F.E., "Monetarism without Money", *New England Economic Review*, marzo-aprile 1983.
- PORTER, R.D. e OFFENBACHER, E.K., "Empirical Comparisons of Credit and Monetary Aggregates Using Vector Autoregressive Methods", *Federal Reserve Bank of Richmond - Economic Review*, novembre-dicembre 1983.
- ROBINSON, M.A., "Debt and Economic Growth" (1959), ristampato in L.S. Ritter (a cura di) *Money and Economic Activity*, Houghton, Boston, 1961.
- SIMPSON, T.D. and PARKINSON, P.M., *Some Implications of Financial Innovations in the United States*, Board of Governors of the Federal Reserve System Staff Studies, No. 139, 1984.
- SOLOMON, A.M. "Unresolved Issues in Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of New York - Quarterly Review*, primavera 1984.
- TOBIN, J., "Redefining the Aggregates: Comments on the Exercise", in *Measuring the Money Aggregates*, Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs - House of Representatives, No. 96-100, U.S. Government Printing Office, Washington, 1980.
- VACIAGO, G., *Monetary Policy with Credit Targets: the Italian Experience*, di prossima pubblicazione
- VOLCKER, P.A., "Statement before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs", U.S. Senate, February 16, 1983, *Federal Reserve Bulletin*, marzo 1983.