

«Monetarismo» e politica monetaria italiana

1. Introduzione

«La teoria monetaria è meno astratta di gran parte della teoria economica; non può evitare un contatto con la realtà, che a volte manca in altre parti della teoria economica». Questo giudizio di Hicks¹ viene fatto dipendere da due circostanze. In primo luogo, dal fatto che la teoria monetaria è orientata a chiarire specifici problemi del momento; riguarda argomenti di attualità. In secondo luogo, dalla continua evoluzione storica della moneta e, più in generale, dallo sviluppo del sistema finanziario. Come ancora osserva Hicks, «in un mondo di banche e compagnie di assicurazione, di mercati monetari e borse, la moneta è una cosa ben diversa da ciò che era prima che queste istituzioni sorgessero».²

Questa evoluzione delle istituzioni finanziarie ha modificato profondamente il funzionamento del sistema finanziario e ha richiesto radicali revisioni dell'analisi monetaria. Le riflessioni di Hicks sono — a maggior ragione — estensibili alla politica monetaria, il cui ruolo e *modus operandi* dipendono non solo dai problemi del momento e dall'esistente assetto istituzionale, ma anche da come questi aspetti sono interpretati dall'analisi monetaria. Nella misura in cui l'analisi monetaria si adegua con ritardo all'evoluzione del sistema monetario e non risponde con immediatezza ai problemi del momento, le stesse decisioni di politica monetaria ne soffrono. In tal caso, infatti, la definizione degli obiettivi e la scelta degli strumenti della politica monetaria vengono ad essere basate su schemi analitici inadeguati.

In questo contesto, c'è ancora un terzo aspetto da tenere presente. Se è vero che la politica monetaria e la sua importanza dipen-

¹ J. R. Hicks, *Teoria e storia monetaria - Una prospettiva*, in «Saggi critici di teoria monetaria» (tr. it.), Milano, 1971, p. 127.

² *Ibid.*, p. 128.

dono anzitutto dall'analisi adottata dalle autorità e dai loro giudizi di valore, a loro volta le scelte e il comportamento delle autorità non sono indipendenti dai giudizi e dalle opinioni prevalenti.³ In proposito, un esempio appropriato è rappresentato dall'influenza esercitata sulle banche centrali — e quindi sulla politica monetaria — dal « monetarismo ». Come è noto, questa « scuola » attribuisce alle autorità monetarie, come indicatore e *target* del loro operare, la quantità di moneta. Negli anni recenti, in numerosi paesi, è avvenuta una progressiva conversione delle autorità monetarie al « monetarismo », anche in risposta al fatto che si diffondeva nell'opinione pubblica il convincimento che le autorità monetarie controllavano, o avrebbero dovuto controllare, il tasso di crescita dell'offerta di moneta. Se infatti è opinione comune che le autorità monetarie devono controllare una certa variabile, esse sono costrette a farlo. In caso contrario, ne risultano influenzate negativamente le aspettative del pubblico; e ciò può destabilizzare il sistema, riducendo comunque il grado di controllo esercitato dalle autorità monetarie.⁴ Per valutare il ruolo della politica monetaria, occorre dunque tener conto degli obiettivi e degli strumenti adottati dalla banca centrale, ma anche degli obiettivi e degli strumenti che, comunemente, si ritiene che la banca centrale dovrebbe adottare, e più in generale di come interagiscono questi due momenti.

In questo articolo procediamo anzitutto a definire in modo sintetico le principali indicazioni del « monetarismo » e le confrontiamo con quelli che appaiono essere gli obiettivi e le strategie della politica monetaria italiana. Risulterà evidente che, negli ultimi anni, l'analisi e la strategia della Banca d'Italia sono state poco influenzate dal diffondersi delle tesi « monetariste ». L'approccio seguito si è mosso, semmai, in direzione opposta. Se fino alla metà degli anni « sessanta » l'accento della politica monetaria italiana era posto sul volume della

³ Con specifico riferimento alla *Bank of Canada*, è stato sottolineato il peso esercitato sulle scelte della banca centrale (quanto a obiettivi, indicatori, strumenti) dalle priorità espresse da quei gruppi di potere che possono influire sullo *status* stesso della banca centrale. Vedi J. F. CHANT-K. ACHESON, "Bureaucratic Theory and the Choice of Central Bank Goals", *Journal of Money, Credit and Banking*, maggio 1973, pp. 637-655. In realtà, questa tesi può essere ampliata a significare che sulle scelte della banca centrale influiscono le attese del pubblico.

⁴ Ciò significa anche che se le autorità monetarie annunciano con molta enfasi un loro obiettivo — ad esempio una certa espansione del « credito totale interno » — si hanno poi conseguenze negative se quel valore non viene conseguito. Se nel corso del periodo, intervengono fatti nuovi che inducono le autorità a modificare il loro obiettivo, devono darne pubblica giustificazione, per evitare che appaia agli operatori economici che le autorità hanno perso il controllo della situazione.

« liquidità dell'economia », garantito dal controllo della « liquidità delle aziende di credito », negli anni successivi l'accento si è gradualmente spostato sul totale delle « attività e passività finanziarie », ridimensionando il ruolo rappresentato dalla quantità di moneta. Senza dubbio, ciò è dipeso dalla limitata risonanza che le tesi « monetariste » hanno avuto in Italia. Più in generale, tuttavia, è riconducibile alle caratteristiche assunte dalle strutture finanziarie italiane ed ai problemi che le autorità monetarie si sono trovate a dover affrontare negli anni più recenti.

2. Il ruolo della politica monetaria⁵

Friedman — che nonostante il successivo variegato sviluppo del monetarismo ne resta a diritto il « caposcuola » — ama citare un brano di John Stuart Mill, come punto di partenza dei suoi studi sul ruolo della politica monetaria: « non vi può essere nel sistema economico cosa in sé più insignificante della moneta... essa esercita una sua influenza, diretta e indipendente, solo quando non funziona bene ». ⁶ A questo concetto si associa quindi il giudizio di Friedman che l'obiettivo principale della politica monetaria dovrebbe essere anzitutto quello di impedire che dalle variabili monetarie derivino impulsi destabilizzanti l'economia. In particolare, due cose la politica monetaria non dovrebbe fare, perché porterebbe altrimenti a risultati « perversi »:

a) cercare di ridurre il tasso di interesse, al di sotto del suo valore « naturale »; perché il risultato (*via* politica monetaria espansionistica e connesso aumento dei prezzi) porterebbe solo ad un aumento del tasso di interesse nominale;

b) cercare di ridurre il tasso di disoccupazione, al di sotto del suo valore « naturale », perché di nuovo il risultato sarebbe solo un crescente aumento dei prezzi.

Se questi sono i due obiettivi che le autorità monetarie devono escludere, quali sono gli obiettivi che devono invece prefiggersi? In

⁵ Dal titolo del saggio di Friedman, pubblicato in *The American Economic Review*, marzo 1968, pp. 1-17. Nonostante i successivi sviluppi del monetarismo, questo saggio ne rappresenta ancora oggi i fondamenti.

⁶ *Ibid.*, p. 12.

primo luogo, come già si è visto, evitare di destabilizzare il sistema economico; il che significa non porsi obiettivi irrealizzabili, ed impedire brusche oscillazioni nell'andamento delle variabili monetarie.⁷ In secondo luogo, contribuire a neutralizzare le principali perturbazioni del sistema economico derivanti da altre cause; ma anche qui con estrema cautela, dato che le nostre conoscenze sono insufficienti per garantire efficacia a interventi troppo puntuali.⁸ Condizione necessaria affinché le autorità monetarie riescano a svolgere questi compiti è che usino come indicatore e *target* della loro politica una variabile che hanno sotto controllo, e questa è l'offerta di moneta. La politica monetaria influisce infatti sulle variabili *reali*, ma non in modo certo e stabile, in altre parole non le controlla. Controlla invece solo variabili *nominali*, e con la maggior precisione l'offerta di moneta.

Questa sintesi delle tesi monetariste — che risalgono a più di dieci anni fa, ma hanno ancor oggi numerosi sostenitori — implica un giudizio negativo sulle politiche monetarie perseguite in numerosi paesi, Italia compresa, in questo dopoguerra. Un giudizio che contrasta con la valutazione positiva con cui, ad esempio, due economisti dell'OCSE di recente iniziavano una rassegna dell'operare della politica monetaria: « la politica monetaria ha giocato un ruolo preminente e crescente nell'ambito delle politiche di stabilizzazione nella maggior parte dei paesi industriali negli ultimi 15 anni. Ciò è dipeso in particolare dalla crescente fiducia nei notevoli effetti che la politica monetaria ha sulla domanda aggregata e quindi sul livello dell'occupazione e sul tasso di aumento dei prezzi; in proposito l'opinione delle banche centrali è stata confermata dai risultati di ricerche teoriche ed empiriche ».⁹

Prima di confrontare le tesi monetariste con quanto risulta per l'Italia in tema di obiettivi e strategie della politica monetaria, è opportuno chiarire il contesto analitico in cui si collocano le conclusioni di Friedman. S'è detto che Friedman assume l'esistenza di un

⁷ È interessante osservare, in proposito, che le tesi di Friedman si riallacciano direttamente più che alla posizione di Stuart Mill, a quella di altri economisti classici come Hume e Ricardo. Vedi J. R. Hicks, *cit.*, pp. 129-135. La proposta di una crescita costante dell'offerta di moneta è infatti estranea all'analisi di Stuart Mill e più vicina a quella di Ricardo.

⁸ Sono quindi da escludere strategie di « fine tuning » che mirano a realizzare obiettivi di troppo breve periodo.

⁹ K. SHIGEHARA - N. THYGESEN, "The Effects and the Design of Monetary Policy", in F. Masera - A. Fazio - T. Padoa Schioppa (a cura di), *Econometric Research in European Central Banks*, Banca d'Italia, Roma, 1975, p. 107.

tasso di interesse e di un tasso di disoccupazione « naturali », non influenzabili dalla politica monetaria. Questo concetto è esplicitamente definito nel contesto di una situazione di *equilibrio generale*. Ora, noi sappiamo che il sistema economico non è mai esattamente in una siffatta situazione; ma possiamo utilmente utilizzare una teoria dell'equilibrio, qualora riteniamo che il sistema sia *stabile*, cioè tenda a raggiungere l'equilibrio. In altre parole, in ciascun momento il sistema si troverà in un certo « intorno » della posizione di equilibrio, e, poiché la stessa posizione di equilibrio muta nel tempo, l'andamento di lungo periodo del sistema, il suo *trend*, identificherà la posizione di equilibrio. Dunque, in un sistema che assumiamo stabile, i suoi *trends* di lungo periodo sono analizzabili come situazioni di equilibrio (anche se in nessun momento l'economia è mai stata in equilibrio).

In effetti, molte delle proposizioni dei « monetaristi » sono state verificate sulla base dell'ipotesi che il sistema economico sia tendenzialmente stabile e che la politica monetaria non influisca sulla posizione di equilibrio (determinata invece dalle « forze reali »). Di qui la conclusione che la politica monetaria ha solo un effetto di impatto iniziale sul tasso di disoccupazione e sul tasso di interesse; effetto che viene gradualmente riassorbito — eventualmente con un processo di aggiustamento ciclico — man mano che il sistema ritorna verso la sua precedente posizione di equilibrio. Nel lungo periodo, la politica monetaria non ha effetti reali; ne ha invece nel breve periodo, ma questi rischiano di destabilizzare l'economia.

Questo accento sugli effetti della politica monetaria misurati in termini di equilibrio di lungo periodo è comune alle diverse varianti più recenti di « monetarismo », che negli ultimi anni hanno avuto una qualche diffusione anche in Italia.

Una prima variante, già sottolineata da Friedman, coinvolge la politica di bilancio in dipendenza delle modalità di finanziamento della spesa pubblica, ed è nota come effetto di « crowding-out ». Nella sua versione più semplificata, asserisce che un aumento della spesa pubblica, non finanziato con moneta, ha un effetto nullo sul reddito reale, se appunto l'effetto è misurato in termini di equilibrio di lungo periodo.¹⁰ Ciò corrisponde, in generale, all'ipotesi che l'aumentata spesa pubblica — finanziata con titoli venduti al pubblico o col prelievo fiscale — riduce di altrettanto, al di là di un primo impatto

¹⁰ Vedi K. M. CARLSON - R. W. SPENCER, "Crowding-out and Its Critics", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, dicembre 1975, pp. 1-17.

iniziale, la spesa privata. Dunque, nel lungo periodo,¹¹ neppure la politica di bilancio può alterare il livello del reddito di equilibrio: la spesa pubblica si sostituisce alla spesa privata, mentre resta inalterato il risparmio privato. Se l'aumentata spesa pubblica è finanziata col prelievo fiscale, ciò significa assumere che di altrettanto si riducono i consumi privati; se è finanziata con titoli, ciò significa assumere che nei portafogli privati questi titoli pubblici sostituiscono passività finanziarie delle imprese, in corrispondenza a loro minori investimenti. L'effetto di « crowding-out » è stato abitualmente spiegato in termini di pendenza delle curve IS-LM (anche se Friedman obietta a questa rappresentazione). È stato, tuttavia, presentato anche il caso di « crowding-out » *ex-ante*, dovuto al fatto che famiglie « superrazionali » ritengono sia il settore delle imprese sia il settore pubblico una loro estensione, cioè funzionali ai loro interessi; sono pertanto indifferenti a che i loro bisogni di consumo e di investimento siano soddisfatti dal settore pubblico o dal settore privato.¹²

Un'altra variante, nota come « New Cambridge School », assume che la stabilità del settore privato non si riferisca solo al risparmio, ma al saldo finanziario del settore stesso. Una volta che ha operato il processo di aggiustamento — sostengono i ricercatori del *Department of Applied Economics* di Cambridge — il settore privato (famiglie e imprese) spende per consumi e investimenti una proporzione elevata e stabile del suo reddito disponibile. Se il settore pubblico ha un deficit finanziario (spende più di quanto sottrae con l'imposizione fiscale al settore privato) ed offre al settore privato un volume di attività finanziarie superiore a quanto il settore privato domanda, l'eccesso defluisce all'estero causando un equivalente deficit della bilancia dei pagamenti corrente. Di nuovo, nella sua versione più semplificata,¹³ ciò significa addirittura che è irrilevante la modalità di

¹¹ Si noti, tuttavia, che questa analisi di « lungo periodo » è in realtà condotta con modelli di breve periodo la cui soluzione è calcolata per più periodi successivi. Sono quindi trascurati gli effetti diretti che nel lungo periodo la spesa pubblica ha (siano essi positivi o negativi), sul tasso di aumento della produttività, e così via.

¹² P. A. DAVID - J. L. SCADDING, « Private Savings: Ultrarationality, Aggregation, and 'Denison's Law' », *Journal of Political Economy*, marzo-aprile 1974, pp. 225-249. Questa tesi potrebbe essere ulteriormente ampliata a comprendere il caso in cui l'estensione del settore pubblico « a spese » del settore privato corrisponde alle preferenze del settore privato stesso, per quanto irrazionali siano queste preferenze.

¹³ In realtà, nella sua ultima versione, si tiene conto del fatto che vi è « illusione monetaria »; quindi, in presenza di inflazione, l'investimento finanziario del settore privato aumenta. Inoltre, la politica monetaria compare indirettamente in quanto variazioni del valore delle scorte (finanziate con credito bancario: ma si dice che ciò avviene « più o meno automaticamente »), credito bancario e credito per acquisti a rate di beni di consumo influiscono, con segno negativo, sull'acquisizione netta di

finanziamento del disavanzo pubblico: il settore privato ha una stabile domanda aggregata di attività finanziarie nette; che il disavanzo pubblico sia finanziato con moneta o con titoli non fa differenza.

Vi è, infine, una terza variante — per il caso di una economia aperta, di ridotte dimensioni e strettamente integrata nella economia mondiale —, variante nota come « teoria monetaria della bilancia dei pagamenti », secondo la quale l'intero saldo della bilancia dei pagamenti (partite correnti e movimenti di capitale) è determinato dall'equilibrio fra domanda e offerta di moneta. Data una certa domanda di moneta, un'eccessiva offerta defluisce all'estero, per acquisto di beni e di attività finanziarie, e viene registrata da un equivalente deficit della bilancia dei pagamenti (con cambi fissi). In questo caso, la politica fiscale in senso stretto (che non comporti cioè variazioni dell'offerta di moneta) può avere effetti interni, senza riflessi sui conti con l'estero.

Escede i limiti di queste note approfondire questi diversi modelli, verificandone la coerenza logica e l'attendibilità empirica e darne quindi una valutazione esauriente.¹⁴ Tuttavia, si può in generale osservare che essi rappresentano la reazione — in sede accademica, ma con effetti pratici già avvertibili — ad un ingenuo ed ottimistico modello « keynesiano », secondo il quale — trascurati tutti gli elementi di instabilità, incertezza e pessimismo che pure erano essenziali nella teoria di Keynes — politiche aggregate monetarie e fiscali avrebbero potuto garantirci ogni combinazione desiderata dei principali obiettivi: stabile e crescente reddito di pieno impiego, equilibrio esterno e stabilità dei prezzi. In alternativa, l'insistenza sulle condi-

attività finanziarie del settore privato. Una politica di restrizione monetaria può quindi far aumentare l'investimento finanziario del settore privato e ridurre il deficit con l'estero, a pari disavanzo del settore pubblico. Vedi F. CRIPPS - M. FETHERSTON - W. GODLEY, « What is Left of 'New Cambridge' ? », *Economic Policy Review*, marzo 1976, pp. 45-49.

¹⁴ Negli ultimi anni, in argomento, si è accumulata una letteratura abbondante, d'ordine sia teorico che empirico. Il contributo empirico più importante al problema del *crowding-out* è fornito da F. MODIGLIANI - A. ANDO - J. GHANGRANDE, « Impacts of Fiscal Actions on Aggregate Income and the Monetarist Controversy: Theory and Evidence », in J. L. Stein (ed.), *Monetarism*, Amsterdam, 1976, pp. 17-42. La loro conclusione è che un aumento di spesa pubblica finanziato con titoli ha effetti significativi per alcuni trimestri, quanto basta per una politica di stabilizzazione. A livello teorico, la tesi che vi sia *crowding-out* in equilibrio di lungo periodo è stata invece respinta con l'argomento che ciò non sarebbe coerente con l'assunta stabilità del sistema economico. Si vedano A. S. BLINDER - R. M. SOLOW, « Does Fiscal Policy Matter? », *Journal of Public Economics*, novembre 1973, pp. 319-337. Per una prima analisi, applicata all'Italia, di queste diverse varianti di « monetarismo », rimando al mio « Credito totale interno e offerta di moneta », in *Rivista internazionale di scienze sociali*, settembre-dicembre 1975, pp. 563-595.

zioni di equilibrio di lungo periodo dovrebbe indurre le autorità monetarie ad evitare di definire i loro interventi secondo orizzonti temporali di pochi mesi. L'accento sull'integrazione nell'economia mondiale dovrebbe ricordare la ridotta « sovranità » che ne risulta, e l'impossibilità quindi di perseguire con successo politiche miranti ad obiettivi troppo difformi dalla media di quelli perseguiti dagli altri paesi. Il risalto dato al disavanzo del settore pubblico dovrebbe indurre a riflettere sull'impossibilità — sempre al di là del breve periodo — di continuare a « mediare » fra richieste altrimenti incompatibili avanzate da vari gruppi e classi sociali, scaricandone l'onere addizionale sulle finanze pubbliche.

Ciò non significa che ciascuno di quei modelli — che, fra l'altro, non sono necessariamente fra loro compatibili¹⁵ — sia valido, oggi, per l'economia italiana. Ad esempio, anche se riteniamo che in certe condizioni un'aumentata spesa pubblica induce una riduzione della spesa privata, non è poi certo che ciò valga in direzione opposta, cioè che sia garantito un corrispondente aumento della spesa privata se si riduce la spesa pubblica.¹⁶ Queste osservazioni sono comunque sufficienti a fornire un quadro di riferimento generale, rispetto al quale considerare gli obiettivi e le strategie della politica monetaria italiana. Ne esamineremo in seguito, brevemente, le basi analitiche.¹⁷

3. Gli obiettivi della politica monetaria italiana

Anzitutto, quali sono gli obiettivi che le autorità monetarie italiane hanno considerato più importanti? La risposta può essere cercata in vari modi; i principali sono due: a) attenersi alle loro dichiarazioni ufficiali; b) ricavare i loro obiettivi come razionalizzazione *ex post* della politica che risultano aver perseguito. Questo secondo metodo, analiticamente più elegante, presenta problemi di definizione

¹⁵ In particolare, la « New Cambridge » non è compatibile con l'operare del « crowding-out ».

¹⁶ Tra l'altro, risulta sempre più inadeguato il criterio *istituzionale* con il quale si traccia il confine fra spesa pubblica e spesa privata, in particolare se una quota crescente della spesa pubblica rappresenta trasferimenti al settore privato. Da questo punto di vista, un passo avanti, sul piano analitico, è stato realizzato col criterio di distinzione basato su un settore « di mercato » e un settore « non di mercato ». Vedi R. BACON - W. ELTIS, *Britain's Economic Problem: Too Few Producers*, Londra, 1976.

¹⁷ In generale, nelle analisi della Banca d'Italia, i modelli sopra accennati risultano appena adombrati e comunque in versioni che ne riducono la natura « monetarista ». Ad esempio, la definizione di « crowding-out » è la seguente: « Se si fosse desiderato ricondurre all'equilibrio i conti con l'estero senza passare attraverso un più

e di stima non indifferenti. Dovremmo anzitutto conoscere gli effetti della politica monetaria, per derivare da quelli gli obiettivi delle autorità. Ma, nella misura in cui l'andamento dell'economia incorpora gli effetti della politica monetaria, e questi dipendono dagli obiettivi delle autorità monetarie, non possiamo poi stimare indipendentemente gli obiettivi « rivelati » delle autorità.

Accontentiamoci quindi di rileggere le dichiarazioni della Banca d'Italia circa i suoi obiettivi. Riguardando le sue Relazioni, e in particolare le Considerazioni finali del Governatore, degli ultimi vent'anni, mi sembra ancora che la più chiara, completa e impegnativa definizione degli obiettivi della politica monetaria sia stata offerta dal Governatore Carli negli anni 1964-65. Secondo Carli, i due principali obiettivi della politica monetaria sono: *mantenere l'equilibrio dei pagamenti con l'estero, e sollecitare la formazione del risparmio e regolare il flusso del credito verso gli investimenti*.¹⁸ Ciò viene poi qualificato, osservando che se il primo obiettivo deve essere conseguito con un tasso di cambio stabile, il secondo obiettivo deve essere perseguito in modo da *rispettare l'esigenza di una certa stabilità dei prezzi interni*.¹⁹ Carli aveva inoltre chiarito che quando obiettivi interni ed esterni entrano in conflitto, si rivela presto indispensabile orientare la politica monetaria in funzione dell'andamento della bilancia dei pagamenti, lasciando alla politica di bilancio la cura degli obiettivi interni.²⁰

Questa formulazione — due obiettivi (equilibrio esterno e crescita), un vincolo (stabilità dei prezzi), e un criterio di priorità fra gli obiettivi, quando sono in conflitto — è probabilmente ancora oggi quella che meglio spiega il comportamento delle autorità monetarie italiane negli ultimi quindici anni. Già possiamo notarvi alcune « anomalie » rispetto alle tesi monetariste viste prima. La stabilità dei prezzi non è un obiettivo in sé, ma è una condizione necessaria af-

alto grado di inflazione, il finanziamento del disavanzo del Tesoro avrebbe dovuto compiersi mediante emissione di titoli collocati nel pubblico, nel sistema bancario, o in entrambi i modi, nella misura necessaria affinché il ricorso alla Banca d'Italia fosse ridotto di circa la metà; il volume del credito affluito alle imprese attraverso il sistema bancario sarebbe stato minore di alcune migliaia di miliardi di quello che effettivamente è stato. In questo caso l'equilibrio fra domanda e offerta sarebbe stato ristabilito restringendo la domanda dal lato dell'investimento ». BANCA D'ITALIA, *Relazione 1973*, p. 420. Si noti che non si differenziano gli effetti a seconda che i titoli pubblici siano venduti alle famiglie o alle banche, e che il meccanismo di trasmissione è individuato nel credito bancario alle imprese.

¹⁸ BANCA D'ITALIA, *Relazione 1964*, p. 459.

¹⁹ *Ibid.*, p. 460.

²⁰ BANCA D'ITALIA, *Relazione 1963*, p. 485.

finché l'equilibrio della bilancia dei pagamenti avvenga a cambi stabili. E ciò dà ragione delle odierne apprensioni per il mantenimento delle attuali quotazioni della lira, se i prezzi italiani continuano a crescere a tassi superiori di quelli esteri; più in generale, dà ragione del fatto che il tradizionale obiettivo di prezzi stabili sia oggi ridefinito in termini di ottenimento di un tasso di inflazione pari a quello medio degli altri paesi industriali.

D'altra parte, se il primo obiettivo è definito in termini generali di equilibrio della bilancia dei pagamenti, il secondo obiettivo è definito in termini molto più specifici: *regolare il flusso del credito verso gli investimenti*. Ed anche questo contrasta con le tesi monetariste, secondo le quali ciò che conta è la quantità di moneta spendibile e non il finanziamento a specifiche componenti della domanda aggregata.

4. Le strategie della politica monetaria italiana

Dalla individuazione di quei due obiettivi — equilibrio con l'estero e finanziamento degli investimenti — risultano due strategie di politica monetaria, che nell'esperienza italiana s'è cercato di realizzare possibilmente in modo compatibile.

La prima strategia è condotta a livello di saldi finanziari ed è quindi definibile — in termini aggregati — come compatibilità del finanziamento del disavanzo pubblico e degli investimenti, dato un certo volume di risparmio privato, con un obiettivo di saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Anche se l'analisi è verificata a livello disaggregato — di singole componenti (attività e passività) dei flussi finanziari, per un certo periodo — l'ottica resta macroeconomica e porta all'individuazione di un certo volume di *credito totale interno* che, data la complessiva domanda di attività finanziarie da parte del settore privato, determina in equilibrio il desiderato valore per l'obiettivo di saldo delle partite correnti. In altre parole, una volta fissato il volume del credito totale interno, risulta determinato il livello della domanda aggregata e ciò può essere finalizzato — come è avvenuto nel 1974 e ancora nel 1976 — ad evitare un deficit con l'estero non altrimenti finanziabile. Da questo punto di vista aggregato, risulta che sono fra loro sostituibili, all'interno del credito totale, le sue principali componenti, e in particolare i finanziamenti al settore privato e quelli al settore pubblico.

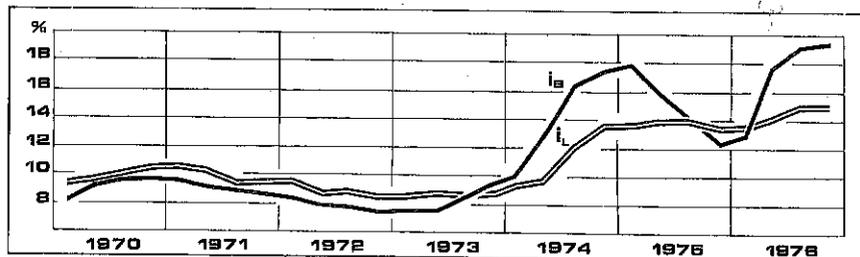
Tuttavia, le autorità monetarie italiane non sono indifferenti fra le diverse componenti del credito totale. Non accettano, in altre parole, un'analisi condotta solo dal lato dei portafogli del settore privato, in termini di sostituibilità fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle attività reali. Le autorità si pongono anche obiettivi di allocazione delle risorse e in conseguenza perseguono strategie di distribuzione del credito, e più in generale di regolazione della struttura dei flussi finanziari. L'obiettivo «intermedio» del credito totale viene infatti garantito con una serie di interventi sulle sue componenti, e, nella scelta dei valori a queste attribuiti, giocano anche considerazioni attinenti al finanziamento di particolari categorie di spesa finale.

Dunque, la prima strategia è definita in termini di *volume* del credito totale (cui corrisponde un certo livello del tasso di interesse), mentre la seconda strategia è definita in termini di *struttura* del credito totale (cui corrisponde una certa struttura dei tassi di interesse). Nei limiti in cui la politica monetaria riesce effettivamente a separarsi in due strategie indipendenti, le è anche possibile perseguire contemporaneamente due obiettivi distinti: livello e composizione della domanda aggregata; e quindi, ad esempio, perseguire il riequilibrio dei conti con l'estero minimizzandone l'impatto sugli investimenti. S'è detto «nei limiti in cui», perché la possibilità di orientare l'allocazione dei flussi finanziari è condizionata sia dalle istituzioni finanziarie esistenti, sia dalle condizioni economico-finanziarie del momento. In altre parole, una politica selettiva del credito, come politiche di regolazione della struttura dei tassi di interesse, assumono che sia ridotta la sostituibilità fra le diverse passività finanziarie, e che queste siano orientate al finanziamento di specifiche componenti della domanda aggregata.²¹

Quanto effettiva, e importante, è questa possibilità per la Banca Centrale di riuscire ad orientare i flussi di credito e regolare così l'allocazione delle risorse? Per l'Italia, mancano ancora analisi approfondite in tema di *specificità* dei diversi tipi di finanziamento, di loro ridotta sostituibilità, e così via; tuttavia, l'esperienza mostra che le autorità monetarie vi attribuiscono importanza e che in numerose occasioni hanno fatto ricorso a politiche del credito orientate a rego-

²¹ Per un «accoppiamento efficiente» delle due strategie ai due obiettivi, occorre anche che i loro effetti si manifestino con un appropriato profilo temporale. Si avrebbero infatti risultati «perversi», qualora la strategia aggregata, di breve periodo, producesse effetti soprattutto di lungo periodo, e viceversa.

lare la struttura dei finanziamenti più che a politiche monetarie miranti a regolare il totale del credito. Tipica, in proposito, è stata l'esperienza del 1973, quando con una serie di interventi selettivi si mirò a ridurre la crescita del credito bancario e ad espandere il credito degli istituti speciali, nell'ipotesi che il primo finanziasse acquisti speculativi di scorte e di attività finanziarie sull'estero, mentre il secondo finanziasse gli investimenti produttivi.²² Più in generale, negli ultimi anni la struttura temporale dei tassi di interesse (attivi e passivi) è stata un continuo punto di riferimento per l'azione delle autorità monetarie, e il suo andamento nel tempo (v. grafico per il periodo 1970-76) è da considerare un indicatore rilevante non solo della direzione più o meno espansionistica in cui si è mossa la politica monetaria, ma anche dei suoi obiettivi settoriali.



i_b = tasso sul credito bancario; i_l = tasso non agevolato sul credito industriale.
Fonte: BANCA D'ITALIA, *Relazione*, vari anni.

5. L'analisi alla base della politica monetaria italiana

Se non sono monetaristi né gli obiettivi né la strategia della politica monetaria italiana, non è, ovviamente, monetarista neppure l'analisi che vi è alla base. Infatti, due punti, in particolare, sono stati ripetutamente sottolineati nelle Relazioni della Banca d'Italia. In primo luogo, si è ribadita, anche di recente,²³ la scarsa rilevanza, come indicatore e obiettivo della politica monetaria, della sola quantità di moneta. Ciò può, a prima vista, sorprendere, se si considera

²² In proposito, si veda il mio studio « I controlli selettivi del credito », *Rivista internazionale di scienze sociali*, gennaio-aprile 1975, pp. 52-82. La stessa argomentazione è stata riproposta per il 1977: « una mobilità dei tassi a breve maggiore di quella dei tassi a lungo termine è desiderabile. E infatti preferibile conseguire un dato effetto sulla domanda interna e sulla bilancia dei pagamenti agendo sulla componente delle scorte e sui crediti commerciali con l'estero piuttosto che sugli impianti e sulle attrezzature ». BANCA D'ITALIA, *Relazione* 1976, p. 408.

²³ BANCA D'ITALIA, *Relazione* 1976, p. 349.

il fatto che le attività liquide costituiscono in Italia una quota particolarmente elevata delle attività finanziarie totali del settore privato, in corrispondenza al peso dominante rappresentato dalle banche nell'ambito degli intermediari finanziari. Risulterebbe, tuttavia, elevata e instabile l'elasticità ai tassi di interesse della domanda di moneta, sia pure riferita ad una definizione di moneta « ampia », che include depositi a risparmio e titoli a breve. L'elevata elasticità della domanda di moneta dipende dal fatto che, nel caso italiano, anche i depositi in conto corrente hanno un tasso di rendimento, che ne accentua la sostituibilità con i titoli a lunga. Ma non è questo, in sé, il problema. L'irrilevanza di un controllo limitato alle sole attività liquide dipende dal fatto che quella sostituibilità moneta-titoli è *instabile* nel corso del ciclo economico;²⁴ ciò rende più importante l'aggregato più ampio riferito al totale delle attività finanziarie.²⁵

In secondo luogo, l'accresciuta dipendenza delle imprese dal finanziamento esterno,²⁶ accentua la rilevanza, almeno nel breve periodo, del volume di credito disponibile alle imprese più che della quantità di moneta detenuta dal settore privato nel suo complesso. Di norma, si attribuisce più importanza alla disponibilità del credito che alla moneta nel caso di paesi i cui mercati finanziari sono poco sviluppati e presentano diffuso razionamento del credito.²⁷ Nel caso italiano, invece, ciò non sarebbe da attribuire al funzionamento delle istituzioni finanziarie, ma piuttosto alla dipendenza del settore produttivo dal finanziamento esterno. In altre parole, il credito disponibile sarebbe rilevante in sé, e non solo come necessario meccanismo attraverso il quale la moneta viene creata. E, di nuovo, non solo il credito bancario (al quale soltanto corrisponde la creazione di moneta) risulta rilevante, ma il credito totale, che include tutti i flussi di finanziamento che giungono alle imprese.

²⁴ Ai fini della politica monetaria, la stabilità (e quindi prevedibilità) della domanda di moneta è più importante della sua elasticità. Vedi E. L. FRIGE-D. K. PEARCE, « The Substitutability of Money and Near-Monies: A Survey of Time-Series Evidence », *Journal of Economic Literature*, giugno 1977, pp. 439-469.

²⁵ Da questo punto di vista, la regolamentazione dei tassi passivi delle banche è pericolosa: « Solo se il tasso di interesse sui depositi si adegua rapidamente al mutare delle condizioni dei mercati monetari e del credito può essere ridotta la potenziale instabilità di una ingente massa monetaria ». BANCA D'ITALIA, *Relazione* 1976, p. 409.

²⁶ Secondo l'analisi di Hicks, l'aumentato peso dell'*overdraft sector* rispetto all'*auto-sector*. Vedi J. R. HICKS, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, 1974, pp. 50-57.

²⁷ Vedi P. M. KELLER, « Controlling Fluctuations in Credit », *IMF Staff Papers*, marzo 1977, pp. 128-153.

Questa realtà istituzionale italiana, come è interpretata dalla Banca d'Italia, si è accentuata negli ultimi anni, e ciò spiega come le tesi monetariste, se hanno trovato accoglienza presso altre Banche Centrali, non ne abbiano invece avuto presso la nostra Banca Centrale.

Negli ultimi anni, infatti, numerosi paesi hanno avviato « esperimenti di monetarismo pratico », ²⁸ predeterminando obiettivi per aggregati monetari. L'elenco delle banche centrali impegnate in questi esercizi continua ad allungarsi. La Germania fissa obiettivi per la « moneta della banca centrale » (un equivalente della base monetaria); Canada e Svizzera fissano obiettivi per una definizione « ristretta » della quantità di moneta; Francia e Giappone per una definizione « ampia » dell'offerta di moneta. Gli Stati Uniti fissano obiettivi per tre definizioni dello stock di moneta: M_1 , M_2 , M_3 ; mentre la Gran Bretagna ha fissato sia un intervallo per il tasso di crescita di M_3 sia un tetto all'espansione del credito interno, secondo quanto concordato con il F.M.I. ²⁹

Le autorità monetarie italiane restano, invece, incontaminate da questa proliferazione di obiettivi per aggregati monetari. Abbiamo indicato come ciò sia coerente con la loro analisi della realtà italiana. Se in teoria è ridimensionata la « unicità » della moneta e sul terreno pratico è ridotta la stabilità della domanda di moneta, nel campo della politica monetaria è minore la rilevanza di *targets* monetari. Si deve inoltre osservare che nella recente realtà italiana non solo una strategia « monetarista » sarebbe stata poco efficace, ma i gradi di libertà della stessa politica monetaria appaiono sempre più ridotti. Aggiornando quanto a suo tempo aveva osservato Baffi, ³⁰ per la politica monetaria italiana sembrerebbe che, dopo l'eccesso di cautela della fine degli anni '40 e la cautela degli anni '50, alle successive ambizioni degli anni '60 sia seguita l'impotenza degli anni '70. Ciò sarebbe imputabile non solo all'aumentata integrazione internazionale, che rende più rigoroso il vincolo esterno, ma ancor più agli accresciuti vincoli interni, derivanti dal crescente peso del disavanzo pubblico e dall'aumentato grado di indicizzazione dell'economia, che tendono a determinare pressoché automaticamente corrispondenti

²⁸ Vedi P. A. VOLCKER, « A Broader Role for Monetary Targets », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Spring 1977, p. 26.

²⁹ Il caso inglese è analizzato nella mia relazione « Fiscal versus Monetary Rules », presentata alla 6th Money Study Group Conference, Oxford, settembre 1977.

³⁰ P. BAFFI, *Metodi e programmi di azione monetaria in Italia: Uno sguardo a due decenni*, ripubblicato in *Elementi per la politica monetaria*, a cura di F. Cotula-P. De Stefani, Roma, 1975, p. 496. L'analisi di Baffi si fermava agli anni '60.

flussi di finanziamento, impedendo così alla Banca Centrale di determinare in modo autonomo dimensione e direzione dei flussi finanziari.

In particolare, negli ultimi anni (v. tabella per il confronto fra il 1966 e il 1976) la Banca d'Italia ha visto aumentare enormemente la quota del suo attivo rappresentata dai finanziamenti al Tesoro, in corrispondenza alla diminuzione della posizione netta sull'estero.

SITUAZIONE CONSOLIDATA DELLA BANCA D'ITALIA
E DELL'UFFICIO ITALIANO DEI CAMBI

(composizione percentuale su consistenze a fine giugno)

	Attivo			Passivo	
	1966	1976		1966	1976
Estero	52,0	-9,4	Circolazione . . .	63,0	37,6
Tesoro	38,0	101,8	Aziende di Credito	29,3	43,7
Aziende di Credito	10,0	7,6	Istituti di Credito Speciale	0,8	12,0
			Altre partite . . .	6,9	6,7

Fonte: BANCA D'ITALIA, *Relazione 1976*, p. 242.

L'espansione del disavanzo pubblico, che ha determinato questa evoluzione, unitamente alla preoccupazione delle autorità monetarie per il controllo della struttura dei tassi di interesse, ha di fatto ridimensionato le possibilità di intervento della politica monetaria. In una situazione di questo tipo, anche se si ritenesse rilevante il controllo dell'offerta di moneta, la Banca d'Italia sarebbe sempre meno in grado di esercitarlo con i tradizionali strumenti di politica monetaria. Occorrono interventi che, direttamente o indirettamente, coinvolgano la politica di bilancio.

6. Conclusioni

Negli ultimi quindici anni, in Italia, l'evoluzione del sistema finanziario e più in generale delle strutture patrimoniali ³¹ si è mossa in direzione opposta a quanto, implicitamente o esplicitamente, assume la scuola monetarista. È pertanto comprensibile che le autorità monetarie italiane non abbiano centrato i loro strumenti sul controllo

³¹ Per una prima, interessante, analisi in proposito, vedi G. RAGAZZI, « Politica monetaria in un'economia 'socializzata' », in questa *Rivista*, dicembre 1976, pp. 456-476.

dell'offerta di moneta, ma abbiano seguito una strategia finalizzata al finanziamento del settore produttivo e, più in generale, volta al controllo dei saldi finanziari dei vari settori.

Ciò non significa, tuttavia, che tutte le tesi « monetariste » (sopra ricordate) possano essere ignorate. Ad esempio, resta pur sempre vero che negli ultimi anni il sentiero di crescita del credito totale interno ha presentato variazioni accentuate e concentrate nel tempo,³² che non hanno certo contribuito a stabilizzare l'economia. Da questo punto di vista, non può essere trascurata la tesi « monetarista » che prescrive un regolare sentiero di crescita degli aggregati monetari, nell'ambito di un orizzonte temporale di lungo periodo. Se non altro in termini di stabilizzazione delle aspettative del pubblico (un altro aspetto sul quale ha insistito il monetarismo), una maggior stabilità nella condotta della politica monetaria, comunque definita, è importante.

Una maggior stabilità nella crescita degli aggregati finanziari non risolve però i problemi di fondo. Da questo punto di vista, non v'è dubbio che una soluzione ottimale richiede, per ciascuno dei tre vincoli sopra ricordati (integrazione internazionale, disavanzo pubblico, indicizzazione dei redditi) l'individuazione di un appropriato strumento, e quindi: cooperazione internazionale, politica di bilancio, politica dei redditi. Dall'impiego coordinato di questi strumenti dovrebbe risultare un riequilibrio della struttura finanziaria — con riduzione della dimensione dei saldi finanziari di segno opposto dei diversi settori — che da un lato restituisca capacità di controllo e quindi responsabilità alla Banca Centrale, e dall'altro eviti che l'equilibrio finanziario sia raggiunto a sempre minori livelli di reddito.

GIACOMO VACIAGO

³² Nel giro di due anni, 1975-76, il tasso di crescita annuo del credito totale interno è passato dal 16 al 25 per cento, per tornare poi al suo valore iniziale. Vedi BANCA D'ITALIA, *Supplemento al Bollettino: Conti finanziari*, settembre 1977.