

Obiettivi intermedi della politica monetaria e coordinamento delle politiche economiche*

1. Premessa

Negli anni recenti una parte non trascurabile della discussione sulla politica monetaria si è concentrata sul tema degli obiettivi intermedi, sull'opportunità di fissare per essi regole di condotta e sull'eventualità che gli obiettivi perseguiti vengano annunciati in anticipo dall'autorità monetaria. Parte di questa discussione si è sviluppata sotto l'influsso della cosiddetta scuola « monetarista » e risente perciò di una impostazione che privilegia una formulazione di obiettivi in termini di quantità piuttosto che di tassi di interesse, e che vede con scetticismo un uso « attivo » degli strumenti monetari e, più in generale, delle politiche di stabilizzazione. All'influsso del pensiero monetarista, d'altra parte, oltre che un avvicinarsi di mode intellettuali e di generazioni accademiche, ha contribuito il ritorno in primo piano, tra i problemi della politica economica, dell'inflazione, che la scuola dominante della « New Economics » sarebbe stata incapace di valutare nella sua gravità e di curare sul piano dell'azione concreta.

La fissazione di norme monetarie da parte delle autorità di numerosi paesi è, d'altra parte, diretta conseguenza della crisi del sistema monetario internazionale basato sul regime di cambi fissi, nel quale operava un meccanismo semi-automatico di creazione e di distribuzione della liquidità interna ed internazionale. In tale regime era implicita l'esistenza di una norma monetaria « mondiale », quella del paese a moneta di riserva.

Spezzato il legame che i cambi fissi mantenevano fra le politiche monetarie dei paesi industriali il problema del coordinamento delle loro politiche economiche è divenuto ancor più difficile che in passato.

* Una stesura ridotta del presente lavoro, preparata in collaborazione con il dr. T. Padoa-Schioppa, è stata presentata al Seminario delle Banche Centrali e delle Istituzioni Internazionali organizzato dalla Banca di Francia nell'aprile 1977.

La maggiore autonomia decisionale di alcuni paesi ne ha accresciuto l'elemento volontaristico ed ha pienamente rivelato la sua natura eminentemente politica, come testimoniano gli ormai abituali « vertici economici ». Presupposto di ogni tentativo di soluzione del problema è, a livello tecnico, l'esame della compatibilità teorica e pratica degli obiettivi intermedi prescelti dalle autorità monetarie di ciascun paese.

Scopo di questo lavoro è quello di discutere alcuni aspetti di questi problemi. Innanzitutto, verrà effettuato un breve esame della recente letteratura economica in materia di obiettivi intermedi (par. 2); verranno successivamente illustrate le esperienze di alcuni paesi, in particolare per quanto riguarda il problema dell'annuncio degli obiettivi, confrontandole con i criteri seguiti in Italia (par. 3). Si tratterà poi della scelta dell'obiettivo intermedio più appropriato, con riferimento particolare al caso di un'economia aperta come quella italiana (par. 4) e, infine, del problema della fissazione di norme monetarie reciprocamente « compatibili » nei paesi della CEE, analizzando le modalità del processo di aggiustamento a seconda dei criteri di fissazione di tali norme (par. 5).

2. Alcuni cenni sulla recente letteratura economica

Il concetto di obiettivo intermedio della politica monetaria è stato introdotto nel più generale quadro strumenti-obiettivi della politica economica al fine di descrivere in maniera più realistica il processo di trasmissione delle azioni delle autorità monetarie agli « obiettivi finali » (sviluppo del reddito, tasso di inflazione, equilibrio esterno). Questi ultimi, infatti, si suppone siano influenzati in maniera sistematica dall'andamento di certi aggregati monetari (massa monetaria, credito bancario, credito totale interno), e/o dal livello dei tassi di interesse, che rappresentano, per l'appunto, « obiettivi intermedi » delle autorità monetarie. L'evoluzione di tali variabili è determinata dal comportamento del pubblico oltreché da quello delle autorità. Queste ultime si sforzano di raggiungere certi obiettivi intermedi attraverso l'uso di « strumenti » della politica monetaria, ovvero delle variabili più direttamente controllabili (operazioni di mercato aperto, variazioni della riserva obbligatoria, sconto, regolazione della posizione sull'estero delle banche).

Questo criterio « logistico » di distinzione in strumenti e obiettivi intermedi tra le variabili controllate dalle autorità monetarie,

basato sulla vicinanza relativa agli obiettivi finali della politica economica, consente, sul piano analitico, di distinguere due « fasi » nel processo di trasmissione degli impulsi della politica monetaria. La prima collega fra di loro variabili puramente finanziarie ed è influenzata dall'assetto istituzionale del sistema finanziario e dai rapporti fra intermediari finanziari e banca centrale: da ciò deriva la pronunciata differenziazione, nello spazio e nel tempo, dell'evidenza empirica relativa a questo stadio del processo di trasmissione. La seconda fase presenta maggiori caratteri di uniformità fra le diverse esperienze nazionali benché sia difficile identificare i canali attraverso i quali le grandezze monetarie influenzano quelle reali ed i rapporti di causa ed effetto.

Gli obiettivi intermedi della politica monetaria hanno, inoltre, una notevole rilevanza pratica come guida all'azione delle autorità monetarie. Essi infatti forniscono, in presenza di ritardi sistematici dell'effetto della politica monetaria sulle variabili reali, un punto di riferimento di tale politica nel breve periodo.

Questo processo decisionale « a due stadi », comunemente seguito dalle autorità monetarie di molti paesi, è stato tuttavia giudicato non ottimale per la condotta della politica monetaria, in particolare per quanto riguarda la scelta di una singola variabile come obiettivo intermedio. La banca centrale dovrebbe guardare a tutte le variabili rilevanti per ottenere il massimo di informazioni possibile, evitando di concentrarsi su un particolare indicatore (B.M. Friedman, 1975).

La rilevanza del problema della scelta degli obiettivi intermedi è stata dimostrata dalla letteratura sulle tecniche ottimali di controllo monetario sviluppatasi nella prima metà degli anni '70. Attraverso l'interpretazione stocastica dell'apparato di analisi IS-LM è infatti possibile dimostrare (Poole, 1970) che, se la funzione di domanda di moneta è più instabile di quella della domanda aggregata, una politica di stabilizzazione del livello del tasso di interesse contribuirà a minimizzare le fluttuazioni del reddito. Al contrario, se la velocità di circolazione della moneta è più stabile del moltiplicatore, una politica di stabilizzazione dell'offerta di moneta sarà più appropriata.

La scelta sembra quindi dipendere dalla conoscenza precisa dei parametri del sistema economico. Negli Stati Uniti, ad esempio, le ricerche effettuate hanno posto in evidenza per entrambi i parametri summenzionati valori piuttosto piccoli e stabili, ridimensionando

l'importanza di questo aspetto della controversia esplosa negli anni '60 fra monetaristi e neo-keynesiani (Modigliani, 1976). Per altri paesi le conoscenze su tali parametri sono ancor più lacunose e ciò rende alquanto incerto basare le scelte in materia di obiettivi intermedi su tali considerazioni. La limitata conoscenza di precise relazioni quantitative rende, secondo alcuni, comunque subottimale la condotta della politica monetaria. A prescindere dal valore dei due parametri summenzionati, si può infatti dimostrare che, in certe condizioni, la combinazione di una politica che persegue un obiettivo intermedio in termini di tasso di interesse con una politica in termini di aggregati monetari è superiore all'una e all'altra politica considerate separatamente. Tuttavia il successo di una politica « combinata » è condizionato dalla conoscenza di parametri *più* numerosi di quelli necessari negli altri casi, poiché... « a combination policy based on intuition may be worse than either of the pure policies » (Poole, 1970).

La letteratura sulle tecniche di controllo ottimale della politica monetaria ha contribuito a chiarire i termini e le implicazioni della scelta fra diversi obiettivi, senza peraltro offrire facili soluzioni per le concrete decisioni.

La posizione di neutralità raggiunta a livello teorico sembra contraddetta dall'osservazione, a partire dalla fine degli anni '60, di un generale abbandono dell'obiettivo intermedio tasso di interesse per obiettivi specificati in termini di aggregati monetari o creditizi. La spiegazione di tale fenomeno risale ai mutamenti intervenuti nei sistemi economici dei paesi industriali, che hanno profondamente mutato la realtà stilizzata cui si riferiscono gli schemi analitici sopra indicati. Il fatto nuovo più rilevante è stato lo sviluppo del processo inflazionistico. Un elevato tasso di inflazione è condizione sufficiente per l'introduzione di obiettivi intermedi fissati con riferimento alle quantità monetarie, poiché non esistono, in pratica, alternative. La stabilità dei tassi di interesse e di cambio ha significato se anche il livello generale dei prezzi è stabile, altrimenti viene meno ad entrambi la loro funzione di prezzi relativi. Occorre, invece, che essi mantengano la flessibilità necessaria per impedire che nel settore monetario dell'economia si perpetuino le condizioni atte ad alimentare il processo inflazionistico.

Un sistema di tassi di cambio flessibili costituisce, d'altra parte, condizione necessaria per la fissazione di obiettivi monetari. L'attuale dibattito sulla specificazione degli obiettivi intermedi della poli-

tica monetaria si svolge, in effetti, non tanto sulla *vexata quaestio* tassi o quantità, quanto sui tre punti seguenti:

a) l'opportunità di mantenere « fissi » nel medio periodo gli obiettivi monetari al cui andamento dovrebbero aggiustarsi le variabili reali, ovvero di variare tali obiettivi in funzione degli eventuali impulsi provenienti dal lato della domanda o dell'offerta;

b) il problema, collegato al precedente, degli effetti di un eventuale « annuncio » degli obiettivi intermedi della politica monetaria sul pubblico;

c) il problema della scelta, in funzione dell'assetto istituzionale e degli obiettivi finali della politica economica di ciascun paese, dell'aggregato monetario o creditizio appropriato a fungere da obiettivo intermedio della politica delle autorità.

3. L'annuncio di obiettivi « quantitativi »: l'esperienza di altri paesi e quella italiana

La proposta di mantenere costante nel tempo il tasso di sviluppo dell'offerta di moneta (M. Friedman, 1968), o quello di un altro aggregato monetario o creditizio, implica l'accettazione dell'ipotesi di una sostanziale stabilità del sistema economico che tenderebbe a ritornare alla posizione di equilibrio iniziale ogni qualvolta ne sia allontanato da impulsi esogeni. Ciò implica una rinuncia alle politiche di stabilizzazione del ciclo. Pur accettando l'ipotesi di un elevato grado di stabilità del sistema economico, i neo-keynesiani riaffermano, invece, la necessità di un ruolo attivo delle politiche di stabilizzazione poiché i meccanismi riequilibratori del sistema richiedono tempo per esplicare i loro effetti, mentre eventuali impulsi esogeni destabilizzanti possono autoalimentarsi attraverso processi di tipo accelerativo e produrre effetti duraturi sul reddito (Modigliani, 1976). La politica monetaria sarebbe quindi chiamata (come quella di cambio) ad attenuare l'impatto di certe perturbazioni esogene che altrimenti produrrebbero effetti indesiderati sul livello della occupazione e del reddito. Tenendo conto delle opposte argomentazioni, vale la pena di sottolineare che, contrariamente a quanto potrebbe sembrare, le esperienze fatte fino ad oggi in materia di fissazione di obiettivi quantitativi sono più influenzate da questa posizione neo-keynesiana che da quella monetarista. Gli obiettivi in termini di offerta di moneta sono stati fissati

tenendo conto del previsto andamento congiunturale e mutati, ove necessario, ad intervalli ravvicinati.

L'eventualità di questi mutamenti rende, secondo alcuni, rischioso per la credibilità delle autorità monetarie l'« annuncio » di obiettivi prestabiliti. L'effetto desiderato di tale annuncio è quello di influenzare i comportamenti degli agenti economici in modo coerente con gli obiettivi delle autorità, facilitando il raggiungimento degli stessi. Nell'ipotesi che il pubblico formi le sue aspettative in modo « razionale » è stato sostenuto che in effetti la migliore condotta della politica monetaria è quella che prevede una norma fissa e nota di aumento dell'offerta di moneta (Sargent e Wallace, 1975; Barro, 1976). Il problema, tuttavia, per la politica economica non è tanto quello dell'esatta percezione da parte degli agenti economici del comportamento delle autorità, in base al quale regolare il proprio, ma piuttosto quello della pressione che essi possono esercitare per costringere le autorità a mutare i propri obiettivi. In altri termini, è difficile che certi obiettivi di politica monetaria possano essere mantenuti « contro » le parti sociali più potenti. Le esperienze fatte in questi ultimi anni in alcuni paesi ci sembrano convalidare queste osservazioni.

Negli *Stati Uniti* obiettivi di breve periodo (uno-due mesi) sono stati indicati in termini quantitativi nei verbali delle riunioni del FOMC (*Federal Open Market Committee*) a partire dal gennaio 1972. Fino alla fine del 1973 l'obiettivo è stato espresso in termini di RPD (*Reserves on Private Deposits*), che escludono le riserve sui depositi del Tesoro e sui depositi interbancari.¹ A partire dall'inizio del 1974 sono stati anche indicati obiettivi per M1 e M2 e per il tasso dei *federal funds*.² Nel marzo 1975 il Congresso ha adottato una risoluzione che richiedeva al Consiglio dei Governatori della Riserva Federale di riferire *trimestralmente* ai competenti Comitati parlamentari sugli obiettivi perseguiti dalla politica monetaria e di indicare gli obiettivi di lungo periodo (dodici mesi) previsti per gli aggregati monetari. In ottemperanza a questa richiesta nel maggio 1975 il Presidente Burns illustrò al *Senate Banking Committee* gli obiettivi di M1, M2, M3 e dell'*adjusted credit proxy* per i 12 mesi terminanti

¹ Tale obiettivo veniva a sua volta derivato dal tasso di crescita desiderato per M1 e M2. Si riteneva più facile operare su questo aggregato a causa della maggiore precisione e tempestività dei dati.

² Dall'aprile 1976 le RPD sono state definitivamente abbandonate come obiettivo intermedio.

al marzo 1976. Questi obiettivi sono ricavati da un esercizio previsionale basato sulla simulazione di sentieri alternativi dello sviluppo di alcune variabili chiave (produzione, prezzi, occupazione) con i quali sono compatibili diversi tassi di sviluppo di M1 e M2. L'esercizio di previsione è ripetuto ogni trimestre. Con questi obiettivi di lungo periodo sono resi compatibili quelli bimestrali per gli stessi aggregati monetari e per il tasso sui *federal funds*. Ci può essere naturalmente incompatibilità fra i due, e l'esperienza di questi anni dimostra che si è spesso preferita una maggiore stabilità dei tassi a breve (ovvero il mantenimento di « ordinate condizioni del mercato ») al rispetto degli obiettivi di M1 e M2.

Alcuni osservatori ritengono inevitabili divergenze fra tasso di crescita effettivo e desiderato degli aggregati monetari fintanto che il *Desk* opera sul tasso dei *federal funds*, e sostengono che sarebbe più facile raggiungere gli obiettivi monetari se fosse usato come strumento di controllo la base monetaria o le riserve bancarie (M. Friedman, 1975; Poole, 1975). Questa soluzione è stata, tuttavia, rigettata dal Presidente Burns: ... « there is a school of thought that holds that the Federal Reserve need pay no attention to interest rates, that the only thing that matters is how this or that monetary aggregate is behaving. We at the Federal Reserve cannot afford the luxury of any such mechanical rule... In particular we pay close attention to interest rates because of their profound effects on the working of the economy » (Statement to Congress, 1975).

L'esperienza degli Stati Uniti sembra quindi escludere che la fissazione e l'annuncio di obiettivi quantitativi implicino la rinuncia all'uso della politica monetaria in funzione congiunturale. Quello che si è ottenuto, tuttavia, è una crescita degli aggregati monetari molto più stabile di quella sperimentata nel recente passato (Modigliani, 1976). È forse troppo presto per valutare gli effetti di questi andamenti sull'economia, ma certo tale politica si è rivelata perseguibile da parte delle autorità, che l'hanno peraltro condotta con molta flessibilità.

Le autorità della *Germania Federale* hanno per la prima volta annunciato nel dicembre 1974 il tasso desiderato di espansione dello stock di moneta della banca centrale (MBC) nei dodici mesi successivi. L'aumento, dicembre su dicembre, fu superiore a quello previsto (circa 10 per cento, anziché 8), ma ciò venne attribuito a motivi accidentali (in particolare all'ampio ricorso del settore statale al credito bancario verso la fine del 1975). Per ovviare a questi fenomeni

nei due anni seguenti l'obiettivo è stato fissato in termini di aumento medio della MBC in corso d'anno. Oltretutto evitare gli effetti indesiderati summenzionati, un obiettivo espresso in questo modo lascia alle autorità un più ampio margine di manovra. È infatti pressoché impossibile giudicare fino agli ultimi mesi dell'anno se la banca centrale rispetterà l'obiettivo dichiarato. A quel punto le autorità possono eventualmente accettare di superarlo (come è avvenuto, ad esempio, nell'ultima parte del 1976). Queste modalità tecniche di definizione dell'obiettivo riflettono l'atteggiamento delle autorità tedesche, che è quello di non resistere a fluttuazioni di breve periodo nell'evoluzione dell'aggregato che costituisce il loro obiettivo intermedio, ma di guidarne piuttosto l'evoluzione nel medio periodo, in funzione di certi parametri. Nella determinazione dei tassi desiderati di sviluppo della MBC la *Bundesbank* tiene infatti in considerazione quattro fattori fondamentali: *a*) lo sviluppo previsto della capacità produttiva; *b*) le variazioni dell'utilizzo di tale capacità; *c*) il tasso di aumento dei prezzi; *d*) la variazione nella velocità di circolazione della moneta (Schlesinger, 1976). L'andamento di quest'ultima variabile è parallelo a quello dell'utilizzo della capacità produttiva, di modo che eventuali errori di previsione su queste due variabili si compensano. Le due variabili decisive per l'esatta determinazione dell'obiettivo sono, quindi, quelle relative all'aumento della capacità produttiva e del livello dei prezzi. La prima può essere prevista con una certa precisione, mentre la seconda introduce un elemento volontaristico ineliminabile. Per essere realistico l'obiettivo annunciato deve infatti scontare un tasso di aumento dei prezzi accettato dalle diverse parti sociali, che in tal modo implicitamente accettano una certa distribuzione del reddito prodotto nel periodo.

Le autorità tedesche hanno sempre sostenuto che la ragione principale dell'annuncio degli obiettivi di crescita della moneta era quella di fornire agli operatori economici un quadro chiaro e certo della intenzione delle autorità stesse, in particolare la loro disponibilità a finanziare aumenti dei prezzi. L'enunciazione dell'obiettivo nella forma di un tasso medio annuo, anziché di un tasso massimo e di un tasso minimo, come negli Stati Uniti, sottolinea l'importanza preminente attribuita all'effetto psicologico dell'annuncio sul comportamento degli operatori.

Nel *Regno Unito* l'annuncio di un obiettivo in termini di M3 è stato deciso nel luglio 1976 per l'anno fiscale 1976-77. Il tasso desiderato di aumento di M3 nei dodici mesi terminanti nell'aprile 1977

era indicato nel 12 per cento. Nel dicembre 1976, in connessione con la concessione del prestito del FMI, le autorità monetarie britanniche hanno indicato il loro obiettivo intermedio in termini di DCE (*Domestic Credit Expansion*), definita come la somma del credito bancario in sterline al settore privato e del fabbisogno del settore pubblico finanziato con mezzi monetari, rendendo noto peraltro anche il tasso di aumento di M3 implicito. Quest'ultimo obiettivo è stato formulato in termini di un tasso minimo (9 per cento) e massimo (13 per cento), secondo l'uso americano.

La decisione di annunciare obiettivi monetari in termini di una specifica variabile riveste un particolare interesse dato il tradizionale approccio britannico di « look at everything ». Come ha precisato, tuttavia, lo stesso Governatore della Banca d'Inghilterra « ... by all means look at all relevant factors when setting the target; but let us try to define clearly what we are aiming at » (The Banker, 1977). L'effetto principale che anche in questo caso si vuole ottenere è quello di far conoscere alle parti sociali la misura in cui le autorità monetarie sono disposte ad accettare un trasferimento sui prezzi dei maggiori costi di produzione.

In *Francia* un obiettivo di aumento della massa monetaria è stato reso noto per il 1977. L'aumento al dicembre 1977 di M2 (12,5 per cento) è stato fissato tenendo conto di quello previsto per il prodotto interno lordo a prezzi correnti.

Occorre sottolineare che nel caso francese, come per il Regno Unito, il tasso di aumento dichiarato di M è quello implicito nell'andamento di un altro obiettivo intermedio che le autorità monetarie ritengono preminente. Nella esperienza britannica quest'ultimo era rappresentato dalla DCE, in quella francese dall'espansione del credito bancario. Quest'ultimo è sottoposto, fin dal dicembre 1972, ad una forma di « encadrement » con la quale le autorità fissano ogni anno gli incrementi mensili consentiti ai crediti concessi dalle banche. Essendo questi la contropartita di gran lunga più importante della massa monetaria, i limiti quantitativi al loro aumento implicano limiti dello stesso ordine di grandezza dell'offerta di moneta. La fissazione di « plafonds » creditizi, d'altra parte, ha di per sé un effetto di annuncio sul comportamento degli intermediari finanziari e sul pubblico.

In *Italia* l'annuncio degli obiettivi della politica monetaria risale a un'epoca più lontana di quella in cui cominciarono le esperienze ora ricordate di altri paesi, ma assume una forma in parte diversa.

Una legge del 1968 stabilisce che il « Comitato interministeriale per il credito e il risparmio » si attiene alle direttive generali del « Comitato interministeriale per la programmazione economica » per la ripartizione globale dei flussi monetari tra le varie destinazioni, in conformità alle linee di sviluppo fissate dal programma economico nazionale. Da allora la Banca d'Italia ha definito schemi nei quali vengono evidenziati i flussi di fondi relativi ai principali operatori (Tesoro, aziende di credito, istituti di credito speciale) e strumenti finanziari (base monetaria, titoli a reddito fisso, attività finanziarie dell'economia). Previsioni di questi flussi vengono periodicamente effettuate nel corso dell'anno e pubblicate, per l'anno in corso, nella Relazione annuale della Banca. Le previsioni dei flussi finanziari vengono elaborate sulla base di ipotesi circa l'andamento delle principali grandezze di contabilità nazionale. Quelle parti del modello econometrico che già sono in funzione vengono usate in sede di previsione di questi flussi.

L'impostazione seguita in Italia non è dunque quella di annunciare in termini quantitativi un obiettivo, ma piuttosto di dare i principali elementi di un quadro di grandezze finanziarie tra loro coerenti. In termini analitici, questo è l'approccio di chi preferisce verificare e definire la condotta monetaria attraverso un'ampia gamma di indicatori piuttosto che privilegiare una singola relazione, quale può essere quella che lega la moneta al reddito. A questa originaria impostazione si è aggiunta, dal 1974, la prassi di definire l'azione monetaria anche in termini di una particolare grandezza, il credito totale interno, scelta come variabile strategica dagli organismi internazionali che prestano il proprio sostegno finanziario all'Italia. E in relazione a questo obiettivo, in alcune occasioni la Banca d'Italia ha imposto limitazioni alla crescita degli impieghi bancari, che sono la componente più mobile e, nel breve periodo, meno facilmente controllabile del credito totale. La definizione dell'obiettivo di credito totale interno è il risultato di una aggregazione dei flussi definiti nello schema più generale sopra accennato. Con queste procedure si istituisce un legame tra l'approccio più analitico proprio della Banca d'Italia e quello più sintetico preferito dagli organismi internazionali.

Gli effetti psicologici dell'« annuncio » di un obiettivo monetario che, come si è detto, sono motivo essenziale degli esperimenti tentati in altri paesi, sono, d'altra parte, di difficile valutazione nell'attuale contesto italiano. Malgrado numerose voci si siano recentemente levate per sostenere l'opportunità di dare maggior significato

« politico » all'indicazione del previsto andamento degli aggregati monetari,³⁴ è chiaro che tale soluzione è tanto più difficile e rischiosa quanto più sono radicate le aspettative inflazionistiche. In assenza di una pronta revisione di tali aspettative il peso dell'aggiustamento tenderà a concentrarsi sul livello dell'attività economica e dell'occupazione.

4. La scelta dell'obiettivo intermedio

Un aspetto interessante delle recenti esperienze di politica monetaria nel Regno Unito e in Francia è quello di aver entrambi i paesi adottato obiettivi intermedi formulati non solo in termini di massa monetaria, ma anche della sua componente interna.

Una prima spiegazione dell'attenzione rivolta alla componente interna dell'offerta di moneta deriva dal fatto che entrambi i paesi hanno problemi di bilancia dei pagamenti. In effetti, nella letteratura sugli obiettivi intermedi spesso si dimentica che nella funzione di preferenza delle autorità compare oltre l'equilibrio interno — occupazione, prezzi — anche quello esterno. Qualora quest'ultimo abbia importanza preminente, un obiettivo in termini di DCE è superiore a un obiettivo in termini di M2. In una economia aperta con tassi fissi o parzialmente flessibili, esiste un legame fra il saldo della bilancia dei pagamenti e l'offerta di moneta. Il pubblico può infatti aggiustare l'offerta di moneta in termini nominali alla domanda importando o esportando moneta attraverso gli avanzi e i disavanzi della bilancia dei pagamenti.

La scelta di un obiettivo in termini di DCE implica che le autorità danno maggiore importanza al raggiungimento di obiettivi di equilibrio esterno piuttosto che interno. In tal caso, infatti, gli effetti monetari della bilancia dei pagamenti possono ripercuotersi sul sistema economico come in regime di « gold-standard ». L'uso generalizzato di questo obiettivo intermedio, da parte delle autorità

³ « ...Io credo che noi si debba seguire una politica basata sulla indicazione, ad inizio di periodo, della quantità di moneta che le autorità si propongono di creare, in maniera da costringere le parti sociali ad adattare il loro comportamento alla quantità di moneta, invece di costringere l'autorità ad adattare la quantità di moneta al comportamento delle parti sociali... ». Intervista di G. Carli a *Europa Mensile Europeo* del 2 marzo 1977.

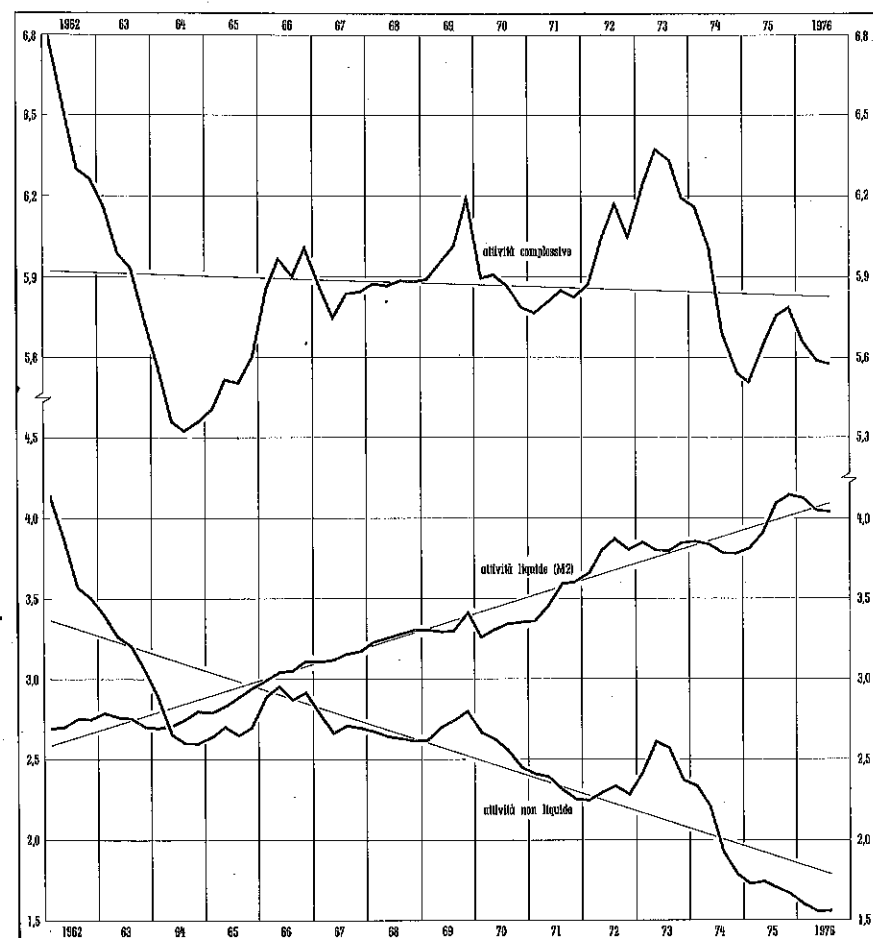
⁴ CENTRO STUDI DI POLITICA ECONOMICA (CEEP), 3° Rapporto Annuale, gennaio 1977.

monetarie dei paesi in avanzo e di quelli in disavanzo, faciliterebbe il processo di aggiustamento. Tuttavia, è comprensibile che tale approccio venga più facilmente accettato da paesi in disavanzo sui quali più fortemente si esercita una pressione per il riequilibrio dei loro conti con l'estero. Nel caso di paesi in avanzo gli obiettivi interni riacquistano preminenza: per esempio, possono essere inaccettabili le pressioni inflazionistiche derivanti dalla mancata sterilizzazione degli effetti monetari di un avanzo dei pagamenti con l'estero.⁵

L'esperienza italiana in materia di obiettivi intermedi consente di introdurre un'ulteriore qualificazione. Non esiste, infatti, solo un problema di scelta fra M2 o DCE, ma anche un problema di scelta fra il totale delle attività finanziarie e la sua componente liquida (M2) e fra il totale del credito interno e la sua componente bancaria (DCE). Le autorità italiane sono tradizionalmente restie a considerare l'andamento della massa monetaria come un obiettivo significativo a causa dell'elevato grado di sostituibilità fra i diversi tipi di attività finanziarie domandate dal pubblico. L'importanza di questo ultimo fenomeno, probabilmente più rilevante che in altri paesi, riflette aspetti istituzionali propri dell'Italia, in particolare il fatto che i depositi bancari sono remunerati e quindi in questa forma viene tenuta larga parte della ricchezza finanziaria delle famiglie. Per questo motivo si ritiene più elevata la sostituibilità della moneta con le altre attività finanziarie che con le attività reali. All'ipotesi monetarista di una stabile domanda di moneta si sostituisce quella di una stabile domanda di attività finanziarie totali. È interessante notare che, dai primi anni '60, mentre il totale delle attività finanziarie sull'interno è rimasto, malgrado ampie oscillazioni, costante rispetto al prodotto interno lordo, si è prodotto un notevole mutamento di composizione fra attività liquide e non liquide (fig. 1). Lo spostamento a favore delle prime si è accentuato negli anni '70 per effetto dell'inflazione e della maggiore variabilità dei tassi di interesse sui titoli a reddito fisso. Le attività liquide erano pari nel 1976 a circa il 75 per cento delle attività finanziarie totali sull'interno, contro il 40 per cento circa del 1961. Tuttavia, rimane confermata anche dall'esperienza degli ultimi anni una notevole variabilità nella composizione dei portafogli finanziari degli operatori. Essa

⁵ Il Governatore della Banca d'Inghilterra ha, ad esempio, affermato che «...we can look forward to a situation developing when our large current account deficits are transformed into sizeable surpluses. In this situation, it could be advantageous to go back to a money supply target...». (*The Banker*, Feb. 1977).

Fig. 1

ATTIVITA' FINANZIARIE DEL PUBBLICO¹

(1) - Rapporti con il prodotto lordo interno; scarti dal trend.

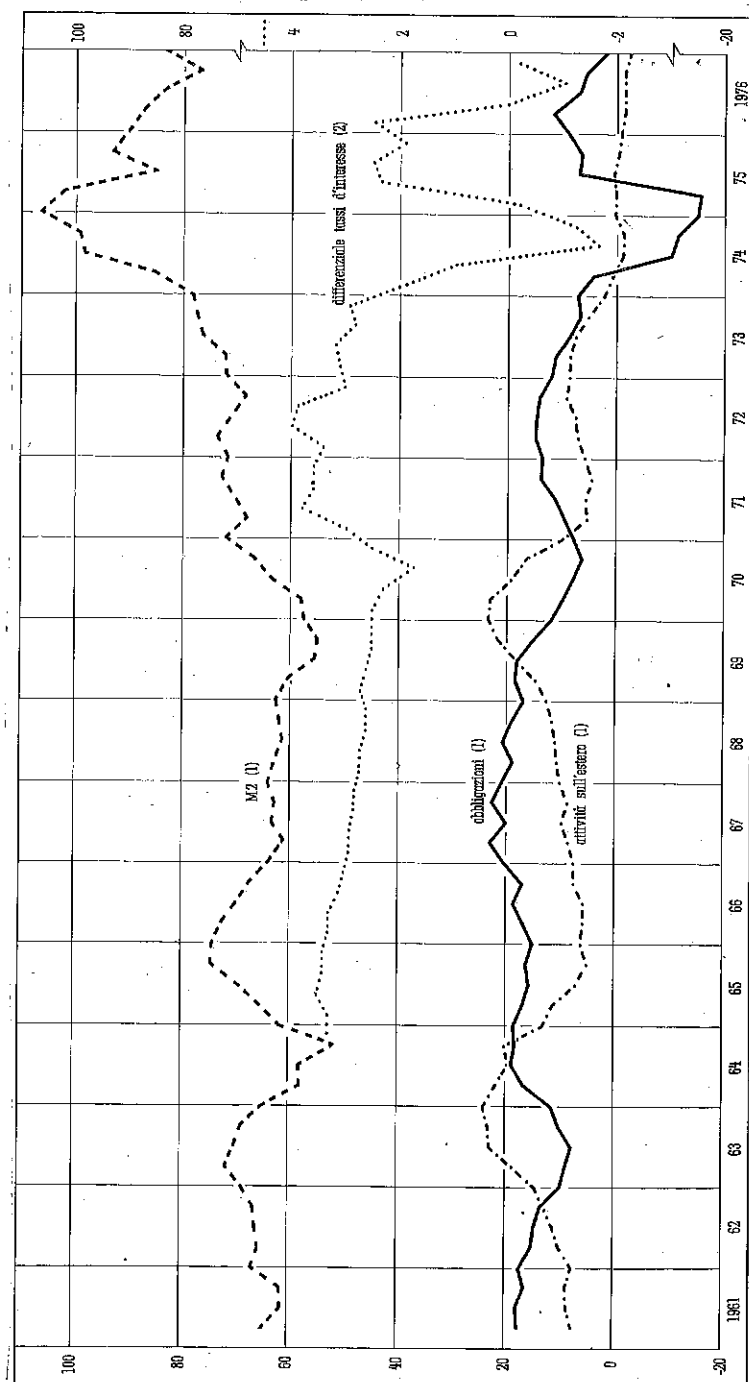
risponde con rapidità a mutamenti della struttura dei tassi d'interesse (fig. 2).

Considerazioni analoghe inducono le autorità italiane a guardare, dal lato delle attività, al credito totale interno anziché al credito erogato attraverso uno specifico canale, ad esempio quello bancario.

Se si escludono i fondi raccolti all'estero e con emissioni di azioni (che non rientrano nell'aggregato usato come obiettivo intermedio dalle autorità monetarie italiane), il credito ottenuto dal settore non statale passa attraverso le banche, gli istituti speciali di credito

Fig. 2

ATTIVITÀ FINANZIARIE DEL PUBBLICO



¹ In percentuale dell'aumento delle attività complessive nei dodici mesi.

² Differenziale dei tassi d'interesse (lungo termine - breve termine) aggiustato per una stima delle attese di guadagni o perdite in conto capitale.

e il mercato obbligazionario. Nel contesto italiano il credito erogato dalle banche e dagli istituti speciali di credito è in larga misura fungibile, dati gli stretti legami operativi esistenti fra i due tipi di intermediari finanziari. L'accesso al mercato obbligazionario è disciplinato dalle autorità che debbono preventivamente autorizzare le nuove emissioni e possono quindi regolare il flusso di credito ottenibile direttamente attraverso il mercato.

Il credito totale interno è quindi un aggregato controllabile da parte delle autorità e l'impatto di sue variazioni, più di quello delle singole componenti, sembra avere nel breve periodo, una stretta correlazione con le variabili reali (Cotula-Micossi, 1977). Lo schema logico di riferimento si desume dalla relazione di equilibrio fra risparmio e investimenti del settore privato:

$$[1] \quad (X-M) + (G-T) = \Delta AF - (\Delta PFI + \Delta PFE)$$

dove $(X-M)$ e $(G-T)$ sono, rispettivamente, il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti e il fabbisogno del settore pubblico; AF è la domanda di attività finanziarie del settore privato (sull'interno e sull'estero), mentre PFI e PFE sono rispettivamente, i finanziamenti ottenuti da quest'ultimo dall'interno e dall'estero. Poiché il credito totale interno è definito come:

$$[2] \quad CTI = (G-T) + \Delta PFI$$

dalla [1] risulta che

$$[3] \quad (X-M) = \Delta AF - CTI - \Delta PFE$$

Se l'obiettivo è un certo saldo desiderato di parte corrente e le autorità consentono la formazione di attività finanziarie in misura eccedente la domanda del pubblico, l'eliminazione dell'eccesso di offerta avverrà attraverso un deficit delle partite correnti. Il credito totale interno è la parte dell'offerta di attività finanziarie che le autorità possono controllare in una economia aperta.

La relazione fra credito totale interno e il saldo corrente dipenderà dalla funzione di domanda di attività finanziarie del pubblico. Data una certa domanda di attività finanziarie, e determinato il valore del credito totale compatibile con il saldo desiderato di parte corrente non è, in prima approssimazione, rilevante né la composizione delle attività finanziarie complessive, né quella del credito totale. Tuttavia, se muta il rapporto desiderato fra attività finanziarie sull'interno e

sull'estero, si determinano movimenti di capitali che influenzano il saldo globale della bilancia dei pagamenti. Nell'esperienza italiana recente, peraltro, il controllo dei movimenti di capitali con l'estero è stato attuato con misure di carattere prevalentemente amministrativo, e la quota di attività finanziarie sull'estero dei residenti ha mostrato negli ultimi anni una netta flessione (fig. 2).

Risulta quindi evidente dalla succinta illustrazione del modello di riferimento usato dalle autorità italiane che le principali differenze rispetto al modello « standard » del FMI sono, per quanto riguarda l'obiettivo, il considerare il saldo di parte corrente anziché il saldo globale di bilancia dei pagamenti, e, per quanto riguarda lo strumento, il riferimento al credito totale anziché alla sola DCE (Vaciago, 1975).

5. Norme monetarie e coordinamento delle politiche economiche

La scelta da parte di alcuni paesi di obiettivi intermedi di politica monetaria con esclusivo riferimento alle condizioni economiche interne ha dirette implicazioni sul coordinamento delle politiche economiche fra i paesi industriali, in particolare fra quelli appartenenti a raggruppamenti regionali come la CEE.

Il riferimento ad un obiettivo intermedio espresso in termini di offerta di moneta o di credito complessivi, anziché delle rispettive componenti interne, implica il ricorso sistematico a misure di sterilizzazione degli effetti monetari della bilancia dei pagamenti che sanciscono la rottura del sistema semi-automatico di coordinamento delle politiche monetarie operante in un sistema di cambi fissi.

Nel quadro istituzionale fissato dagli accordi di Bretton Woods un'espansione produttiva interna che avesse indotto aumenti dei prezzi non compatibili con il mantenimento dell'equilibrio esterno provocava, in un paese a moneta non di riserva, il progressivo esaurimento delle scorte di liquidità internazionale. Il loro livello era fra le determinanti della funzione di reazione delle autorità e influenzava quindi l'attività di creazione di base monetaria interna e indirettamente l'andamento dell'offerta di moneta; dato un certo livello di attività produttiva e di reddito, ne risultava modificata la velocità di circolazione della moneta e quindi il livello dei tassi di interesse. Naturalmente, il funzionamento del sistema è risultato nella realtà tutt'altro che perfetto. Le « regole del gioco » hanno posto un minor grado di

pressione all'aggiustamento nei confronti dei paesi con un avanzo di bilancia dei pagamenti rispetto a quelli in disavanzo, per cui alcuni paesi europei e il Giappone hanno potuto mantenere nel corso degli anni '60 bilance commerciali strutturalmente eccedentarie che hanno trovato la loro contropartita nel progressivo peggioramento della bilancia degli Stati Uniti, peggioramento finanziato con la creazione di liquidità internazionale in dollari. Nell'ambito di un regime di « dollar standard » i disavanzi di liquidità degli Stati Uniti non potevano che facilitare il finanziamento delle crescenti pressioni inflazionistiche e il raggiungimento del punto di rottura del sistema.

Tale punto di rottura è stato contrassegnato dal passaggio generalizzato ad un sistema di cambi flessibili. In tal modo la politica monetaria ha riacquisito, nel breve periodo, una certa autonomia nei confronti dell'estero, l'effetto di uno squilibrio esterno potendo essere scaricato sul livello del tasso di cambio anziché su quello delle riserve. Di fatto, tale autonomia si è rivelata illusoria. In particolare, in economie aperte e altamente indicizzate un deprezzamento del cambio, anche se causato da fenomeni temporanei, tende ad essere rapidamente « convalidato » da movimenti dei costi e dei prezzi interni. L'intera struttura dei tassi di cambio tende ad adeguarsi con ritardi sempre più brevi ai differenziali dei costi e dei prezzi relativi, riducendo l'importanza del cambio come strumento di politica economica.⁶ Se la politica monetaria « accompagna » questi aggiustamenti, si innesta un « circolo vizioso » che tende a creare divaricazioni sempre più profonde fra le situazioni economiche dei diversi paesi.

L'indicazione di norme monetarie da parte delle banche centrali costituisce un tentativo di stabilire nuove regole di comportamento che sostituiscano quelle implicite nel sistema di cambi fissi (Parkin, 1977). Queste norme, tuttavia, vengono fissate unilateralmente dalle autorità monetarie nazionali, e, se nella funzione di preferenza di queste ultime gli obiettivi di equilibrio interno sono privilegiati rispetto a quello esterno, le diverse norme nazionali possono risultare incompatibili fra di loro. Seguendo le « regole del gioco » del sistema di cambi fissi, ogni paese dovrebbe proporsi una norma relativa alla componente interna dell'aggregato monetario rilevante nel proprio contesto istituzionale (DCE, CTI). In caso contrario il sistema può risultare instabile, oppure il peso dell'aggiustamento può essere ine-

⁶ « ... "real" exchange rate changes, in the sense of a sustained shift in relative cost/price positions have been rather moderate since the oil crisis... ». (OCSE, *Economic Outlook*, July 1977).

gualmente distribuito. Si possono considerare tre casi illustrativi di tali ipotesi con riferimento, per semplicità, a un mondo a due paesi, uno inizialmente in disavanzo (A), l'altro in avanzo (B). In entrambi i paesi sia M la variabile monetaria finale rilevante.

1) Ambedue i paesi hanno obiettivi relativi a M e compensano gli effetti monetari degli squilibri di bilancia dei pagamenti. Il paese A subirà un deflusso continuo di riserve e/o un deprezzamento del tasso di cambio. Il paese B accumulerà indefinitamente riserve e/o dovrà accettare un progressivo apprezzamento del cambio. Il sistema è *instabile*.

2) Il paese A non compensa la distruzione di M che avviene attraverso la bilancia dei pagamenti, segue cioè una norma di DCE; ciò induce un aumento dei tassi di interesse interni con effetti positivi sui movimenti di capitali e, successivamente, della bilancia commerciale. Il deflusso di riserve e/o il deprezzamento del cambio viene frenato. Il paese B sterilizza invece l'afflusso di valuta derivante dall'avanzo iniziale, seguendo una norma in termini di M e mantiene quindi inalterato il livello dei tassi interni. È il tasso di interesse di A che si muove fino al livello di quello di B. A quel punto anche il livello delle riserve e del tasso di cambio di B si stabilizzeranno. Il sistema *tende alla stabilità*, ma tutto il peso dell'aggiustamento ricade sul paese inizialmente in disavanzo.

3) Entrambi i paesi non sterilizzano gli effetti monetari degli squilibri della loro bilancia dei pagamenti, entrambi cioè controllano la loro DCE. Il livello del tasso d'interesse si muoverà in direzioni opposte in A e B finché il livello delle loro riserve e/o dei tassi di cambio si stabilizzerà. Il sistema *converge più rapidamente verso l'equilibrio* rispetto al caso [2] e i costi dell'aggiustamento sono ripartiti fra i due paesi.

Conclusioni analoghe si possono raggiungere nel caso di n paesi (De Grauwe, 1975): il paese che segue una politica basata su una norma monetaria rigida e un tasso di cambio perfettamente flessibile « esporta » i suoi problemi interni di aggiustamento.

L'accettazione generalizzata di obiettivi intermedi espressi in termini di DCE, benché sia la soluzione logicamente più soddisfacente, appare non realistica, perché riporterebbe di fatto al regime di cambi fissi travolto dai profondi mutamenti in corso nell'equilibrio economico mondiale. Occorre tuttavia rilevare che l'attuale sistema

internazionale sta tornando, dopo l'esplosione inflazionistica della prima metà degli anni '70, a regole del gioco abbastanza simili a quelle operanti in regime di cambi fissi, benché formulate in modo diverso. Infatti, i paesi con bilancia dei pagamenti in avanzo, seguono norme monetarie volte ad obiettivi interni (stabilità dei prezzi), mentre quelli con disavanzi nei conti con l'estero sono indotti a seguire — per la difficoltà di finanziare lo squilibrio esterno e per evitare gli effetti perversi di un continuo deprezzamento del cambio — norme monetarie che privilegiano l'obiettivo della bilancia dei pagamenti. Questa asimmetria fra paesi creditori e debitori, che riproduce una situazione di fatto esistente anche nel sistema basato sugli accordi di Bretton Woods, introduce nel sistema una tendenza deflazionistica.

Nell'attuale fase di « rientro » da un periodo altamente inflazionistico questo assetto può anche essere considerato necessario o accettabile. Ciò implica, tuttavia, la convinzione che attraverso politiche restrittive di tipo tradizionale che incidono sullo sviluppo della domanda si riesca a superare situazioni di squilibrio che in molti paesi hanno origine nell'inadeguatezza della struttura produttiva. Nell'ambito della CEE, se il coordinamento delle politiche monetarie venisse inteso in termini così restrittivi, si otterrebbe il risultato di accelerare la disgregazione della Comunità. L'aggiustamento delle bilance dei pagamenti dei paesi della Comunità dovrebbe invece avvenire seguendo « piani di rientro » coordinati, che, modificando gradualmente la struttura produttiva e i rapporti costi/prezzi all'interno dei singoli paesi, ne riavvicinino le economie. Per la politica monetaria ciò dovrebbe tradursi nella definizione in sede comunitaria di un insieme di norme monetarie nazionali coerenti.

L'« effetto di annuncio internazionale » derivante da una prassi di questo tipo può produrre effetti stabilizzanti sulle aspettative degli operatori. Si può infatti argomentare che qualora le autorità di un paese compensino anche parzialmente gli effetti monetari della bilancia dei pagamenti, lasciando indeterminato l'andamento degli aggregati monetari finali, vengano meno gli effetti d'annuncio sulle aspettative degli operatori discussi nei paragrafi precedenti. Essendo noto il comportamento delle diverse autorità monetarie nazionali e il valore delle elasticità dei movimenti di capitali fra i paesi della Comunità,⁷ è tuttavia ancora possibile determinare con sufficiente approssimazione

⁷ Naturalmente, per mantenere il necessario grado di realismo, si dovrebbe tenere conto anche dell'andamento della politica monetaria dei maggiori paesi esterni alla Comunità, in particolare degli Stati Uniti.

l'evoluzione delle variabili monetarie finali (massa monetaria, attività finanziarie complessive, credito totale), che influenzano direttamente le variabili reali. L'annuncio in sede comunitaria delle norme monetarie nazionali, oltrech  auspicabile perch  consente un coordinamento *ex-ante* delle politiche economiche dei paesi membri,   quindi condizione necessaria per stabilizzare le aspettative degli operatori in presenza di politiche monetarie che rispettino il vincolo dell'equilibrio esterno.

CESARE CARANZA

BIBLIOGRAFIA

- BARRO, R., "Rational Expectations and the Role of Monetary Policy," in *Journal of Monetary Economics*, 2/1976.
- BURNS, A., "Statements to Congress," in *Federal Reserve Bulletin*, Feb. 1975.
- COTULA, F. - MICOSI, S., "Riflessioni sulla scelta degli obiettivi intermedi della politica monetaria nella esperienza italiana," Banca d'Italia - Servizio Studi, *Contributi alla Ricerca Economica*, 1977 (in corso di pubblicazione).
- DE GRAUWE, P., "The Interaction of Monetary Policies in a Group of European Countries," in *Journal of International Economics*, 5/1975.
- FRIEDMAN, B. M., "Targets, Instruments, and Indicators of Monetary Policy," in *Journal of Monetary Economics*, 1/1975.
- FRIEDMAN, M., "The Role of Monetary Policy," in *American Economic Review*, March 1968.
- FRIEDMAN, M., Audizione al Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, *Monetary Policy Oversight*, Feb. 1975.
- MODIGLIANI, F., "The Monetarist Controversy: or Should we Forsake Stabilization Policies?," *American Economic Association Presidential Address*, Sept. 1976.
- O.C.D.E., *Economic Outlook*, July 1977.
- PARKIN, M., "The Transition from Fixed Exchange Rates to Money Supply Targets," in *Journal of Money, Credit and Banking*, Feb. 1977, Parte 2^a.
- POOLE, W., "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model," in *Quarterly Journal of Economics*, May 1970.
- POOLE, W., "The Making of Monetary Policy: Description and Analysis," in *New England Economic Review*, March-April 1975.
- RICHARDSON, F., "A View from the Governor," in *The Banker*, Feb. 1977.
- SARGENT, T. J. - WALLACE, N., "'Rational' Expectations, The Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule," in *The Journal of Political Economy*, 1/1975.
- SCHLESINGER, H., "Recent Experiences with Monetary Policy in the Federal Republic of Germany," paper presented at the Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy, 1976.
- VACIAGO, G., "Credito totale interno e offerta di moneta," in *Rivista internazionale di scienze sociali*, settembre/dicembre 1975.