

Obiettivi prestabiliti di espansione monetaria: esperienze e problemi *

I. Introduzione

Negli ultimi anni un crescente numero di paesi dell'Europa Occidentale ha adottato la prassi di fissare obiettivi di crescita per l'offerta di moneta e/o per altri aggregati monetari. Il nuovo approccio, ovviamente, ha implicato l'abbandono di metodi di controllo imperniati sui tassi d'interesse come obiettivo intermedio di politica. Quali i motivi del diffondersi della nuova tecnica? Forse che le banche centrali si sono d'improvviso convertite ai precetti del "monetarismo"? O si tratta di una prammatica reazione a un mutamento del contesto economico, di ciò cui di recente alludeva Milton Friedman — una influenza dottrinale della "bruta esperienza"?¹

Negli anni sessanta, sotto l'influenza della nuova teoria quantitativa, si è prestata crescente attenzione agli aggregati monetari. Ma solo di recente l'impiego di obiettivi pubblicamente dichiarati è diventato un fenomeno diffuso. Uno dei primi paesi europei a dichiarare un obiettivo del genere — pressapoco nello stesso tempo degli Stati Uniti² — è stata la Germania, dove nel dicembre 1974 la *Bundesbank* annunciava il tasso "desiderato" di crescita della "moneta di Banca centrale" per i successivi dodici mesi. Quasi contemporaneamente la Svizzera adottava un obiettivo per la base monetaria e per la M_1 ; e sempre nel '74 l'Italia cominciava a proporsi un obiettivo per l'espansione del credito totale. In Canada l'uso di obiettivi cominciò nell'autunno del 1975. Successivamente anche il Regno Unito

* L'A. è molto grato per gli utili commenti ricevuti da colleghi della Banca per i Regolamenti Internazionali, in particolare da W. H. Bruce Brittain.

¹ MILTON FRIEDMAN, "Nobel lecture: Inflation and Unemployment", *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3 (1977), p. 470.

² Peraltro, le autorità monetarie degli Stati Uniti avevano cominciato fin dal 1971 a impiegare obiettivi per aggregati monetari a fini interni.

e la Francia adottavano obiettivi per certi aggregati, ma in circostanze notevolmente diverse da quelle della maggior parte degli altri paesi. In Olanda l'obiettivo è stato congegnato sotto forma di un rapporto della M_2 al reddito nazionale, ma le autorità considerano questa soluzione come non diversa nella sostanza dal nuovo metodo invalso altrove. La Spagna fin dai primi anni settanta ha posto obiettivi di sviluppo per l'offerta di moneta intesa nel significato più ampio, obiettivi peraltro da valere prevalentemente come guida per le banche commerciali. Uno o due altri paesi, anche se non pubblicamente impegnati in obiettivi, sono venuti elaborando previsioni normative di espansione monetaria. Per contro, taluni paesi — per esempio, l'Austria, il Belgio e la Svezia — hanno continuato a rinunciare esplicitamente all'uso di obiettivi quantitativi.

II. Motivi per l'adozione di dichiarati obiettivi monetari

Hanno avuto un'importanza fondamentale nel promuovere il ricorso a obiettivi quantitativi gli sconvolgimenti economici dei primi anni settanta: da una parte — per limitarci a una sintesi sommaria — il passaggio da parità fisse a un regime di fluttuazione dei cambi manovrata, dall'altra l'insorgere di un rapido processo d'inflazione associato con una forte disoccupazione.

A. *L'influenza dei regimi di cambio*

Le inter-relazioni fra regimi di cambio e orientamenti in materia di obiettivi monetari sono state piuttosto diverse. Sotto questo riguardo si possono distinguere tre gruppi di paesi.

A taluni dei paesi a moneta "forte", come Germania e Svizzera, l'avvento dei cambi fluttuanti ha offerto l'opportunità di recuperare l'autonomia monetaria. Le loro Banche centrali, liberate dall'obbligo di intervenire nei mercati dei cambi, hanno trovato negli obiettivi monetari il mezzo per indicare la loro ferma intenzione — e responsabilità — di porre limiti all'espansione monetaria. Ha loro giovato, a questo fine, anche il grado d'indipendenza che — a differenza di altre Banche centrali — da molto tempo godevano.

Un secondo gruppo è composto da paesi — fra cui il Regno Unito, l'Italia, la Francia e la Spagna — che hanno sperimentato ricorrenti tensioni nei conti con l'estero. In siffatti casi l'adozione

di obiettivi per certi aggregati monetari è stato fortemente influenzato dalla necessità di realizzare una maggiore stabilità dei cambi mediante la stabilizzazione della situazione monetaria. Di solito, la fissazione di un obiettivo è stato soltanto uno degli elementi di un più ampio programma di stabilizzazione. Inoltre, dove la finalità preminente è stato il riequilibrio dei conti con l'estero, l'obiettivo principale è stato talvolta formulato in termini di espansione del credito interno, in certi casi come condizione di un'azione internazionale di sostegno.

Un terzo gruppo comprende talune economie relativamente piccole, aperte e con regimi misti di cambio. Possiamo includervi il Belgio, l'Olanda e la Svezia,³ che hanno aderito al "serpente" europeo, e l'Austria che al "serpente" è strettamente legata anche se in modo non formale. Salvo l'Olanda, che segue una norma monetaria di un tipo particolare, nessuno dei paesi di questo gruppo usa un obiettivo monetario. Fra i vari motivi, la loro vulnerabilità di fronte a perturbazioni esterne e l'eventuale necessità di dare priorità ad aggiustamenti dei tassi di interesse militano contro impegni ad osservare specifici obiettivi monetari e a favore di tassi di cambio stabili.

Per parecchie Banche centrali obiettivi monetari sono diventati, in un certo senso, un punto di riferimento per la loro condotta, che ha preso il posto di parità di cambio fisse. L'esperienza dei cambi fluttuanti ha mostrato quanto sia difficile individuare il tasso di cambio appropriato. Adottando un determinato obiettivo monetario le autorità sono in una posizione più forte per resistere a troppe spinte inclinazioni a contrastare tendenze di fondo del mercato dei cambi.

B. *Inflazione e disoccupazione*

Il crollo del sistema di parità fisse di Bretton Woods e l'esplosione di un'inflazione mondiale, associata con un enorme rincaro dei prezzi dell'energia, convinsero molti paesi della necessità di nuove linee d'azione. Questa convinzione fu rafforzata dagli sviluppi del 1974 e oltre, allorché il mondo industriale fu colpito da una grave recessione, dalla quale non è ancora riuscito a districarsi. Ne vennero una crescente delusione per le politiche ormai convenzionali delle "sagaci sintonizzazioni" (il cosiddetto "fine tuning") e la com-

³ La Svezia, membro del "serpente", ha deciso in agosto 1977 di recedere per il momento.

preensione delle vie per le quali l'inflazione può essere fonte di disoccupazione. E venne crescendo anche la consapevolezza che creazioni eccessive di moneta tendono ad essere seguite nel medio termine da un tasso accelerato di inflazione.

Si aggiunga, da un punto di vista operativo, che molte Banche centrali dell'Europa occidentale hanno finito per accogliere la tesi che, con tassi d'inflazione alti e variabili, la massa monetaria è una base più sicura dei tassi d'interesse per orientare l'azione di controllo. Non soltanto tassi d'interesse nominali possono dare una falsa impressione del grado di restrizione o di larghezza monetaria; è anche difficile stimare quali potrebbero effettivamente essere i corrispondenti tassi reali. Come ha osservato un banchiere centrale, "...l'inflazione da una inflessione monetarista — o quasi monetarista — a pressoché tutto il processo di formazione della politica monetaria. Ciò è particolarmente vero quando... i tassi d'inflazione sono molto variabili e quindi difficili da prevedere".⁴

In questa situazione, l'adozione di obiettivi monetari è stata pertanto suggerita in parte dalla loro potenziale utilità ad aiutare a uscire gradualmente da una fase di forte inflazione. Un preventivo impegno a un dato tasso di aumento di un aggregato monetario contribuisce, si pensa, a determinare una struttura di aspettative atta a spegnere ordinatamente un processo inflazionistico. Annunciando l'obiettivo prefissato, gli operatori economici — *in primis*, le imprese e i sindacati — vengono avvertiti che le aspettative devono essere basate non sugli attuali, ma sui futuri tassi prestabiliti di espansione monetaria. Con l'andar del tempo, gli obiettivi vengono gradualmente abbassati.

Un approccio di questo tipo sembra in consonanza con la dottrina monetarista, secondo la quale una stabile, moderata espansione monetaria assicurerebbe una base più sicura per le decisioni degli operatori privati. Peraltro, le posizioni dei paesi europei sembrerebbe siano andate, per certi aspetti, oltre questo punto. Per esempio, nei tentativi di abbassare il tasso di inflazione, le autorità europee si sono avvedute di essere di fronte a mercati (dei beni e del lavoro) meno concorrenziali di quelli esistenti, poniamo, negli Stati Uniti. Così, perfino nel caso della Germania, esse, nello stabilire il loro obiettivo

⁴ HENRY C. WALLICH, "Innovations in Monetary Policy" relazione presentata alla Southern Economic Association, Atlanta, Georgia, 18 novembre 1976, p. 2, mimeo.

e nel correlarlo al PNL nominale, si sono spinte fino a indicare le sue possibili implicazioni per i prezzi e la produzione, lasciando poi agli operatori di sopportare le conseguenze dei loro propri atti. Secondo Bockelmann, "...l'elemento veramente nuovo della pubblicazione di obiettivi quantitativi..." sta nell'intento "...di evitare il costoso processo dell'imparare da infelici esperienze e di agevolare per quanto possibile gli aggiustamenti al corso della politica monetaria".⁵

Inoltre, per certi paesi un obiettivo monetario rappresenta molto più di un impegno della Banca centrale. Invero, esso può essere un obiettivo accolto, negoziato o stabilito dal governo e riflettere l'atteso esito più di un ampio programma economico che dell'azione della Banca centrale come tale.⁶ Negli ultimi tempi molti governi si sono trovati di fronte a grossi, talvolta imponenti, disavanzi del settore pubblico, e hanno ravvisato in obiettivi monetari un utile strumento di auto-disciplina per la riduzione dei disavanzi e/o la limitazione del ricorso al finanziamento monetario.⁷ Un'altra autonoma fonte di perturbazione monetaria, in taluni paesi più frequente che in altri, è stato l'esercizio del potere contrattuale di forti organizzazioni sindacali. In simili circostanze una gestione appropriata della moneta deve poggiare su una combinazione di politiche dei redditi, del debito pubblico, fiscale e monetaria. La responsabilità della gestione della moneta può pertanto andare ben oltre i confini della stessa Banca centrale, e un obiettivo monetario può diventare un punto focale per la coerente formulazione del programma economico complessivo. Questa opinione è stata chiaramente espressa dal Governatore Richardson della Banca d'Inghilterra: "penso — così nel suo discorso agli esponenti della City del 21 ottobre 1976 — che sia giusto mirare pubblicamente a una crescita della massa monetaria che permetta un tasso realistico di sviluppo economico, ma che non lasci spazio, se non entro dati limiti, al tasso d'inflazione. La politica monetaria e fiscale — e aggiungerei la politica dei redditi — hanno ognuna la loro parte da svolgere e dovrebbero formare un tutto coerente".

⁵ HORST BOCKELMANN, "Quantitative Targets for Monetary Policy in Germany", relazione preparata per il seminario di banche centrali e istituti internazionali organizzato dalla Banca di Francia, aprile 1977, p. 2.

⁶ In taluni casi gli obiettivi monetari possono essere indirettamente sorretti da obiettivi fiscali, per esempio, da "limiti di cassa" per le spese pubbliche o da limiti per l'indebitamento statale.

⁷ Quando una Banca centrale può far valere un certo grado di indipendenza, un obiettivo monetario può essere talvolta considerato come uno strumento per premere sul governo affinché migliori la sua posizione finanziaria.

Rispetto alle finalità ultime, può dirsi che la prassi degli obiettivi monetari abbia in tutti i paesi un orientamento a medio termine. Il fine è di ridurre il tasso d'inflazione, o di tenerlo basso, e di favorire in pari tempo un graduale ritorno ad alti livelli di occupazione.⁸ In questo senso l'uso di obiettivi è in piena consonanza con la strategia a medio termine adottata dai paesi dell'OCSE e descritta nel cosiddetto "Scenario per il 1980".⁹ Anche la Banca per i Regolamenti Internazionali si è espressa, nella 46ª Relazione annuale (p. 133), a favore di obiettivi monetari; e analoga raccomandazione è stata fatta a metà '77 dal cosiddetto Rapporto McCracken.¹⁰

Nell'ambito della Comunità Europea taluni paesi hanno ravvisato negli obiettivi monetari un promettente strumento per armonizzare le situazioni monetarie tra gli stati membri. Già nel tardo 1973 i Ministri economici e finanziari della CEE avevano concordato che nell'anno successivo i paesi membri dovessero cercare di ridurre gradualmente l'espansione della moneta e quasi moneta a un valore corrispondente al tasso di sviluppo del PNL reale aumentato del tasso-obiettivo di rincaro dei prezzi. E nel 1976 la Commissione della CEE raccomandava per la prima volta, nel suo rapporto annuale, l'adozione di obiettivi monetari come mezzo per promuovere una convergenza delle condizioni economiche entro la Comunità. Ma la raccomandazione era poi esclusa dalle direttive della Commissione per la politica economica del 1977.¹¹ Probabilmente, date le gravi incertezze economiche del momento e i dubbi di certi paesi circa l'opportunità di "obiettivi", un'accettazione generale di impegni a osservare obiettivi monetari dovette sembrare impossibile. Oggi la coordinazione della politica monetaria sembra affidata all'autonoma scelta di obiettivi intermedi da parte dei singoli paesi.

In definitiva, è mia impressione che l'uso di obiettivi monetari sia stato in pratica influenzato più dalla forza degli eventi che dal nuovo monetarismo. Sul fondamento di questa opinione ritorno nei paragrafi che seguono.

⁸ In Svizzera, per esempio, "l'obiettivo monetario... può essere considerato un compromesso tra il desiderio da una parte di fornire una massa monetaria per quanto è possibile abbondante per ragioni riguardanti la recessione, la disoccupazione, i cambi e i tassi d'interesse, e il desiderio dall'altra parte di evitare una nuova ondata d'inflazione" (da un discorso di F. LEUTWILER a Basilea del 19 gennaio 1976).

⁹ OECD, "A growth scenario for 1980", 1976.

¹⁰ OECD, "Towards full employment and price stability", giugno 1977, p. 193.

¹¹ *The Times*, 23 novembre 1976.

III. Fissazione degli obiettivi e risultati: raffronti internazionali

Il modo di determinare gli obiettivi monetari differisce notevolmente da paese a paese. I grafici e le tavole qui inseriti forniscono un quadro generale dei valori indicati per i vari obiettivi a partire dal 1974 e degli effettivi risultati. A fini comparativi, sono anche riportati dati relativi agli Stati Uniti e al Canada. In pratica, i criteri adottati negli Stati Uniti sono più flessibili di quelli applicati altrove: gli obiettivi sono annunciati con quattro trimestri di anticipo e per tre diverse definizioni di moneta; ogni obiettivo è indicato non con una cifra unica ma sotto forma di una fascia di valori; e ogni valore può essere cambiato ad ogni trimestre successivo.¹² Anche in Canada viene indicata una fascia di valori, ma per un solo obiettivo (M_1), perché, fra l'altro, il comportamento degli altri aggregati dipende in parte da aspetti istituzionali del comportamento dei tassi d'interesse sottratti al controllo della Banca centrale. Negli Stati Uniti l'espansione della M_2 e della M_3 ha avuto tendenza a spingersi verso i limiti superiori, mentre quella della M_1 è stata, fino a poco fa, molto più moderata.

Nell'Europa occidentale ci sono quasi tanti obiettivi diversi quanti sono i paesi che li usano, come conseguenza, tra l'altro, della forte diversità degli assetti istituzionali. Nel significato monetarista del termine, nessun paese usa la "base monetaria" come obiettivo intermedio, anche se la Svizzera la impiega come obiettivo operativo nel cercare di controllare la M_1 e abbia avuto a lungo importanza operativa anche in Italia. Nel caso della Germania la "moneta di Banca centrale" non è la stessa cosa della base monetaria — esclude infatti le riserve in eccesso — e dovrebbe piuttosto essere considerata come una media ponderata della M_3 tedesca. In generale, pertanto, gli obiettivi intermedi vanno dalla M_1 (Canada, Svizzera e Stati Uniti) al credito totale (Italia).

Quanto alla scelta degli obiettivi, si tende in genere a risolvere il problema considerando soprattutto da un lato la controllabilità dell'aggregato e dall'altro il suo grado di correlazione con il prodotto na-

¹² In pratica, almeno fino a poco fa, il peso maggiore sembra sia stato dato alla M_1 . In ogni sua riunione il Comitato federale per le operazioni di mercato aperto (FOMC) fissa le cosiddette "zone di tolleranza" per M_1 e M_2 basate sui tassi medi di crescita in periodi mobili di due mesi. Queste zone o fasce sono abbastanza ampie, come riflesso dell'alto grado di incertezza dei movimenti a breve termine degli aggregati monetari.

**OBIETTIVI MONETARI DICHIARATI
E TASSI EFFETTIVI DI ESPANSIONE MONETARIA**

Paese	Aggregato monetario	Periodo indicato per l'obiettivo	Obiettivo		Risultati effettivi
			aumento assoluto o percentuale		
Canada	M ₁	II/1975 - II/1976	10 - 15		12,0 ¹
		Febbraio-Aprile 1976 - II/1977	8 - 12		8,6
		II/1977 - II/1978	7 - 11		.
Francia	M ₂	12 mesi a Dicembre 1976	.		12,8
		12 mesi a Dicembre 1977	12,5 ²		.
		12 mesi a Dicembre 1978	12		.
Germania	Moneta di banca centrale	IV/1974 - IV/1975	8		9,5
		Media 1975 - media 1976	8		9,2
		Media 1976 - media 1977	8		.
		Media 1977 - media 1978	8		.
Italia	Espansione del credito totale	Marzo 1974 - Marzo 1975	Lit. 21.800 miliardi ²		Lit. 21.600
		Marzo 1975 - Marzo 1976	Lit. 24.700 miliardi ²		Lit. 35.220
		Dicembre 1975 - Dicembre 1976	Lit. 29.500 miliardi ²		Lit. 33.280
		Dicembre 1976 - Dicembre 1977	Lit. 30.600 miliardi ^{2,3}		.
		Marzo 1977 - Marzo 1978	Lit. 30.000 miliardi ²		.
Olanda	M ₂ /reddito nazionale netto	Fine 1976	.		41,0
Spagna	M ₃	1977-80 ⁴	37,0		.
		Gennaio - Giugno 1975	18 ⁴		21,7
		Luglio - Dicembre 1975	14		21,8
		Gennaio - Luglio 1976	16 - 17		21,8
		Agosto 1976	20		21,8
		Settembre - Dicembre 1976	21		21,9
		Gennaio - Luglio 1977	20		21,9
		Agosto - Dicembre 1977	20 - 17 ⁴		.
Svizzera	Base monetaria	Dicembre 1974 - Dicembre 1975	6		6,2
		Media 1975 - media 1976	6		3,8
	M ₁	Dicembre 1974 - Dicembre 1975	6		5,9
		Media 1975 - media 1976	6		8,0
		Media 1976 - media 1977	5		.
Regno Unito	Espansione del credito interno	12 mesi a metà Aprile 1977	Lst. 9,0 miliardi ²		Lst. 4,2 mld.
		12 mesi a metà Aprile 1978	Lst. 7,7 miliardi ²		.
		15 mesi a metà Giugno 1978	Lst. 7,7 miliardi ²		.
	Offerta di moneta (M ₃) in sterline	12 mesi a metà Aprile 1977	9 - 13 ⁵		7,5
		12 mesi a metà Aprile 1978	9 - 13 ⁵		.
Stati Uniti	M ₁	I/1975 - I/1976	5,0 - 7,5		4,9
		I/1976 - I/1977	4,5 - 7,0		6,1
		I/1977 - I/1978	4,5 - 6,5		.
		II/1977 - II/1978	4,0 - 6,5		.
		III/1977 - III/1978	4,0 - 6,5		.
	M ₂	I/1975 - I/1976	8,5 - 10,5		9,5
		I/1976 - I/1977	7,5 - 10,0		10,8
		I/1977 - I/1978	7,0 - 9,5		.
		II/1977 - II/1978	7,0 - 9,5		.
		III/1977 - III/1978	6,5 - 9,0		.
	M ₃	I/1975 - I/1976	10,0 - 12,0		12,2
		I/1976 - I/1977	9,0 - 12,0		12,6
		I/1977 - I/1978	8,5 - 11,0		.
		II/1977 - II/1978	8,5 - 11,0		.
		III/1977 - III/1978	8,0 - 10,5		.

¹ Tasso d'espansione dal II/1975 a febbraio-aprile 1976, periodo scelto per evitare l'influenza di scioperi postali.

² Limite superiore.

³ Il limite superiore è stato modificato in Lit. 32.000 miliardi nel settembre 1977.

⁴ Progressiva riduzione.

⁵ Fascia dichiarata compatibile con l'obiettivo fissato per l'espansione del credito interno (DCE).

zionale lordo. Nei paesi europei, a prescindere dalla difficoltà di identificare, negli ultimi anni, l'aggregato più stabile, considerazioni pratiche di controllo sembrano aver avuto una parte importante nelle decisioni prese. In taluni paesi le autorità hanno potuto fare affidamento soprattutto sulla manipolazione dei tassi d'interesse per realizzare gli obiettivi, mentre in altri paesi il controllo è dipeso in parte dall'impiego di limitazioni quantitative del credito. La scelta dell'aggregato, inoltre, è stata in taluni casi influenzata dalla tempestività delle statistiche pertinenti. Paesi infine aventi difficoltà di bilancia dei pagamenti hanno trovato conveniente, o necessario, porre l'accento sul cosiddetto credito interno totale anziché su un aggregato tipicamente monetario. In sostanza, gli obiettivi ora in uso sono piuttosto sperimentali o provvisori.

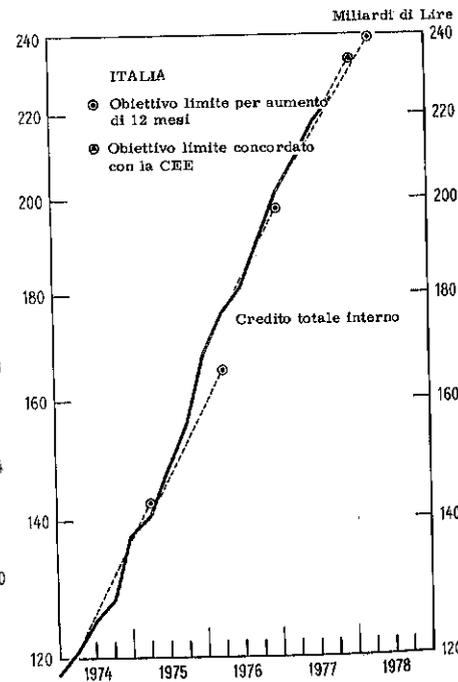
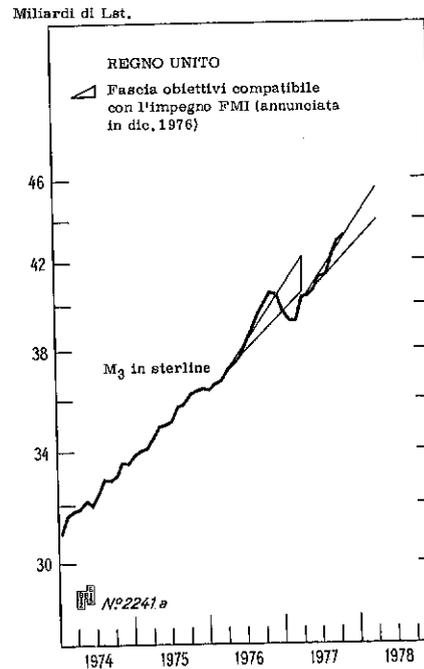
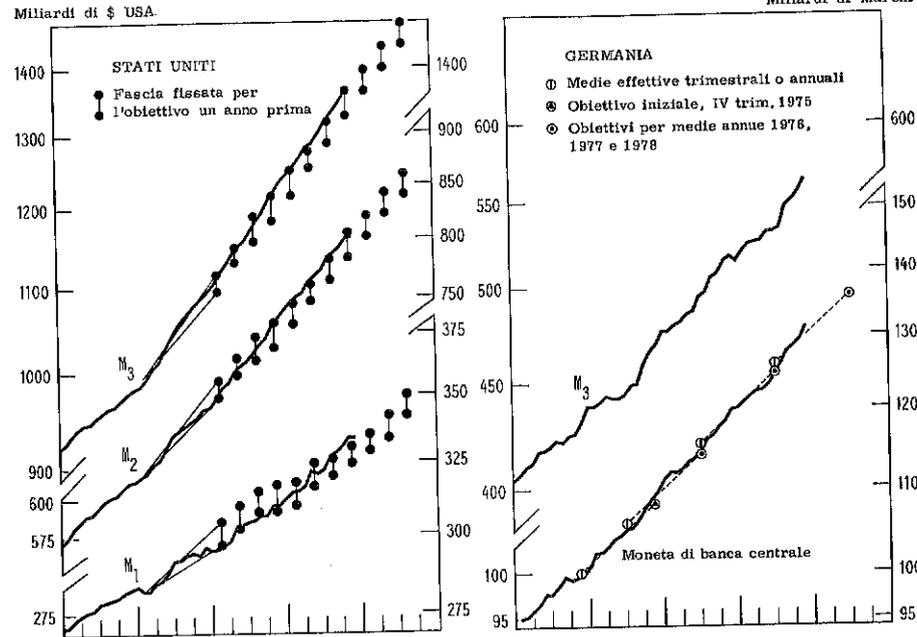
Che cosa è meglio per un obiettivo: un valore unico o una fascia di valori? Quando lo scopo principale è di condizionare le aspettative di mercato dando la maggior certezza possibile alle intenzioni delle autorità, sarebbe raccomandabile un unico valore, o, al più, una fascia di valori molto ristretta. La maggioranza degli autori del Rapporto McCracken ritiene che il metodo degli obiettivi "...dovrebbe essere applicato in modo pragmatico e moderatamente flessibile...; taluni paesi possono preferire un limite superiore e inferiore, stabiliti con decisione interna o pubblicamente annunciati, piuttosto che un punto fisso".¹³ Di fatto, la soluzione di una fascia di valori piuttosto ampia, adottata, come si è visto, negli Stati Uniti, è stata accolta in Europa solo dal Regno Unito.¹⁴ La Francia, la Germania, la Spagna e la Svizzera usano tutti obiettivi espressi con un'unica cifra. Lo stesso è vero anche per l'Italia, dove l'obiettivo può essere considerato più come un "tetto" che come uno specifico traguardo da raggiungere. Ovviamente, è più facile mancare un obiettivo a cifra unica, e frequenti "errori" possono compromettere la credibilità dell'obiettivo.

Con quale frequenza gli obiettivi dovrebbero essere riveduti? Di nuovo, se si pone l'accento sull'importanza delle aspettative di mercato, l'obiettivo, di norma, dovrebbe essere mutato il meno possibile. La prassi dell'Europa occidentale differisce da quella degli Stati Uniti. In Europa, di regola, l'obiettivo è fissato soltanto una volta

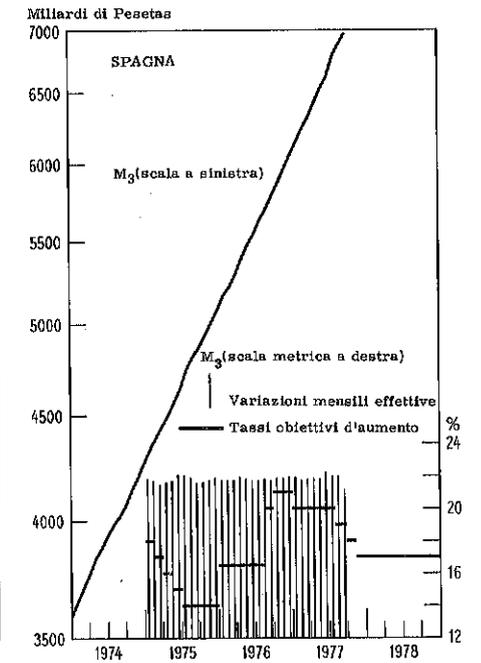
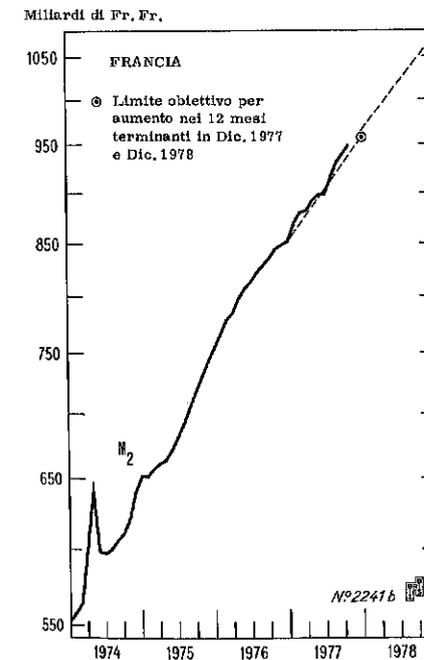
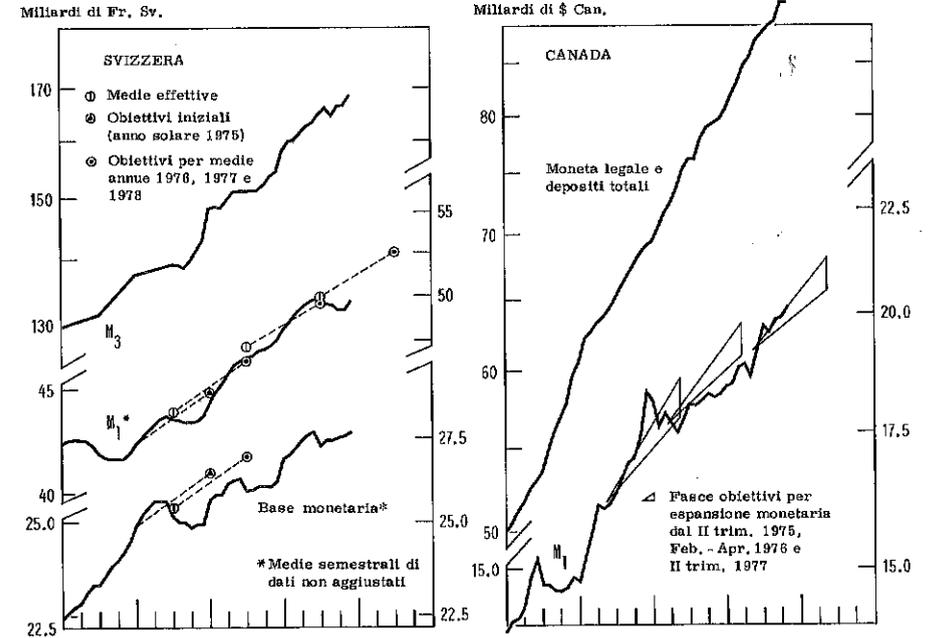
¹³ OECD, *op. cit.*, p. 194. Il Rapporto aggiunge che la fascia potrebbe essere gradualmente ristretta col passare del tempo e in base all'esperienza acquisita.

¹⁴ Un possibile inconveniente di una fascia di valori è che il limite superiore potrebbe essere considerato come l'obiettivo effettivo.

OBIETTIVI MONETARI E ESPANSIONE DELLA MONETA
(scala semi-logaritmica)



OBIETTIVI MONETARI E ESPANSIONE DELLA MONETA
(scala semi-logaritmica)



l'anno, di solito verso l'autunno quando vengono redatti i bilanci per l'anno successivo, e, in taluni paesi, prima dell'inizio di una nuova tornata di trattative salariali. Fa eccezione il Regno Unito, ove il momento adatto per la riformulazione di obiettivi monetari è in primavera al tempo della compilazione del bilancio statale. La Germania e forse in qualche misura la Svizzera¹⁵ attribuiscono importanza a un tasso stabile di crescita monetaria: ivi, sebbene gli obiettivi abbiano subito mutamenti sotto certi aspetti, i valori sono rimasti notevolmente costanti. Gli orientamenti di altri paesi sembrano meno in consonanza con il precetto monetarista, principalmente per due ragioni: da una parte, quando il punto di partenza si è più allontanato da una posizione d'equilibrio, la necessità di abbassare gradualmente l'obiettivo; dall'altra, il peso che certi governi intendono assegnare a finalità di breve termine.¹⁶

Quali strumenti o tecniche vengono impiegati per raggiungere i traguardi prescelti? In senso lato, come si è accennato, certi paesi ritengono l'espansione monetaria determinata per gran parte dall'insieme della politica economica. Il movimento della moneta rifletterebbe quindi l'impatto non soltanto delle politiche fiscali e dei redditi, ma anche delle politiche dei cambi e del controllo valutario. In senso stretto, due tecniche, o una loro combinazione, vengono fondamentalmente impiegate: manovra dei tassi d'interesse, controlli quantitativi.

L'uso dei tassi d'interesse come variabile strumentale chiave per realizzare obiettivi monetari quantitativi non è, ovviamente, per nulla paradossale, purché le autorità siano disposte a permettere che i tassi per il credito della Banca centrale fluttuino in misura sufficientemente ampia da riuscire coerente con l'obiettivo monetario.¹⁷ Non soltanto negli Stati Uniti e in Canada, ma anche in vari paesi europei

¹⁵ La Banca Nazionale Svizzera ha sottolineato che l'obiettivo di espansione della massa monetaria è un tasso indicato come valore guida, che viene di continuo riesaminato e che potrebbe essere, se necessario, alzato o abbassato. In pratica però le variazioni sono state piccole.

¹⁶ L. PRICE, "Monetary objectives and instruments in the United Kingdom", Seminario delle Banche centrali e istituzioni internazionali organizzato dalla Banca di Francia, aprile 1977. "La risposta monetarista (che variazioni dell'espansione monetaria in definitiva riusciranno solo a mutare il tasso d'inflazione) sembra insufficiente, dacché i governi si preoccupano di ciò che accade non solo nel breve ma anche nel lungo termine" (p. 14).

¹⁷ I pericoli insiti nell'uso strumentale a breve termine dei tassi d'interesse sono di tre ordini: a) stima inesatta dell'elasticità al tasso d'interesse della funzione di domanda di base monetaria; b) inesatta previsione del movimento dell'attività economica; c) trascuranza di possibili mutamenti della regolamentazione o delle pratiche delle banche.

politiche della Banca centrale intese a influenzare i tassi d'interesse a breve possono essere destinate a influire sulla domanda di base monetaria. Ma, in contrasto con l'esperienza degli Stati Uniti, nei paesi europei la gestione del debito pubblico e/o le operazioni di mercato aperto sono state tendenzialmente usate in modo più flessibile nei mercati a medio e lungo termine, in parte con l'intento di controllare l'espansione monetaria. In proposito si possono citare il Belgio, la Germania, l'Olanda, la Svezia, la Svizzera e il Regno Unito, anche se le tecniche adottate e gli obiettivi primari sono stati diversi da paese a paese. All'occasione, come è di recente accaduto in Olanda e in Germania, una politica di bassi tassi d'interesse può essere perseguita per incoraggiare deflussi di capitali.

Taluni paesi, peraltro, trovano necessario o opportuno ricorrere a controlli quantitativi del credito per limitare l'espansione monetaria. In seguito a un forte aumento del credito al settore privato, l'Olanda è di recente tornata a questa tecnica, in parte con l'intento di ridurre al minimo gli afflussi di capitale indotti dai tassi d'interesse. Anche la Banca d'Italia, nel contesto degli sforzi di stabilizzazione della situazione italiana, ha applicato limiti quantitativi al credito negli ultimi anni. Da anni la Francia usa similari prescrizioni con la sua politica di "encadrement du crédit", che contribuisce a contenere l'espansione monetaria. In Danimarca i "tetti" in vigore per il credito si applicano alle linee di credito inutilizzate e sono in parte serviti a stimolare afflussi di capitale. Nel Regno Unito il cosiddetto "deposito supplementare", non da molto sospeso, ha in certi periodi contribuito a limitare l'espansione del credito, poiché una pesante penalità colpiva la crescita di date poste passive oltre determinati limiti.

IV. Problemi posti dall'introduzione di obiettivi monetari

L'esperienza degli obiettivi monetari in Europa occidentale non solo è di fresca data, ma si è anche svolta da una parte nel contesto sostanzialmente nuovo dei cambi fluttuanti e, dall'altra, in un periodo per la maggior parte di recessione. In varie occasioni le autorità monetarie hanno osservato che si tratterebbe di una prassi provvisoria o sperimentale, lasciando così il suo avvenire piuttosto incerto. Ciò che è certo è che essa sarebbe sottoposta a una prova reale se la ripresa giungesse a un tono più sostenuto, poiché allora potrebbe essere necessario accettare notevoli aumenti dei tassi d'interesse come mezzo

di controllo monetario.¹⁸ In via alternativa, la prova da sostenere potrebbe essere di un tipo differente, ossia di come o se modificare gli obiettivi qualora la produzione ristagnasse di nuovo e i prezzi continuassero a salire a tassi inaccettabili. Di recente è stato osservato che, se obiettivi prestabiliti di espansione monetaria sono una pratica ormai diffusa, "i collegamenti cruciali — per esempio, tra moneta e inflazione o tra crescita monetaria e spesa — vengono ignorati".¹⁹

Si può dubitare, è vero, della fermezza del proposito dei governi dell'Europa occidentale di realizzare il *diretto* controllo dell'aggregato-obiettivo per mezzo dell'azione della Banca centrale. In un certo senso gli orientamenti europei riflettono una più complessa valutazione del processo monetario e, in pari tempo, sensibilità per gli ostacoli che potrebbero inceppare la regolarità del suo funzionamento. Come si è detto, il comportamento dell'offerta di moneta tende ad essere considerato come funzione dell'insieme delle politiche economiche, non semplicemente della politica della Banca centrale. Se quell'insieme è giusto, sarà giusto anche il comportamento della moneta. In fondo, obiettivi monetari possono servire come controllo della coerenza delle politiche in atto e in pratica implicano un continuo esercizio di politica economica da parte di coloro la cui opera incide sui risultati monetari. Ritengo però che sarebbe anche giusto dire che gli obiettivi monetari hanno implicato qualcosa di più. La loro adozione è derivata dalla determinazione delle autorità monetarie di assoggettare l'offerta di moneta a un miglior controllo, anche se ciò dovesse imporre una condotta della Banca centrale meno permissiva che in passato.

Nell'esame dell'uso e dell'importanza di obiettivi monetari in Europa occidentale, è opportuno concentrare l'attenzione su tre aspetti: a) offerta di moneta; b) domanda di moneta; c) comportamento dei prezzi e della produzione.

A. Variabilità dell'offerta di moneta

Come si può valutare l'influenza che la prassi degli obiettivi ha avuto sull'effettivo comportamento della moneta? Una cosa è fissare un obiettivo, altra cosa è migliorare il comportamento del passato.

¹⁸ Negli Stati Uniti la prova sembra già arrivata, come testimoniano i tassi di espansione monetaria superiori ai traguardi in mesi recenti.

¹⁹ CITIBANK, *Monthly Economic Letter*, giugno 1977, p. 15.

La nuova prassi ha portato a un mutamento nel *modus operandi* e nei risultati o si è risolta nell'uso di nuovi termini, di nuove "etichette"?

Una prima verifica può essere fornita dal grado in cui l'effettiva espansione monetaria si è scostata dal valore-obiettivo prestabilito. Come indicano la tabella e i grafici di pag. 120, 121 e 128, un'espansione superiore agli obiettivi è stata talvolta notevole in Germania, Italia, Spagna e Stati Uniti; un'espansione inferiore si è avuta per periodi piuttosto estesi in alcuni paesi.

In secondo luogo, ci si può chiedere se il tasso-obiettivo di espansione monetaria ha avuto tendenza, com'era negli intenti, ad essere gradualmente abbassato. In realtà, la maggior parte dei paesi considerati può vantare in materia un certo successo: il tasso medio di espansione è stato ridotto durante il periodo di applicazione di obiettivi al di sotto del tasso rilevato durante il periodo pre-obiettivi.

In terzo luogo, sembra pertinente verificare se la varianza dell'espansione monetaria si è ridotta durante il periodo degli obiettivi relativamente al periodo precedente. Questa verifica è importante alla luce della tesi monetarista, secondo la quale l'alta varianza dell'espansione monetaria avrebbe contribuito alle incertezze del mercato. Solo per avere qualche impressione approssimativa, e senza annettere molto peso ai nostri computi in attesa di ricerche più approfondite, abbiamo fatto qualche calcolo grossolano di valori di varianza dell'espansione monetaria in vari paesi. Un interessante punto preliminare è che la deviazione standard media dell'espansione monetaria nell'intero periodo (fase degli obiettivi e fase pre-obiettivi) è affatto differente da paese a paese; si va, per la moneta in senso ampio, da un minimo di 0,05 per cento per trimestre negli Stati Uniti a un massimo di 1,3 per cento per trimestre nel Regno Unito. Sembra evidente che le risposte istituzionali all'adozione di obiettivi possono essere state in alcuni paesi più pronunciate che in altri.

Sulla base di calcoli di varianza relativa (statistica "F") apparirebbe che l'espansione monetaria (M_2) si è fatta più stabile in regime di obiettivi negli Stati Uniti, in Canada, in Germania e in Francia. Peraltro, essendo state le fasi degli obiettivi in taluni casi di breve durata, i nostri risultati, in questo momento, non sono più che vaghe indicazioni. Un raffronto in certo senso più generale è fornito dalla tabella che segue basata su periodi di tempo uniformi per ciascun paese piuttosto che su precise fasi di obiettivi e fasi pre-obiettivi. I risultati sono vari, ma la varianza della crescita di M_2 nel periodo recente (IV/75 - II/77) si è ridotta in paesi (diversi dagli Stati Uniti

e dal Regno Unito) che hanno adottato obiettivi monetari. È anche degno di nota il fatto che la varianza nel periodo recente è stata in molti casi meno stabile che durante un periodo tipico di cambi fissi, salvo che per la M_2 negli Stati Uniti, in Canada e in Giappone.

VARIANZE RELATIVE NELL'ESPANSIONE DELL'OFFERTA DI MONETA:
STATISTICA "F"¹

Paese	M_1			M_2		
	IV/61- IV/66	I/67- I/72	II/72- III/75	IV/61- IV/66	I/67- I/72	II/72- III/75
	rapporto					
Belgio	1,05	1,22	1,24	2,67	2,08	1,71
Canada	4,20	2,45	1,50	0,77	0,30	0,37
Francia	6,62	1,21	0,47	6,50	1,56	0,27
Germania	1,62	2,25	0,39	1,11	0,63	0,88
Giappone	1,36	2,44	1,26	0,71	1,21	0,43
Olanda	9,69	8,92	1,01	1,33	1,81	0,38
Svezia	3,14	3,94	.	1,48	2,85
Regno Unito . . .	2,67	1,35	0,64	8,19	5,28	2,43
Stati Uniti	1,28	1,28	1,68	0,89	0,35	1,31

¹ Varianza nell'espansione trimestrale di M_1 e M_2 nel periodo IV/1975-III/1977 divisa per la corrispondente varianza nel periodo indicato.

² Per Germania e Regno Unito, M_3 .

I migliori risultati finora realizzati con la prassi degli obiettivi difficilmente accontenteranno i monetaristi di stretta osservanza. Per essi — così è lecito opinare — gli obiettivi sono soggetti a variazioni troppo frequenti e in certi casi permettono variazioni troppo ampie entro l'ambito ammesso. Inoltre, si sono alle volte consentite alla espansione monetaria deviazioni troppo pronunciate dal sentiero dell'obiettivo, spesso in modo pro-ciclico.

Nell'Europa occidentale, i problemi inerenti alla controllabilità degli aggregati monetari possono presentare serie difficoltà. In termini puramente tecnici, e in assenza di gravi perturbazioni esogene, le Banche centrali ritengono, in generale, che, dati ragionevoli periodi di tempo, obiettivi monetari possono essere perseguiti con gli stru-

menti già disponibili. Tutte però porrebbero in risalto che gli aggregati soggetti a obiettivi quantitativi possono nel breve periodo fluttuare ampiamente rispetto all'obiettivo e che siffatti movimenti sono di difficile interpretazione.

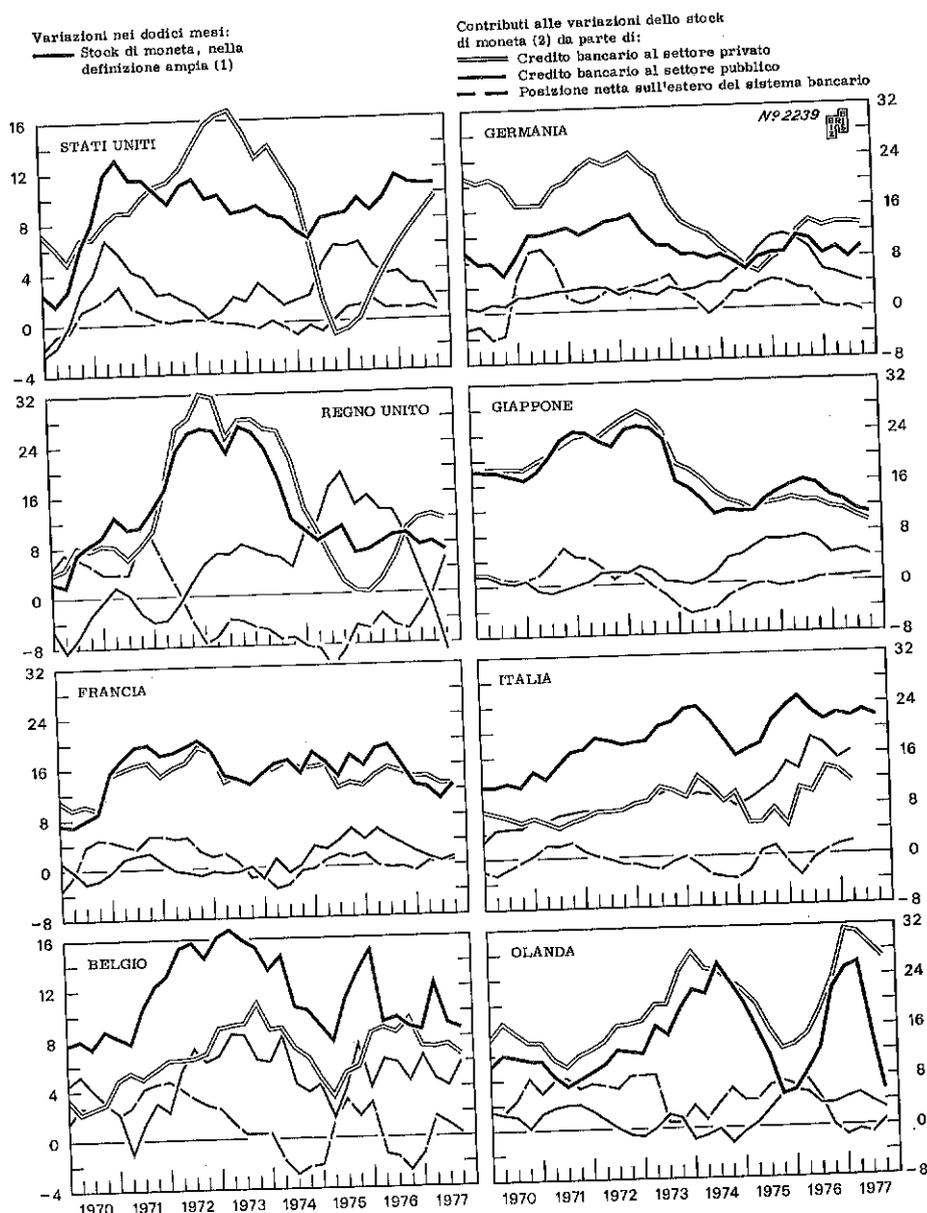
Un problema tecnico per la prassi degli obiettivi deriva, nel breve termine, dalle limitazioni che sul mercato possono incontrare la gestione del debito pubblico e le operazioni di mercato aperto. Così, nel Regno Unito ampie fluttuazioni a breve termine dell'offerta di moneta "sono state un riflesso del fatto che le vendite ufficiali di titoli governativi tendono ad avvenire a ondate, con periodi di vendite ingenti che si alternano con periodi di vendite esigue. La struttura istituzionale del Regno Unito è tale che quando le vendite scarseggiano, il finanziamento residuale del governo tende ad essere fornito dal sistema bancario, di solito nella forma di cambiali del tesoro, che accrescono sia lo stock di moneta sia le attività di riserva delle banche".²⁰ L'importanza di questo punto sembra confermata dal grafico che segue. Mentre negli Stati Uniti il credito del sistema bancario al settore pubblico varia in senso inverso al credito al settore privato, e quindi esercita un effetto stabilizzatore sull'offerta di moneta, la relazione nel Regno Unito, e anche in Belgio e in Italia, è positiva e destabilizzante. Il caso dell'Olanda appare simile a quello degli Stati Uniti; in Francia, in Germania e in Giappone il finanziamento monetario del settore pubblico non sembra aver presentato particolari difficoltà.

Il grafico indica inoltre che le difficoltà che possono derivare dal finanziamento monetario del settore pubblico possono estendersi ben oltre il breve termine, nel medio e lungo termine. Sia nel Regno Unito sia in Italia, per esempio, le esigenze finanziarie del settore pubblico e con esse il ricorso al sistema bancario sono da alcuni anni in aumento. Anche altri paesi hanno avuto forti incrementi nelle spese pubbliche, particolarmente per trasferimenti, e per lo più avvertono che non sarà facile ridurre gli attuali grossi disavanzi, indotti in parte dalla recessione, a dimensioni di agevole gestione via via che procederà la ripresa economica.²¹ Se non riusciranno a tanto, saranno disposti a permettere un rialzo dei tassi d'interesse sufficiente a realizzare i loro obiettivi monetari? D'altra parte, è indubbio che un'espansione dell'offerta di moneta ragionevolmente adeguata durante la reces-

²⁰ L. PRICE, *op. cit.*, p. 18.

²¹ BANCA PER I REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, "Public Sector Deficits: current problems and policies", Basilea, marzo 1977.

VARIAZIONI DELLO STOCK DI MONETA E
CONTRIBUTI DELLE SUE CONTROPARTITE



1. Fonti statistiche nazionali. Per la Germania e il Regno Unito, M_3 ; per gli altri paesi, M_2 (moneta più quasi-moneta). 2. I contributi percentuali delle contropartite equivalgono alla variazione percentuale della moneta, salvo differenze dovute a voci di bilancio non indicati (la principale è costituita da passività interne non-monetarie delle banche).

sione non avrebbe potuto avvenire se i governi non fossero disposti a incorrere in disavanzi d'entità eccezionale e a ricorrere al sistema bancario per finanziarli.

Una seconda fonte di potenziale perturbazione sta nel campo dei rapporti tra salari e prezzi. In Italia, per esempio, il forte superamento dell'obiettivo fissato per il credito totale nel periodo 1975-76 è spiegabile in larga parte con l'esplosione salariale del principio del 1975, esplosione assecondata da una successiva accelerazione dell'espansione monetaria. Nel Regno Unito il governo non si risolse a introdurre un obiettivo monetario finché non ebbe cercato nel giro di circa due anni di stabilizzare, nel contesto di una politica dei redditi, la crescita della M_3 intorno al 10 per cento. La scorsa estate i sindacati inglesi hanno respinto la richiesta di un terzo anno di formale politica dei redditi e, nella molto migliorata situazione economica, si è aperta la possibilità che l'inflazione salari-prezzi abbia di nuovo ad accelerarsi nonostante il persistere di una notevole disoccupazione. Si aggiunga che in parecchi paesi europei le tendenze a lungo termine della distribuzione dei redditi hanno profondamente inciso nella redditività e negli investimenti delle imprese. C'è il rischio che ambedue siano ulteriormente compressi da politiche di contenimento monetario qualora mancasse un analogo contenimento dei salari, con eventuali aumenti della disoccupazione a livelli intollerabili. Una politica dei redditi, anche se soltanto in forma di intese di massima, è pertanto considerata spesso un complemento essenziale di una politica di contenimento monetario.

Nei rapporti esterni, i cambi fluttuanti non hanno svolto in tutti i casi quella parte chiave nel controllo monetario che si sarebbe potuto attendersi. In Germania l'intervento sul mercato dei cambi nell'ambito del "serpente" ha talvolta accelerato eccessivamente l'espansione monetaria, pur senza creare gravi problemi. In Svizzera tale intervento è stato di fatto il principale mezzo per assicurare la crescita dell'offerta di moneta, ma il processo di espansione monetaria non è sfuggito di mano come era accaduto sotto il regime delle parità fisse. In altri paesi — Francia, Italia, Spagna e Regno Unito — il problema è stato a lungo di eccessiva espansione del credito interno; ma di recente la situazione è mutata nel Regno Unito, che ha dovuto affrontare ingenti afflussi di fondi derivanti in gran parte dalle prospettive aperte dal petrolio del Mare del Nord; nelle nuove circostanze il governo ha cercato dapprima di impedire rialzi eccessivi del cambio per mantenere competitive le esportazioni non petrolifere; e poi, quando l'of-

ferta di moneta minacciava di accelerarsi troppo, ha dato priorità all'obiettivo monetario e permesso al cambio di rivalutarsi. Come si è accennato, alcuni dei minori paesi della CEE sono esposti a forti impulsi esterni derivanti dalla loro adesione al "serpente" e trovano quindi difficile accettare impegni a osservare determinati obiettivi per l'offerta di moneta.

Un'altra fonte di problemi per la prassi degli obiettivi monetari è la gestione dei tassi d'interesse. Per talune delle minori economie molto "aperte" il bisogno di autonomia nella manovra dei tassi d'interesse ha pesato contro l'adozione di obiettivi monetari. Ma anche nei paesi maggiori l'accettazione di obiettivi del genere non ha significato l'esclusione della possibilità di dare spazio, e alle volte perfino priorità, a esigenze emergenti nel campo dei tassi d'interesse. Ciò può portare talvolta a variazioni dei tassi piuttosto forti, se giudicate necessarie per mantenere ordinate condizioni sui mercati dei cambi, mentre altre volte perturbazioni della liquidità interna possono giustificare politiche intese a tenere relativamente stabili i tassi d'interesse. Fino a che punto forti variazioni dei tassi possano costituire un reale problema per il controllo monetario sembrerebbe dipendere soprattutto dal fatto che la situazione sia oppur no reversibile. Variazioni dei tassi possono essere alle volte compatibili con tale controllo anche nel breve periodo, e comunque può darsi che abbiano effetti soltanto di breve durata che possono permettere un rapido ritorno a obiettivi quantitativi per lo stock di moneta. Ma se talune finalità dei tassi d'interesse possono essere inserite e perseguite nel contesto di un obiettivo monetario, ve ne possono essere altre che, se accolte, richiederebbero di accrescere la variabilità sia dei tassi d'interesse sia dello stock monetario.

Difficoltà più gravi possono essere create da fattori istituzionali e politici che impediscono l'aggiustamento dei tassi d'interesse. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, per esempio, aumenti notevoli di tassi di mercati concorrenti possono provocare sconvolgimenti nel mercato edilizio, ove per regolamentazione legale o per convenzione i tassi d'interesse sui mutui ipotecari sono relativamente lenti a modificarsi. In Italia si è perseguita in passato una politica di relativamente stabili tassi a lungo termine per incoraggiare flussi di fondi al mercato finanziario; ma alla fine questo indirizzo ha dovuto essere abbandonato a favore di tassi molto più alti. In Svizzera l'ingente volume di debiti ipotecari fa dei tassi d'interesse una delicata questione politica; ma

bassi tassi d'interesse vi sono sostenuti anche come mezzo per incoraggiare esportazioni di capitali.

Si potrebbe aggiungere che relative rigidità di certi tassi d'interesse possono essere state una notevole fonte di perturbamento per i mercati dei cambi di taluni paesi. Per esempio, dato che forti spostamenti internazionali di depositi e prestiti hanno luogo prevalentemente attraverso i canali bancari, il comportamento di tassi bancari passivi e attivi relativamente ai tassi dei mercati internazionali può avere una considerevole influenza. In pratica, sembra che i tassi di cambio a termine si aggiustino principalmente in relazione ai tassi dei depositi, talché ogni tendenza di questi ultimi a modificarsi relativamente ai tassi dei mercati internazionali dà origine solo a incentivi di breve durata a spostare fondi. I tassi sui prestiti bancari, invece, sono spesso molto meno flessibili, e differenze possono insorgere, anche su base coperta, che possono portare a persistenti movimenti di capitali a senso unico. Movimenti siffatti possono avere importanti implicazioni sia per i cambi sia per il controllo monetario.

Ovviamente, nel tentare di risolvere conflitti tra obiettivi monetari e tassi d'interesse, vi può essere ampio spazio per manipolazioni della struttura dei tassi. Nell'Europa occidentale, particolarmente lo scorso anno in occasione di tensioni all'interno del "serpente", taluni paesi si sono mostrati pronti a spingere i tassi a breve termine a livelli molto alti per difendere le loro parità. Un altro recente caso interessante è quello della Francia, dove i tassi dei prestiti bancari furono tenuti piuttosto bassi per esigenze interne, mentre i tassi del mercato monetario furono spinti al rialzo per ragioni esterne.

Un altro modo, più generale, di risolvere conflitti del genere consiste nel procedere a modificazioni tra i vari elementi della politica economica. Nell'Europa occidentale, più che negli Stati Uniti, si pensa all'esistenza di un autonomo comportamento dei costi/prezzi; e taluni paesi sono giunti a credere nella necessità di qualche forma di politica dei redditi, perfino su una base semi-permanente. Notevole importanza è anche attribuita all'entità dei disavanzi del settore pubblico e alla necessità di finanziarli, per quanto possibile, con mezzi non monetari. Per queste ragioni, le autorità dei vari paesi sono in genere consapevoli che, a seconda della struttura della politica economica (in gergo, della "policy mix"), differenti livelli dei tassi d'interesse — e insieme differenti tassi di risparmio, di investimento, di sviluppo — sono compatibili con un dato tasso di crescita dell'offerta di moneta.

B. Variabilità della domanda di moneta

Quanto solidi, dal lato della domanda di moneta, sono i fondamenti empirici della prassi degli obiettivi monetari nei paesi europei? Una funzione di domanda di moneta relativamente stabile è, ovviamente, un presupposto per il successo di quella prassi. Per quanto ne so, l'esperienza del passato non è molto rassicurante in proposito; e le perturbazioni degli ultimi anni sembra abbiano ancor più confuso il quadro. In Germania il presupposto della stabilità sembra esistere, mentre recenti ricerche nel Regno Unito hanno rilevato per la funzione di domanda della M_1 una stabilità maggiore di quella constatata in passato. Nei paesi europei che si sono astenuti dal fissare obiettivi si sostiene invece che mancano simili prove di stabilità, o che la stabilità constatata dice poco sull'ordine di causazione.

Non mi sento sufficientemente informato per parlare con sicurezza su questa materia. Per dare però qualche grossolana indicazione, presento una tabella con qualche semplice calcolo che mostra la variabilità della velocità, rispetto al reddito, dell'offerta di moneta in otto paesi: Stati Uniti, Canada, Giappone e, in Europa, Belgio, Francia, Germania, Regno Unito e Svezia. Non ho tenuto conto dell'influenza dei saggi di interesse; ma, per ridurre la loro importanza, ho usato un'ampia definizione di moneta. I calcoli sono eseguiti su dati annuali; la base è la medesima per tutti gli otto paesi.

I risultati sono interessanti sotto vari aspetti. Primo, i dati confermano che il tasso annuo di espansione monetaria è più stabile negli Stati Uniti. Secondo, sembrerebbe che, eccezion fatta per il Canada, la Francia, il Regno Unito e gli Stati Uniti, la velocità sia una fonte d'instabilità del reddito più importante della moneta. Infine, se si valuta la deviazione "standard" delle variazioni di velocità nei singoli paesi rispetto a quella rilevata per gli Stati Uniti, il rapporto che ne risulta è circa 1,9-2,3 per Francia, Germania e Canada, 2,9-3,3 per Belgio, Giappone e Svezia, e 4,4 per il Regno Unito. È improbabile che queste differenze possano essere spiegate da movimenti dei tassi d'interesse. Pur con tutte le riserve imposte dalla grossolanità dell'esercizio, esse possono suggerire la conclusione che la prassi degli obiettivi quantitativi è probabilmente molto più difficile in parecchi paesi europei che negli Stati Uniti. Sembrerebbe inoltre improbabile che essa possa eliminare, salvo forse in Francia e nel Regno Unito, la fonte maggiore di fluttuazione del reddito.

VARIABILITÀ DELLE VARIAZIONI DELL'OFFERTA DI MONETA
E VELOCITÀ RISPETTO AL REDDITO,¹ 1961-76

Paese	Deviazione standard di		(2) + (1)	$\frac{(2)}{US(2)}$
	$\overset{*}{M}_2$	$\overset{*}{V}_2$	(3)	(4)
	(1)	(2)	(3)	(4)
	in percento per anno		rapporto	
Belgio	2,46	6,53	2,65	3,30
Canada	4,90	3,11	0,63	2,25
Francia	3,29	2,60	0,79	1,88
Germania ²	2,01	3,02	1,50	2,19
Giappone	3,54	3,95	1,12	2,86
Svezia ³	2,82	3,97	1,41	2,88
Regno Unito ²	6,76	6,10	0,90	4,42
Stati Uniti	1,95	1,38	0,71	1,00

¹ Gli asterischi indicano variazioni percentuali annue.

² M_2 .

³ 1967-76.

Non sarebbe possibile neutralizzare spostamenti della funzione di domanda di moneta con modificazioni dell'offerta di moneta? Una manovra di questo tipo incontrerebbe una serie di difficoltà. In primo luogo, implicherebbe di violare il limite-obiettivo prestabilito. Sarebbe, è vero, possibile avere un maggior spazio disponibile stabilendo l'obiettivo per l'espansione monetaria sotto forma di fascia di tolleranza, come negli Stati Uniti; e si potrebbero anche prevedere periodiche variazioni della base. Ma la maggior flessibilità ottenuta per queste vie indebolirebbe probabilmente i benefici effetti attesi per le aspettative dalla fissazione di obiettivi. In secondo luogo, è di solito molto difficile distinguere spostamenti della domanda di moneta da fonti "reali" di perturbazione. In proposito un caso recente riguarda gli Stati Uniti, ove si è permesso alla M_1 di crescere oltre l'obiettivo per un lungo tratto del 1977, in parte perché si riteneva che la domanda di moneta si fosse di nuovo rafforzata dopo una precedente inattesa diminuzione. In terzo luogo, quando spostamenti della domanda di moneta si accompagnano con simultanee variazioni delle propensioni a spendere piuttosto che con modificazioni dei portafogli di attività finanziarie, possono sorgere delicati problemi quanto alla "policy mix" più adatta per aggiustare l'offerta di moneta.

V. Conclusioni generali

I problemi della "policy mix" mi portano a concludere con qualche osservazione generale. L'economia occidentale sta attraversando un lungo periodo di profondi, complessi mutamenti, sia reali che finanziari, che danno corpo a una sorta di "depressione-sviluppo". Se paragonassimo il 1973 al 1929, ci troveremmo ora nel 1934, con una disoccupazione nella maggior parte dei paesi ai livelli massimi del dopoguerra. Una fondamentale differenza — a prescindere dall'intensità dei fenomeni — è che i prezzi sono venuti aumentando anziché diminuendo; ma questo aspetto, quanto a implicazioni deflazionistiche, probabilmente ha soltanto spostato l'impatto dai debitori netti — soprattutto il mondo delle imprese — ai detentori netti di attività finanziarie, principalmente famiglie.

In pari tempo, anche le teorie macro-economiche hanno subito una specie di crisi, come accadde durante la grande depressione degli anni trenta, con la differenza che la combinazione di inflazione e disoccupazione rende l'odierna crisi dottrinale di tipo ancora più acuto. Le politiche discrezionali di gestione della domanda sono state sottoposte a intense critiche, soprattutto per l'imputazione che ogni intervento attivo secondo le linee delle "accurate sintonizzazioni" ("fine-tuning") tende a mettere in moto reazioni di mercato di natura neutralizzante. La sola via, secondo molti, è di mettere le politiche di gestione della domanda a un passo stabile e moderato allo scopo di raggiungere obiettivi a medio termine. Ed è in questo contesto che gli obiettivi monetari hanno trovato la loro maggiore giustificazione.

Ma che accadrebbe se questa strategia fallisse? Che fare se l'espansione monetaria a traguardi prestabiliti fosse ingoiata da aumenti di prezzi associati con produzioni bloccate a un trend di sviluppo troppo basso? La risposta dipenderebbe in parte da ciò che accade alle relazioni tra prezzi e costi, poiché, se il contenimento dei salari, forse sorretto da politiche dei redditi, sta portando a qualche miglioramento della redditività, un aumento degli investimenti può non essere lontano. Effetti di ricchezza, inoltre, connessi con gli esistenti disavanzi di bilancio, concorrerebbero a porre le basi per una accelerazione dell'attività economica. La risposta potrebbe quindi essere semplicemente di aspettare che il processo di aggiustamento faccia il suo corso inevitabilmente lento.

Se questo approccio fosse considerato troppo lento, un'alterna-

tiva relativamente non sperimentata sarebbe una più attiva gestione della domanda, ma nel contesto di una "policy mix" mirante a una espansione monetaria stabile e ad obiettivo predeterminato. Quanto alla politica fiscale (o meglio, delle finanze pubbliche), molti paesi, di fronte a disavanzi che considerano pericolosamente ampi, hanno cercato di ridurli a dimensioni meno preoccupanti, e sembra stiano riuscendovi. In pratica, anzi, la politica fiscale potrebbe essere andata, in qualche paese, troppo oltre e troppo rapidamente nel senso restrittivo. Dove ciò fosse avvenuto, uno stimolo fiscale discrezionale potrebbe essere giustificato, ma sarebbe desiderabile che fosse concentrato su concessioni preferibilmente di un tipo che incoraggiasse investimenti fissi. Il conseguente aumento della domanda finale potrebbe più che controbilanciare eventuali effetti di "spiazzamento" ("crowding-out") connessi con più alti tassi di interesse, effetti che potrebbero verificarsi soltanto dopo un certo intervallo.

Ma per tale via non si stimolerebbero aspettative inflazionistiche? Non necessariamente, specie se i paesi che la prendono sono al di sotto di obiettivi di sviluppo a medio termine addirittura moderati e purché restino apertamente e persuasivamente impegnati a osservare prefissati obiettivi di espansione monetaria. Pesa però sulle autorità economiche il timore che i meccanismi salari-prezzi siano diventati così sensibili che uno stimolo della domanda possa accelerare l'inflazione anche quando la capacità produttiva è utilizzata a bassi livelli e la disoccupazione è alta. Per quanto possano essere utili, obiettivi monetari sono, al più, un mezzo indiretto lento e incerto per affrontare questo problema. Solo se si può contare su ragionevoli movimenti di prezzi e salari, si può essere in grado di riportare le nostre economie a soddisfacenti livelli di occupazione.

WARREN D. McCLAM