

# Indicatori aggregati e settoriali della politica monetaria

## Premessa

Il dibattito recente sulla gestione della politica monetaria in Italia ha riportato l'attenzione sui problemi del significato e dell'impiego di indicatori sintetici delle condizioni monetarie.

Scopo del presente lavoro è innanzitutto quello di chiarire le relazioni logiche fra i veri e propri "indicatori" della politica monetaria e le altre grandezze monetarie nel quadro dell'usuale schema di riferimento strumenti-obiettivi intermedi-obiettivi finali (paragrafo 1). Sulla base di tale analisi si esamineranno le caratteristiche e la significatività di alcuni indicatori monetari aggregati attualmente usati in Italia (paragrafo 2). Verranno posti in particolare rilievo i limiti conoscitivi degli indicatori aggregati, che offrono bensì il notevole vantaggio di un'informazione sintetica e tempestiva, ma che, se "letti" isolatamente, possono indurre talvolta in errore.

Si proporrà quindi di integrare l'analisi congiunturale basata sugli indicatori aggregati con l'uso sistematico di indicatori settoriali derivati dai Conti Finanziari della Banca d'Italia (paragrafo 3).

## 1. Qualche nozione generale in materia di indicatori monetari

Nel suo significato più semplice un indicatore monetario è una misura, o almeno un termine di confronto qualitativo, per la valutazione degli effetti della politica monetaria sul livello di una variabile assunta come obiettivo finale.<sup>1</sup> In termini formali, il problema può

---

<sup>1</sup> Una esposizione ormai classica di questo approccio è fornita in K. BRUNNER-A. MELTZER, "The nature of the policy problem", in *Targets and indicators of monetary policy*, edito da K. Brunner, San Francisco 1969, pp. 11-12.

essere esposto nel modo seguente. Si consideri un sistema IS-LM semplificato, nel quale il reddito corrente sia funzione della domanda aggregata e del tasso di interesse ed inoltre la quantità nominale di moneta sia esogena e perfettamente controllata dall'autorità monetaria (strumento). Le condizioni di equilibrio del mercato dei beni (risparmio=investimento) e di quello della moneta (domanda=offerta) possono essere scritte<sup>2</sup>:

$$\begin{aligned} [1] \quad Y &= f(Y, A, i) & f_Y, f_A > 0, f_i < 0 \\ [2] \quad M &= g(Y, i) & g_Y > 0, g_i < 0 \end{aligned}$$

La forma ridotta del sistema è data da:

$$\begin{aligned} [3] \quad Y &= \alpha(M, A) & \alpha_M, \alpha_A > 0 \\ [4] \quad i &= \beta(M, A) & \beta_M < 0, \beta_A > 0 \end{aligned}$$

Per dato valore di A, ogni valore di M corrisponde ad una soluzione per Y e i; il differenziale di Y rispetto a M ( $\alpha_{M dM}$ ) definisce l'indicatore della politica monetaria, cioè la misura *ex-ante* dell'effetto di questa sull'andamento del reddito nominale; in questa accezione, il valore dell'indicatore è proporzionale a quello dello strumento di politica monetaria, e pertanto l'andamento nel tempo dello strumento di politica monetaria fornisce esso stesso l'indicazione del grado di restrizione.

La nozione di indicatore monetario risulta sensibilmente modificata se<sup>3</sup>:

a) si considera, più realisticamente, l'offerta di moneta come una variabile endogena e imperfettamente controllabile da parte delle autorità monetarie;

b) si tiene conto della imperfetta conoscenza della "struttura del modello" da parte delle autorità monetarie, e quindi della esi-

<sup>2</sup> Y=reddito; A=componenti "autonome" della spesa; i="tasso" di interesse; M=offerta di moneta (stock). Si pone il livello dei prezzi (deflatore del reddito) costante ed uguale a 1.

<sup>3</sup> Approfondimenti in questa direzione si sono avuti, nell'ambito della letteratura sulla "optimal monetary policy". Si vedano in particolare T.R. SAVING, "Monetary policy targets and indicators", in *Journal of Political Economy*, Aug. 1967, Supplement; B. FRIEDMAN, "Targets, instruments and indicators of monetary policy", in *Journal of Monetary Economics*, Oct. 1975.

genza per queste ultime di dover talvolta modificare i valori dello strumento, se nuove informazioni ottenute successivamente indicano la presenza di errori di valutazione nella formulazione di una particolare politica.

Si suppone, come in precedenza, che la quantità di moneta — in qualche appropriata definizione — rappresenti la variabile monetaria dalla quale dipende la capacità di spesa dell'economia, e che essa sia determinata come somma di una componente interna, DC, esogena e controllata dalla banca centrale (strumento) e di una componente estera, FC, endogena.

Il problema della individuazione e della scelta di indicatori sorge, in questo contesto, come il problema della verifica delle scelte e delle ipotesi sottostanti la determinazione del valore dello strumento; in questo senso l'indicatore è un mezzo informativo, separato e parzialmente indipendente dallo strumento di politica monetaria, in grado di descrivere l'andamento delle condizioni monetarie dell'economia, quali risultano per l'operare congiunto della variabile controllata e di altre variabili e relazioni nel sistema, non soggette al controllo del "policy maker."

Si ritorni, per maggior chiarezza, al semplice modello utilizzato in precedenza. L'offerta di moneta viene ora definita, come si è detto, come somma di una componente interna esogena, DC, e di una componente estera endogena, FC; si suppone che FC sia una funzione del reddito e del tasso di interesse correnti. Il modello può essere riscritto, modificando la parte relativa al mercato della moneta, nel modo seguente:

$$\begin{aligned} [5] \quad Y &= f(Y, A, i) & f_Y, f_A > 0, f_i < 0 \\ [6] \quad M &= g(Y, i) & g_Y > 0, g_i < 0 \\ [7] \quad M &= \overline{DC} + FC \\ [8] \quad FC &= h(Y, i) & h_Y < 0, h_i > 0 \end{aligned}$$

Data la forma ridotta del modello, in condizioni di certezza, l'autorità monetaria adatterebbe direttamente il valore dello strumento DC a quello desiderato dell'obiettivo finale Y. In condizioni di incertezza, la struttura del modello diviene uno schema approssimato di riferimento ed i parametri di esso sono interpretabili come "ragionevoli aspettative", ottenute sulla base della esperienza passata e di altre informazioni disponibili.

Se si ritiene che la funzione di domanda di moneta sia stabile, la variabile  $M$  può essere utilizzata, come nel caso più semplice considerato in precedenza, per ottenere un indicatore delle condizioni monetarie. Poiché tuttavia è caduto il requisito della sua esogeneità e la direzione della relazione di causalità fra moneta e reddito risulta incerta, l'osservazione isolata di  $M$  non può fornire da sola una descrizione delle condizioni monetarie.

L'indicatore può essere ora ottenuto dall'osservazione dell'andamento del rapporto fra  $M$  e  $Y$ , sulla base però dell'ulteriore condizione che gli effetti di mutamenti nell'offerta di moneta sull'obiettivo finale si verifichino con ritardo. L'ipotesi della stabilità della domanda di moneta consente infatti, per dato andamento delle variabili esogene, di imputare a variazioni dell'offerta di moneta le deviazioni di breve periodo del rapporto dai valori di "equilibrio". L'ulteriore condizione che gli effetti del mutamento dell'offerta di moneta sulla variabile obiettivo si verifichino con ritardo è necessaria in quanto, se il sistema è perfettamente simultaneo, variazioni del rapporto  $M/Y$  esprimono solo quelle della domanda di moneta, dal momento che modifiche dell'offerta di  $M$ , indotte o no dalla politica monetaria, sarebbero immediatamente compensate da corrispondenti variazioni in  $Y$  e nel tasso di interesse.<sup>4</sup> L'indicatore diviene rilevante, a differenza di quanto avveniva nel caso precedente, in quanto segnala l'insorgere di una situazione di disequilibrio sul mercato della moneta.

Si noti che, secondo quanto si è detto, il mantenimento di un valore dell'indicatore diverso da quello di "equilibrio" per un periodo prolungato è possibile solo se si continua a modificare il valore dello strumento, in senso progressivamente più espansivo o restrittivo, secondo il caso, in modo da controbilanciare la tendenza dell'indicatore a ritornare verso i valori "normali" (equilibrio). Inoltre, la costanza del valore dell'indicatore non può essere interpretata, come è stato notato,<sup>5</sup> come costanza delle condizioni monetarie, perlomeno quando si tratti di condizioni restrittive: è verosimile infatti che la capacità degli operatori privati di economizzare mezzi finanziari

<sup>4</sup> La particolare ipotesi che gli effetti delle variabili monetarie sulla variabile obiettivo finale si verifichino con ritardo può essere facilmente introdotta nel semplice modello utilizzato supponendo che la domanda di moneta nell'equazione 6 sia una funzione del reddito sfasato di un periodo.

<sup>5</sup> T. PADOA SCHIOPPA, intervento sul "Sole 24 Ore", 16 marzo 1978.

nel corso di una restrizione diminuisca col passare del tempo, se il tasso di aumento dello stock di moneta viene mantenuto stabilmente al di sotto di quello del reddito nominale. Valori costanti dell'indicatore al di sotto dell'equilibrio indicano, di conseguenza, un grado crescente, e non costante, di restrizione.

Da ciò discende una importante conseguenza di principio per l'impiego di indicatori monetari del tipo sopra descritto, e cioè la impossibilità di assumere un loro particolare valore diverso dall'equilibrio come obiettivo intermedio della politica monetaria, corrispondente ad un grado costante di restrizione, per un dato andamento atteso dell'obiettivo finale.<sup>6</sup> L'esistenza di uno squilibrio nel mercato della moneta implica infatti una tendenza alla sua eliminazione attraverso variazioni dell'altro termine dell'indicatore (obiettivo finale). Nell'accezione esposta, un indicatore monetario è quindi nozione *separata e necessariamente indipendente da quella di obiettivo intermedio* (strumento, nel semplice schema qui utilizzato).

## 2. Indicatori aggregati nel contesto istituzionale italiano

2.1 Gli argomenti svolti possono ora essere precisati ed ampliati con riferimento al contesto istituzionale italiano.

È noto che, dopo l'emergere di pesanti squilibri nella bilancia dei pagamenti italiana nel 1973 e nella prima parte del 1974, il ricorso al sostegno internazionale per il loro finanziamento ha condotto all'adozione di un obiettivo intermedio della politica monetaria riferito al credito totale interno (CTI).<sup>7</sup> Nello schema concettuale originario, il controllo sull'espansione del CTI mirava in primo luogo a regolare direttamente la capacità di spesa dei settori interni utilizzatori delle risorse (imprese e settore pubblico), attraverso il vincolo imposto sulla espansione del loro indebitamento, in funzione di un obiettivo finale sulla bilancia dei pagamenti correnti e, pertanto, sulla espansione del reddito.

Tuttavia, la relazione tra flussi di credito e flussi di spesa non risulterà stabile o prevedibile, a parità di altri fattori, se la spesa per

<sup>6</sup> Un'interpretazione di questo tipo è stata talvolta riconoscibile in *Tendenze Monetarie*. Si vedano in particolare i nn. 30 e 32 del 1978.

<sup>7</sup> C. CARANZA, "Obiettivi intermedi della politica monetaria e coordinamento delle politiche economiche", in questa *Rivista*, Dicembre 1977.

beni reali viene finanziata — oltre che con i nuovi crediti — anche attraverso una minore accumulazione di attività finanziarie da parte dei soggetti di spesa, oppure se il nuovo credito disponibile può essere utilizzato per accrescere le attività finanziarie in misura superiore al previsto.<sup>8</sup> Inoltre, se è lecito ritenere che l'effetto di impatto di una restrizione monetaria sui livelli di attività sia legato in misura preminente alla disponibilità di credito, l'effetto finale dipende anche dai mutamenti indotti nelle condizioni dei mercati finanziari, nella struttura dei rendimenti relativi di attività alternative e, per questa via, nella composizione del portafoglio dei possessori di ricchezza. Infine, la "risposta" dei soggetti di spesa di fronte alla minore offerta di finanziamenti esterni non è in generale indipendente dalla loro situazione finanziaria e "di liquidità" all'inizio del periodo di riferimento, che condiziona la possibilità di supplire con un uso più intenso dei fondi propri alla minore offerta di finanziamenti esterni.

La valutazione del grado di restrizione corrispondente ad un dato flusso di credito totale non può pertanto essere compiuta senza tener conto delle condizioni iniziali (stock) dell'offerta del particolare aggregato di attività finanziarie dal quale dipende la capacità totale di spesa — in rapporto al reddito o ad altra variabile di scala — e inoltre della disponibilità dei detentori a privarsene per finanziare l'acquisto di beni reali, cioè della funzione di domanda per tali attività nel corso del periodo di riferimento.

La "variabile monetaria finale" da usare come indicatore aggregato del grado di restrizione, nel contesto istituzionale italiano, può essere individuata in prima approssimazione nello *stock delle attività finanziarie totali*, sulla base di un duplice ordine di considerazioni.

In primo luogo, il CTI rappresenta di tale aggregato la contropartita interna di creazione, secondo la seguente relazione<sup>9</sup>:

$$[9] \quad AF = CTI + AZ + FC'$$

Ne discende che l'andamento nel tempo delle attività finanziarie è influenzabile direttamente attraverso il controllo del CTI, tanto più

<sup>8</sup> F. COTULA, S. MICOSI, "Riflessioni sulla scelta degli obiettivi intermedi della politica monetaria nella esperienza italiana", *Contributi alla ricerca economica* del Servizio Studi della Banca d'Italia, Dicembre 1977, p. 12.

<sup>9</sup> AF=attività finanziarie totali; CTI=credito totale interno (definizione CEE-FMI); AZ=capitale di rischio; FC'=componente estera della creazione di attività (saldo corrente della bilancia dei pagamenti più finanziamenti dall'estero). Tutte le variabili sono consistenze alla fine del periodo di riferimento.

che questo rappresenta una quota rilevante delle attività totali. Il riferimento alle attività totali come variabile monetaria per l'indicatore postula anche l'esistenza di una relazione "stabile" tra di esse e la variabile obiettivo finale. In mancanza di una sufficiente evidenza quantitativa in questo senso,<sup>10</sup> in prima approssimazione il riferimento alle attività totali può essere giustificato, nel contesto istituzionale italiano, sulla base dell'esistenza di un grado elevato di sostituibilità fra le diverse componenti della ricchezza finanziaria nel portafoglio del pubblico. Ciò dipende dal fatto che una quota elevata del risparmio finanziario è tenuta in forma di depositi bancari, a causa del favorevole regime di remunerazione di cui questi godono; la particolare sensibilità a variazioni dei rendimenti su attività alternative che ne deriva contribuisce a rendere relativamente più instabile la domanda di attività liquide detenute in portafoglio rispetto all'andamento del reddito, e di conseguenza relativamente più stabile l'andamento delle attività totali.

Il riferimento allo stock delle attività finanziarie totali come variabile monetaria finale, pur essendo usualmente l'obiettivo intermedio formulato in termini di un flusso di credito, è necessario se si ritiene che la capacità di spesa del sistema dipenda dalla quantità totale di strumenti finanziari, cioè anche dalle condizioni iniziali di "larghezza" o "restrizione" sulle quali interviene la politica monetaria. Allo stesso modo, l'effetto di una variazione data del CTI può essere valutato in termini del contributo marginale alla capacità di spesa, per date ipotesi sull'andamento delle altre componenti di creazione. L'opportunità di fare riferimento allo stock di attività finanziarie totali, e non allo stock del CTI, nasce dal fatto che lo stesso ammontare di indebitamento ottenuto dall'economia per canali interni può corrispondere nel breve periodo ad un grado diverso di restrizione monetaria, in conseguenza di risultati diversi delle partite correnti della bilancia dei pagamenti o della capacità del mercato azionario di offrire finanziamenti alle imprese.

Come si è detto, l'utilizzo del rapporto fra una variabile monetaria e il reddito come indicatore delle condizioni monetarie si basa sulla possibilità di identificare le deviazioni di breve periodo del rapporto rispetto ai valori di equilibrio determinate da variazioni dell'offerta della variabile monetaria stessa. Lo schema logico di rife-

<sup>10</sup> F. COTULA, E. SACERDOTI, "Funzione del consumo, domanda di attività finanziarie e inflazione", *Rivista di Politica Economica*, febbraio 1975.

rimento e, soprattutto, i mercati rilevanti per la messa in moto del meccanismo di aggiustamento non sono tuttavia perfettamente omogenei nei due casi considerati, in cui rispettivamente la sola componente interna dell'offerta di moneta o il credito totale interno siano prescelti come obiettivi intermedi; né la relazione fra questo secondo approccio e il modello esposto in precedenza è immediatamente evidente. Può risultare utile, pertanto, richiamare brevemente alcune delle caratteristiche che distinguono l'approccio credito totale in termini del modello già utilizzato; ciò consentirà anche qualche ulteriore chiarimento sulla natura dell'indicatore proposto.<sup>11</sup>

L'equazione [9], che definisce l'offerta totale di attività finanziarie per componenti di creazione, prende ora il posto della equazione [7] nel modello esposto nel paragrafo 1. A fini di esposizione, il CTI può essere trattato come lo strumento della politica monetaria, esogeno e perfettamente controllato. Variazioni dell'offerta mettono in moto, come nel caso precedente, un meccanismo per l'eliminazione dello squilibrio che ne risulta sul mercato delle attività finanziarie totali. Tuttavia, "mentre l'apparizione di uno squilibrio sul mercato della moneta produce (in primo luogo) un mutamento del tasso d'interesse, l'introduzione di uno squilibrio sul mercato della ricchezza finanziaria totale produce effetti direttamente sul reddito attraverso il moltiplicatore",<sup>12</sup> in quanto quello squilibrio corrisponde ad uno squilibrio fra risparmio e investimento sul mercato dei beni.

Ne risulta che il modello di riferimento può essere così riscritto<sup>13</sup>:

$$[10] \quad AF = CTI + AZ + FC'$$

$$[11] \quad FC' = h(Y, i) \quad h_Y < 0, h_i > 0$$

$$[12] \quad AF^d = q(Y_{-1}, A, i) \quad q_{Y_{-1}}, q_i > 0, q_A < 0$$

$$[13] \quad AF = AF^d$$

$$[14] \quad M = g(Y_{-1}, i) \quad g_{Y_{-1}} > 0, g_i < 0$$

<sup>11</sup> L'argomento viene esposto in maniera più ampia in: F. COTULA, S. MICOSSI, *op. cit.*, par. 3. Si veda inoltre F. COTULA, M. CARON, "I finanziamenti e le attività finanziarie in un modello macroeconomico", *Contributi alla ricerca economica* del Servizio Studi della Banca d'Italia, dicembre 1971.

<sup>12</sup> Cfr. F. COTULA, S. MICOSSI, *op. cit.*, p. 27. Per la dimostrazione contabile, si veda la nota 26, p. 26.

<sup>13</sup> I simboli sono quelli già utilizzati. Si è inserita la variabile sfasata di reddito nelle equazioni 12 e 14, secondo quanto esposto nel par. 1. La definizione di  $FC'$  è fornita nella nota alla equazione 9.

Le equazioni 10, 11, 12 e 13 prendono il posto dell'equazione del reddito del precedente modello, che riassumeva le condizioni di equilibrio fra risparmio e investimento. Inoltre, non essendo più la componente interna dell'offerta di moneta controllata dall'autorità monetaria, lo stock di moneta è determinato dalla corrispondente funzione di domanda, se la banca centrale fissa il tasso d'interesse. In questa formulazione, non esistono dunque particolari difficoltà logiche nel "tradurre" l'approccio basato sul CTI in termini dello schema generale IS-LM, e quindi nell'interpretare un indicatore monetario basato sulle attività finanziarie totali alla stregua dei principi e delle osservazioni sviluppate nel paragrafo precedente.

Un aspetto occorre sottolineare. Il riferimento al rapporto attività finanziarie totali/reddito come semplice indicatore aggregato del grado di restrizione si basa sull'ipotesi dell'esistenza di un grado elevato di sostituibilità tra le diverse componenti del portafoglio finanziario, e quindi in qualche modo sull'ipotesi della irrilevanza dell'offerta di moneta e della composizione delle attività finanziarie nella valutazione del grado di restrizione. In effetti, tale ipotesi non appare completamente realistica, soprattutto se riferita al periodo breve, nel quale la capacità di spesa dipende più direttamente dalla disponibilità di mezzi di pagamento. Da ciò discendono due conseguenze per la valutazione del grado di restrizione imposto al sistema, per una data variazione dell'offerta totale di attività:

a) da una parte, se il contenimento dell'offerta di attività finanziarie corrisponde ad una variazione della sua composizione a favore delle attività liquide, ciò implica nel breve periodo un minor grado di restrizione monetaria; il sistema riesce cioè a ritardare per qualche tempo il contenimento della spesa per beni reali cedendo attività finanziarie a lungo termine (titoli) al sistema bancario in cambio di disponibilità liquide;

b) d'altra parte, però, la minore intensità della restrizione e la minore rapidità dell'aggiustamento deflattivo sul mercato della moneta corrispondono ad effetti negativi di lunga durata sui flussi di finanziamento a medio e lungo termine (per gli investimenti) e sulle condizioni del mercato finanziario.

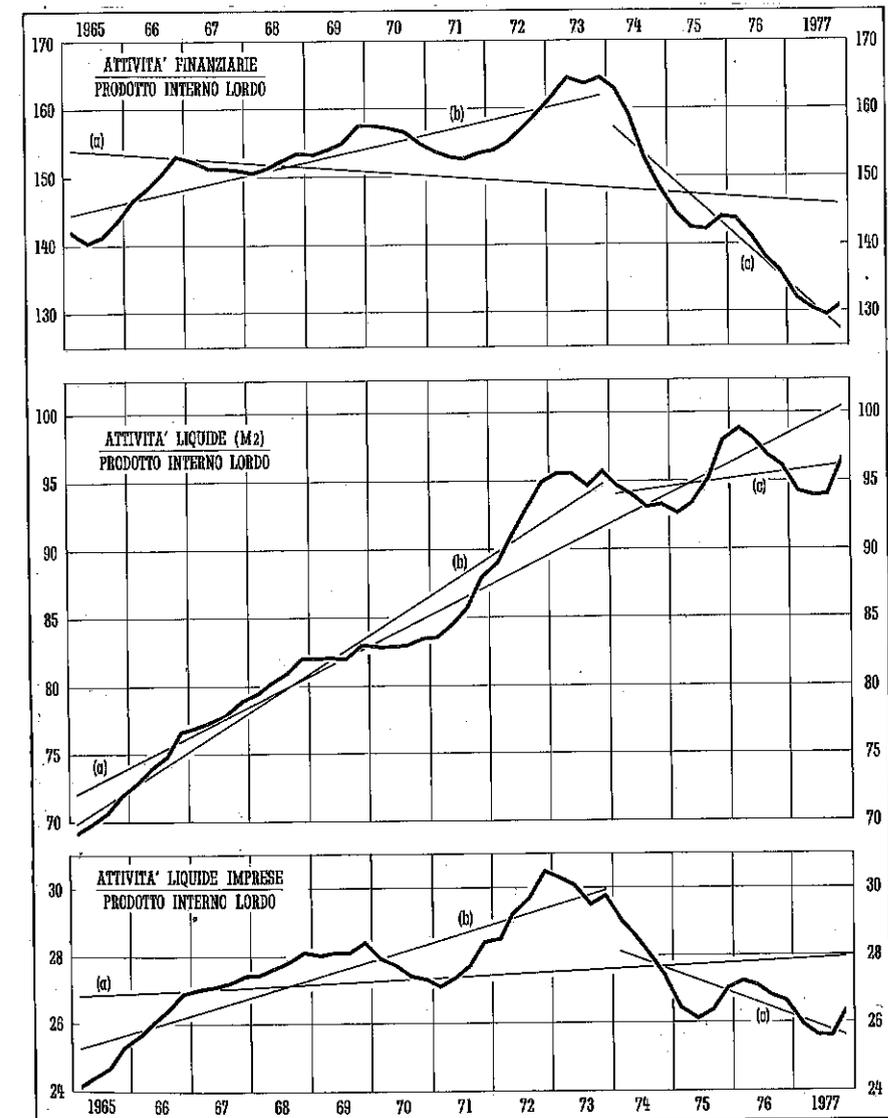
La possibilità che effetti di composizione alterino nel periodo breve il significato di variazioni dell'indicatore aggregato indica l'opportunità di integrarne l'osservazione con quella dell'analogo rapporto fra un aggregato più ristretto di attività liquide (ad esempio, M2, nella definizione corrente della Banca d'Italia) e il reddito.

2.2 Si è ripetuto più volte che la significatività dell'indicatore proposto dipende dalla stabilità della relazione fra variabili monetarie e obiettivo finale (prodotto interno lordo). Non sarà pertanto inutile qualche considerazione sul comportamento di tale relazione nel lungo periodo, come possibile evidenza sull'evoluzione dei valori di equilibrio del rapporto stesso.

Nella figura 1 sono presentati i dati relativi all'andamento del rapporto attività finanziarie totali/reddito nel periodo 1965-77, unitamente ai trends (lineari) calcolati rispettivamente sull'intero periodo e sui due sottoperiodi 6501-7304 e 7401-7704. Dal grafico si rileva innanzitutto che la sostanziale stabilità nel lungo periodo del trend temporale è in realtà la risultanza di andamenti estremamente diversi dei due sottoperiodi in cui esso è stato scomposto: si vede chiaramente, in particolare, che la crisi inflazionistica ha condotto ad una caduta della capacità di risparmio finanziario e della preferenza per tale forma di attività da parte del pubblico. Il fenomeno è amplificato, nell'andamento del rapporto in esame, dall'effetto della caduta dei corsi delle azioni e, in misura anche maggiore, dall'effetto dell'inflazione sulla consistenza in essere della ricchezza finanziaria. Per quanto riguarda il primo aspetto, l'indice medio dei corsi azionari si è più che dimezzato nel periodo 1973-77; poiché la consistenza delle azioni rappresentava — nella media del 1973 — circa 1/5 del totale, questa sola causa conduce ad una riduzione del valore assoluto dello stock delle attività pari a 1/10 della consistenza media nel 1973 (oltre 12.000 miliardi di lire). Per quanto riguarda l'effetto dei prezzi, il loro livello si è quasi raddoppiato nel periodo 1974-77, e di conseguenza ne è risultato dimezzato il potere reale di acquisto delle attività finanziarie nel portafoglio del pubblico, pur in presenza di valori della propensione media al risparmio finanziario nel quadriennio 1974-77 (21,5 per cento circa del prodotto interno lordo) non di molto inferiori a quelli del triennio immediatamente precedente (23 per cento circa).

Si consideri ora (fig. 1) l'andamento delle attività liquide (M2) in rapporto al PIL: al trend fortemente crescente rilevato per l'intero periodo corrisponde in questo caso solo una decelerazione nella crescita del rapporto nel quadriennio 1974-77. Il confronto con quanto rilevato in precedenza per le attività totali evidenzia dunque la presenza di rilevanti mutamenti di composizione nel portafoglio finanziario del pubblico, che mostrano inoltre un sensibile spostamento a favore delle attività liquide nel periodo più recente: di questi ele-

FIGURA 1.

ATTIVITÀ FINANZIARIE E MONETA (1)  
(consistenze medie; rapporti percentuali con il PIL)

(1) Trends lineari: a) 1965-77; b) 1965-73; c) 1974-77.

menti occorre tener conto per valutare gli effetti sia di breve sia di lungo periodo dell'impiego degli strumenti monetari.

2.3 Una ulteriore ipotesi, fra quelle sottostanti l'impiego del rapporto AF/PIL come semplice indicatore aggregato del grado di restrizione, che richiede qualche considerazione, è quella relativa alla distribuzione settoriale dei finanziamenti che di AF sono la contropartita. La questione è stata di recente sollevata con particolare riferimento alla ripartizione del CTI fra settore pubblico e privato.

L'indicatore aggregato che si è proposto, anche se integrato con indicazioni relative alla sua composizione, non è naturalmente in grado di tener conto di eventuali effetti della distribuzione settoriale dei finanziamenti. Più in generale, si può rilevare che, in quanto indicatore "aggregato", esso si basa su una ipotesi di mercati efficienti, secondo la quale la quantità disponibile di strumenti finanziari si distribuisce senza "vischiosità" fra i diversi mercati e operatori, indipendentemente dai canali di creazione. In questo senso, la questione sollevata è anche rilevante da un diverso punto di vista, e cioè ai fini della distinzione fra effetti di impatto ed effetti successivi della manovra monetaria: quanto più, infatti, i mercati sono efficienti nella distribuzione dei nuovi fondi resi disponibili, tanto meno vi sarà distinzione fra i primi e i secondi effetti.

Qualche elemento di risposta ai problemi sollevati può essere ottenuto integrando l'osservazione degli indicatori già proposti con quella di un terzo rapporto, relativo alla situazione di liquidità del settore imprese, nel quale il numeratore sia rappresentato dalla disponibilità di mezzi liquidi (M2) delle imprese non finanziarie; il denominatore resta, per omogeneità con i casi precedenti, il PIL. La giustificazione della scelta di questo terzo rapporto è relativamente immediata: l'effetto di impatto della politica monetaria, nel caso di una restrizione, è legato principalmente alla minor disponibilità di credito offerto alle imprese, e alle sue ripercussioni sull'accumulazione di scorte, soprattutto di materie prime e semilavorati. La presenza di effetti significativi di "vischiosità" nella diffusione della restrizione ai diversi operatori e settori può essere segnalata, qualora si rilevino per periodi prolungati (superiori al trimestre) divergenze cicliche fra l'andamento delle attività finanziarie totali e/o delle attività liquide del pubblico (M2) da una parte, e l'andamento della liquidità delle imprese dall'altra.

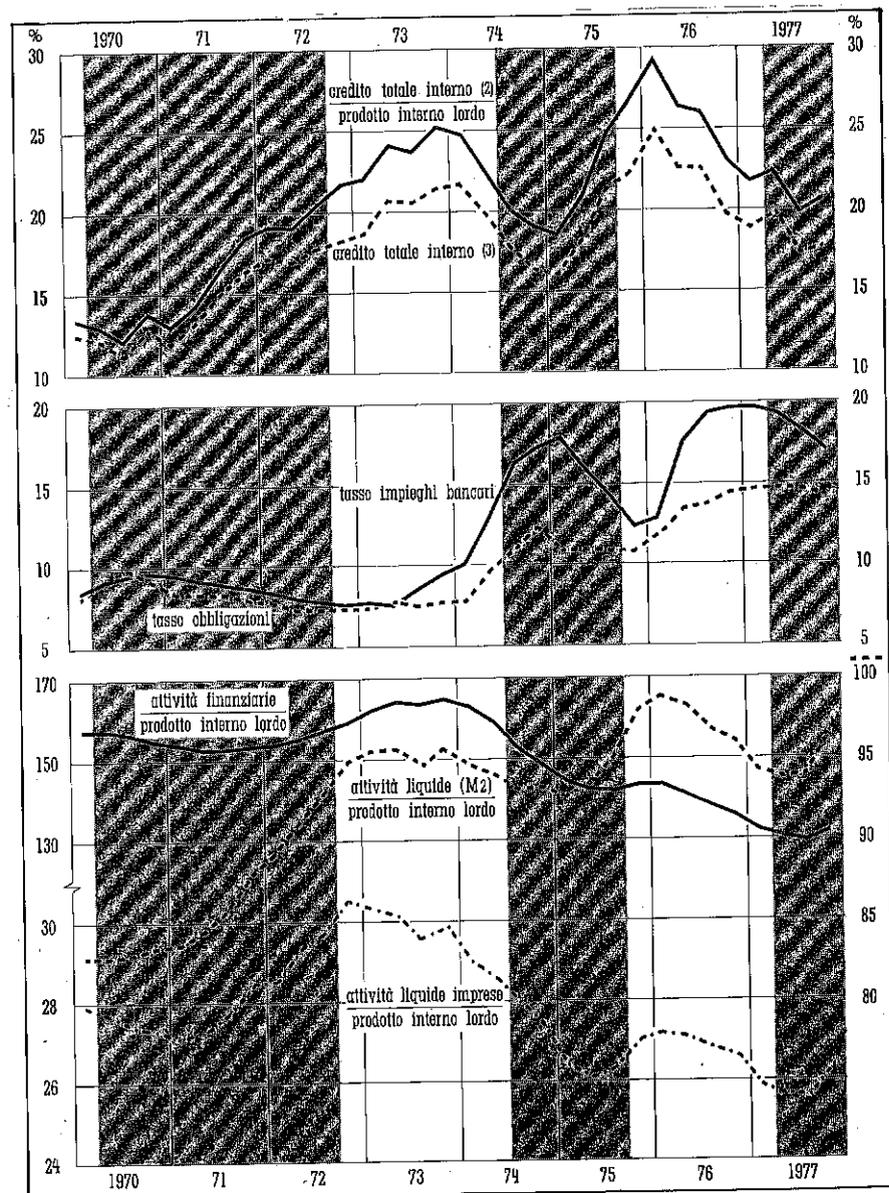
L'andamento nel lungo periodo del rapporto M2 Imprese/PIL ed

i trends temporali relativi ai sottoperiodi 6501-7304 e 7401-7704 sono rappresentati nella fig. 1. Come nel caso di M2, anche ora il trend per l'intero periodo appare crescente, anche se molto meno rapidamente che nel caso dell'aggregato più ampio; se si restringe il periodo di riferimento agli anni più recenti, si rileva tuttavia una netta inversione di tendenza a partire dall'inizio del 1974, con una rapida e continua caduta fino ai minimi del 1977. L'osservazione dell'andamento ciclico del rapporto indicato e il confronto con quello relativo alla M2 del pubblico sembra fornire una evidenza limitata a sostegno della tesi dell'esistenza di vischiosità e ritardi nella "diffusione" degli effetti di impulsi di politica monetaria (fig. 2). Solo in un caso, e cioè nella seconda metà del 1974, si nota una tendenza del rapporto relativo al solo settore imprese a muoversi per un periodo prolungato in modo divergente rispetto al rapporto aggregato moneta/reddito; in particolare, il superamento del punto di svolta inferiore di quest'ultimo rapporto a partire dal terzo trimestre 1974 coesiste con il permanere di una tendenza alla diminuzione del rapporto relativo al solo settore imprese fino al secondo trimestre dell'anno successivo.

### 3. Alcuni indicatori settoriali

L'utilità dell'osservazione congiunta di indicatori aggregati e settoriali non si limita al caso appena considerato. Più in generale, infatti, la significatività di indicatori aggregati dipende dalla validità dell'ipotesi di *costanza della struttura del modello*. L'integrazione degli indicatori aggregati con indicatori settoriali del comportamento di certe categorie di operatori può consentire una verifica di questa ipotesi e condurre in qualche caso ad una diversa interpretazione dell'indicatore aggregato, quando variazioni di quest'ultimo siano imputabili a variazione nel comportamento dell'economia ("shift" delle relazioni funzionali del modello). Ciò può assumere rilievo particolarmente in periodi di rapido mutamento e di accentuata instabilità nelle condizioni dell'economia, durante i quali il comportamento degli operatori diviene più difficile da prevedere. L'informazione statistica necessaria, per ampie categorie omogenee di operatori istituzionali (famiglie, imprese, settore pubblico) è fornita, come è noto, dai Conti Finanziari della Banca d'Italia.

FIGURA 2

CREDITO, ATTIVITÀ FINANZIARIE  
E TASSI D'INTERESSE (1)

- (1) Le fasce ombreggiate indicano i periodi di ristagno o di recessione dell'attività produttiva.  
 (2) Flussi annui mobili.  
 (3) Tassi d'incremento percentuali.

Considerazioni teoriche<sup>14</sup> e anche problemi di disponibilità delle informazioni statistiche hanno condotto ad utilizzare in questa parte del lavoro prevalentemente grandezze finanziarie di flusso, come maggiormente rappresentative dell'evoluzione "al margine" dei fenomeni e degli "shocks" generati sui mercati finanziari da variazioni del comportamento degli operatori e della politica monetaria. L'informazione sulle "condizioni iniziali" e sulla evoluzione degli stocks rimane quindi affidata agli indicatori già discussi.

Si presenteranno di seguito alcuni indicatori finanziari del comportamento dei diversi "settori", e se ne discuteranno brevemente alcune implicazioni per l'utilizzo degli indicatori aggregati.

### 3.1 Le Famiglie

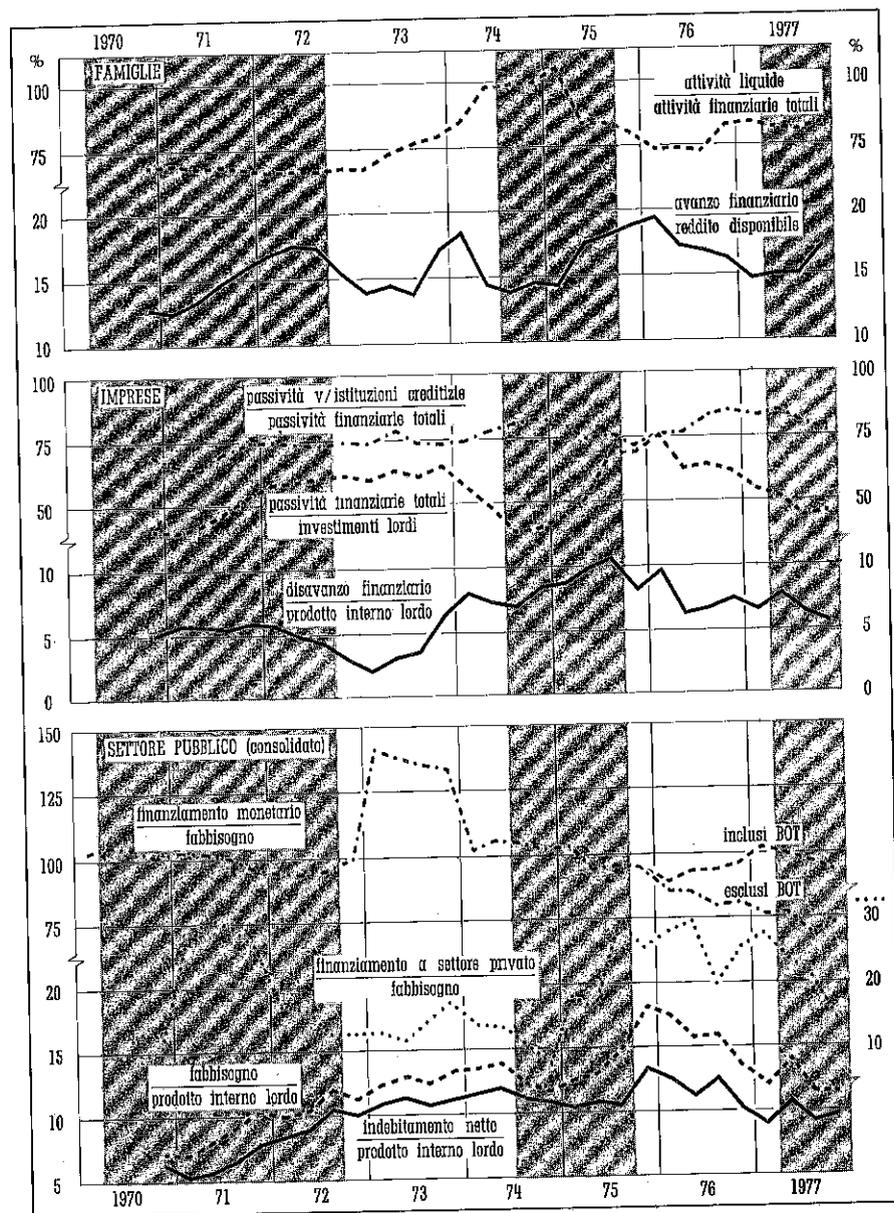
L'esame delle determinanti dell'investimento finanziario delle famiglie assume particolare importanza per la "lettura" degli indicatori aggregati relativi alle attività finanziarie totali ed alla moneta, in quanto esse hanno assorbito negli anni settanta oltre il 70 per cento della nuova offerta di attività. Essendo le determinanti della domanda di attività da parte delle famiglie diverse da quelle delle imprese, il mutamento nella distribuzione di attività fra gli operatori riflette presumibilmente un mutamento nella funzione aggregata di domanda per tali attività.

Si presentano nella fig. 3 i rapporti fra saldo finanziario e prodotto lordo interno e fra attività liquide e attività finanziarie totali del settore famiglie. L'andamento del saldo finanziario delle famiglie riflette quello della propensione al risparmio finanziario. Il trend ascendente del rapporto riflette sia il processo di redistribuzione del reddito a favore del settore sia, negli anni più recenti, l'aumento della propensione al risparmio indotto dal peggioramento dell'occu-

<sup>14</sup> La presenza frequente nella realtà di fenomeni di instabilità nella composizione del portafoglio che possono derivare da bruschi mutamenti delle aspettative, pone in rilievo, ad esempio, l'importanza dell'analisi dei flussi accanto a quella degli stocks, in quanto quelli più di questi sono in grado di evidenziare la presenza di "short-term disturbances" e di variazioni nel comportamento degli operatori. Inoltre, come è stato notato (B. BOSWORTH-J. DUSENBERRY, *A Flow-of-Funds Model and its Implications*, in Federal Reserve Bank of Boston Conference Series no. 10, June 1973, p. 84), non è sempre legittima l'ipotesi secondo cui le funzioni di domanda per gli stocks e i relativi processi di aggiustamento siano all'origine dell'andamento osservato dei flussi delle attività e passività finanziarie: in alcune circostanze "shocks" originati a livello del circuito del reddito e del risparmio possono modificare le scelte di portafoglio, o semplicemente non rifletterne gli effetti.

FIGURA 3

INDICATORI SETTORIALI (1)  
(rapporti percentuali su flussi annui mobili)



(1) Le fasce ombreggiate indicano i periodi di ristagno o di recessione dell'attività produttiva.

pazione e dall'aumento dell'incertezza, da una parte, e dal desiderio di ricostituire il valore degli stocks della ricchezza finanziaria, falciato dall'inflazione, dall'altra.

Variazioni di breve periodo del rapporto suddetto rispetto al trend indicano, per una data distribuzione del reddito, una variazione della propensione alla spesa, e quindi della funzione di domanda di risparmio finanziario, alla quale corrisponde la generazione di "impulsi" restrittivi (nel caso di un aumento del rapporto) o espansivi (nel caso di una diminuzione) sulla domanda aggregata per beni reali. Aumenti del rapporto aggregato AF/PIL associati ad aumenti della domanda di attività da parte delle famiglie indicano pertanto un grado minore di permissività delle condizioni monetarie, in quanto essi riflettono in parte anche una variazione dello stesso segno del valore di equilibrio del rapporto aggregato. Questo è verosimilmente il caso osservabile nel corso del 1975 e, di nuovo, nella seconda metà del 1977, in cui l'aumento del rapporto aggregato AF/PIL si è accompagnato a quello della propensione al risparmio finanziario delle famiglie, e quindi non ha portato immediatamente ad una accelerazione della spesa per beni reali (figg. 2 e 3). Fra la fine del 1973 e l'inizio del 1974 si può invece osservare il caso opposto, in cui il rapporto aggregato AF/PIL mostra già una tendenza alla diminuzione, mentre ancora in aumento appare la domanda di risparmio finanziario delle famiglie: il grado di restrizione monetaria è stato in questo senso aumentato dal comportamento delle famiglie, che si è sovrapposto al contenimento dell'offerta di strumenti finanziari determinato dal crescente disavanzo estero e, a partire dal secondo trimestre del 1974, dall'attitudine restrittiva della politica monetaria.

Più in generale, dalla fig. 3 emerge anche l'indicazione di una notevole instabilità ciclica della propensione al risparmio finanziario delle famiglie, indotta nell'ultimo quadriennio dalle marcate oscillazioni del reddito e dei tassi di interesse e dal forte aumento dell'inflazione, che naturalmente ha influenzato negativamente il processo di stabilizzazione perseguito dalla politica monetaria, della quale tale comportamento tende ad amplificare gli effetti nelle fasi restrittive e a ridurli nelle fasi espansive.

L'andamento del rapporto fra attività liquide e attività finanziarie complessive del settore indica che nel corso degli anni settanta nel flusso di nuove attività è stata preponderante la componente monetaria (in media, il 70 per cento circa della nuova acquisizione di atti-

vità). Il rapporto mostra inoltre una rapida impennata a partire dalla seconda metà del 1973, allorché l'aumento dell'inflazione e più in generale dell'incertezza sui mercati finanziari si è accompagnato con un ritardo nell'adeguamento dei tassi a lungo termine, mantenuti pressoché stabili fino al 2° trimestre del 1974, in presenza di un forte aumento dei tassi a breve (fig. 2). Nell'ultimo biennio, una maggiore stabilità nei mercati finanziari, l'inversione delle aspettative riguardanti l'inflazione e inoltre l'introduzione di nuovi tipi di titoli a breve e medio termine (BOT e CCT) hanno indotto di nuovo uno spostamento dai depositi bancari verso attività a più lungo termine; fenomeno che si è accentuato nel periodo più recente col ritorno ad una più "normale" struttura per scadenze dei tassi d'interesse.

Il fatto che in Italia i depositi bancari delle famiglie non siano tenuti solo per motivi di transazione, ma rappresentino una componente importante dell'investimento finanziario ed abbiano un rendimento variabile e competitivo con quello delle altre attività finanziarie, permette di assorbire ampie fluttuazioni della loro offerta nel portafoglio delle famiglie e riduce l'efficienza del processo di trasmissione degli effetti di una variazione dell'offerta di moneta. Come già detto, da ciò discende, nel nostro contesto istituzionale, una minore significatività degli indicatori aggregati della velocità di circolazione della moneta. D'altronde, la variazione della composizione desiderata del portafoglio delle famiglie produce, a parità di ricchezza totale, variazioni nella struttura dei tassi di interesse, rendendo più costoso l'indebitamento a lungo termine per le imprese e il settore pubblico e determinando quindi una corrispondente modifica a favore delle scadenze più "corte" nella composizione dell'indebitamento.<sup>15</sup> L'aumentata rischiosità, che ne deriva per gli operatori che si finanziano sul mercato, ed inoltre gli effetti sul livello del costo medio del debito che possono discendere da una struttura squilibrata dell'intermediazione implicano nell'insieme un aumento a livello aggregato della tensione monetaria (a parità di altre condizioni) e in particolare marcati effetti depressivi sugli investimenti.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Tale fenomeno è stato solo ritardato, ma non evitato, dall'introduzione del vincolo di portafoglio sul sistema bancario, che è un meccanismo di trasformazione coatta delle scadenze dell'indebitamento.

<sup>16</sup> Si è visto in precedenza che uno spostamento dei portafogli finanziari verso forme liquide può consentire, a livello aggregato, di rinviare gli effetti "reali" di una restrizione. Esso è tuttavia un fenomeno tipico di condizioni restrittive.

### 3.2 Le Imprese

Fra i settori utilizzatori finali delle risorse, quello delle imprese è più direttamente sensibile a variazioni delle condizioni monetarie, in quanto una quota rilevante della spesa per beni reali è finanziata con fondi a prestito. Qualche considerazione sulla rilevanza della distribuzione dei fondi fra settori istituzionali, a tale riguardo, è stata proposta nel par. 2, dove si è suggerito di affiancare agli indicatori dell'intera economia, un indicatore della liquidità delle imprese rappresentato dal rapporto fra M2 del settore (consistenza) e il PIL. L'osservazione di alcuni indicatori di flusso, tratti, come in precedenza, dai Conti Finanziari del settore, fornisce ulteriori informazioni sulle ipotesi di stabilità nel ciclo delle rilevanti funzioni di comportamento e su altri eventuali fenomeni di composizione (soprattutto dal lato dei finanziamenti), che implicano variazioni delle condizioni monetarie, per un dato andamento dei finanziamenti e delle attività a livello aggregato.

Gli scostamenti dal trend del rapporto tra il saldo finanziario delle imprese e il PIL forniscono ex-post una indicazione del "contributo" espansivo o deflattivo del settore all'andamento della domanda aggregata, segnalando o una variazione della spesa in beni reali, per date disponibilità finanziarie, o una variazione della disponibilità di mezzi finanziari, per una data spesa in beni reali o, naturalmente, qualche combinazione di tali casi "estremi". A questo proposito, però, cruciale è la possibilità di distinguere fra variazioni "autonome" del saldo finanziario nel ciclo, e variazioni "indotte" da comportamenti di altri settori o dall'attitudine della politica monetaria.

Un peggioramento del saldo rispetto ai valori di trend può riflettere, in particolare, la generazione di impulsi espansivi da parte del settore nella fase ascendente del ciclo, come è osservabile nel 1973 e nella seconda metà del 1976, oppure la decisione di assorbire con l'aumento della velocità di circolazione delle attività finanziarie (liquide) l'impatto di una minor disponibilità di finanziamenti, come si è almeno in parte verificato all'inizio del 1976 (fig. 3). Un miglioramento ciclico del saldo finanziario del settore può invece dipendere da una caduta della propensione alla spesa (ad esempio, nel periodo 1970-72), oppure da una caduta del ricorso a fondi esterni legata ad una attitudine restrittiva della politica monetaria (è questo il caso del sensibile miglioramento del saldo del settore verificatosi dalla seconda metà del 1974, "forzato" dal vincolo imposto all'au-

mento dei finanziamenti esterni). Ancora diverso appare il caso della seconda metà del 1977, in cui la caduta dell'indicatore riflette insieme una diminuzione della propensione alla spesa e il permanere di condizioni finanziarie abbastanza restrittive.

In generale, da quanto esposto appare confermata la presenza di significative variazioni cicliche delle funzioni di comportamento delle imprese, dalle quali dipendono in misura importante sia l'effetto totale sia il ritardo con cui gli effetti della manovra del credito si "diffondono" alle variabili reali.

Ulteriori informazioni sull'origine di una variazione data del saldo finanziario sono fornite dall'andamento del rapporto fra le passività complessive e gli investimenti (fissi e in scorte), il quale è indirettamente rappresentativo del contributo del risparmio lordo delle imprese nel sostenere una data espansione degli investimenti. In condizioni non "costrette" dal lato dell'offerta di finanziamenti, ci si attenderebbe un aumento del rapporto nella fase espansiva del ciclo per l'accresciuto ricorso a fondi esterni, gradualmente riassorbito in una fase successiva; questo è stato, ad esempio, il caso del 1972-73, anche se non in misura molto marcata. Un andamento di tale tipo non è tuttavia osservabile in periodi nei quali l'andamento dell'offerta di finanziamenti sia fortemente restrittivo, come è avvenuto nella prima parte del 1974 e ancora nel corso del 1976. Nel primo caso, in particolare, la manovra monetaria restrittiva si è verificata quando era in svolgimento un vero e proprio "boom" degli investimenti fissi, i cui flussi di spesa sono caratterizzati da una maggiore "rigidità" nel breve periodo: ciò spiega il carattere prolungato e la profondità della caduta osservata nel rapporto e, di conseguenza, in qualche misura anche la profondità della recessione che ne è seguita nel corso del 1975. Diversa deve essere probabilmente l'interpretazione dell'analogia caduta del rapporto osservata nel corso del 1976, legata più direttamente all'andamento delle scorte ed alle attese sull'inflazione e sul cambio, in presenza di condizioni monetarie restrittive, ma anche di una notevole accelerazione dei prezzi e di un miglioramento dei conti economici delle imprese.

I fenomeni descritti si accompagnano nel ciclo a mutamenti nella composizione dei finanziamenti esterni. Si nota infatti come il rapporto fra l'indebitamento verso le istituzioni creditizie e il totale delle passività abbia un andamento speculare a quello dell'indicatore appena descritto. Ciò riflette le difficoltà di accesso al mercato dei capitali tipiche dei periodi di politica monetaria restrittiva, paradoss-

salmente accentuate dal tentativo delle autorità di mantenere relativamente più stabili i tassi a lunga rispetto a quelli a breve. La conseguente accresciuta preferenza per la liquidità delle famiglie (fig. 3) trova infatti riscontro nella maggior quota dei flussi di fondi complessivi intermediata dalle istituzioni creditizie.

### 3.3 Il Settore Pubblico<sup>17</sup>

Il Settore Pubblico è uno dei settori utilizzatori finali delle risorse, e come tale contribuisce direttamente all'evoluzione della domanda aggregata. La misura degli impulsi impressi alla domanda è fornita dal rapporto fra il suo indebitamento netto e il PIL. Ai nostri fini, maggiormente rilevante appare il ruolo svolto dal settore come organo creatore di strumenti finanziari, e la valutazione di eventuali effetti differenziati di un ammontare dato di nuove attività finanziarie, secondo il canale di creazione. In questo contesto assume anche rilevanza l'aumento delle funzioni di intermediazione di fondi svolte dal Tesoro che si è verificato negli ultimi anni.

La creazione totale di strumenti finanziari per il canale pubblico è data dal fabbisogno lordo del settore; quest'ultimo ha rappresentato negli anni più recenti una quota crescente della creazione di attività, e la componente più dinamica nel ciclo dell'offerta di strumenti finanziari, come risulta dall'osservazione del suo andamento in rapporto al PIL (fig. 3). Una forte accelerazione della creazione di attività per il canale del Tesoro implica naturalmente un allentamento delle condizioni monetarie; occorre sottolineare tuttavia che, nel breve periodo, una data creazione totale di passività (=attività) finanziarie implica un minor grado di permissività monetaria se la distribuzione dei fondi fra i diversi comparti dei mercati finanziari e del credito è ostacolata a causa di imperfezioni del mercato stesso, di meccanismi istituzionali (massimale sugli impieghi bancari) o anche della presenza di ritardi nel comportamento degli operatori in reazione ad un eccesso di offerta di attività. Di particolare interesse appare da questo punto di vista la concordanza dell'andamento, nelle fasi di espansione monetaria, delle attività finanziarie delle famiglie e del fabbisogno del Tesoro, osservabile particolarmente nel 1971-72 e nel 1975. Ciò riflette il fatto che una quota rilevante dell'espansione del

<sup>17</sup> Rientrano nel settore pubblico (consolidato) qui considerato il settore statale, gli enti territoriali e previdenziali e gli ospedali.

fabbisogno pubblico avveniva in connessione ad una espansione dei trasferimenti alle famiglie, dei quali poi una quota rilevante veniva ridepositata presso il Tesoro, nella forma di depositi postali, o presso le banche. Si noti che gli effetti di una creazione data di attività sono, in questo come negli altri casi di "vischiosità" discussi in precedenza, ritardati, per un periodo più o meno lungo, ma non evitati.

Una informazione complementare nello stesso senso è fornita dal rapporto fra finanziamenti concessi dal settore pubblico ad altri settori e fabbisogno totale: l'aumento di questo rapporto indica infatti che l'espansione del fabbisogno del Tesoro si traduce per una quota maggiore in diretta capacità di spesa, in particolare delle imprese, e quindi implica, in generale, una maggiore rapidità nella diffusione degli effetti "reali" di una creazione data di attività. L'osservazione di questo rapporto mostra in effetti un andamento concordante con quello della politica monetaria, cioè un aumento nelle fasi espansive (1975) e una contrazione nelle fasi restrittive (1974 e 1976-77).

Una ulteriore indicazione degli effetti della creazione di attività per il canale del Tesoro è fornita dalla quota del fabbisogno del settore finanziata con mezzi monetari (fig. 3). In effetti, ogniqualvolta il Tesoro sia in grado di finanziarsi sul mercato dei capitali, cioè raccogliendo direttamente risparmio privato, il rischio che esso determini condizioni di instabilità sul mercato dei beni o della moneta è considerevolmente ridotto. Una conferma di ciò può essere ottenuta se si considera che le fasi di rapido aumento dell'inflazione e di deterioramento della bilancia dei pagamenti negli ultimi anni sono state precedute dalla rapida espansione del finanziamento del Tesoro. La creazione, a partire dal 1975, di un mercato monetario, reso progressivamente accessibile anche ad operatori privati non bancari, ha accresciuto le capacità di controllo da parte delle autorità monetarie dell'impatto del finanziamento del Tesoro sulle condizioni monetarie. Ciò si può constatare osservando nella figura 3 il diverso andamento che ha avuto, dopo il 1975, la creazione di attività liquide, in contropartita del fabbisogno del settore, rispettivamente, al lordo e al netto dei BOT.