

## I saggi d'interesse e la Banca Centrale (\*)

Due decenni or sono avrebbe rasentato la eresia sostenere che il controllo della Banca Centrale sui saggi d'interesse non servisse come strumento di dominio delle oscillazioni cicliche dell'economia americana. Oggi, quell'eresia è largamente accettata come dogma (1).

Senonchè, la preminente importanza acquisita dal debito pubblico durante la seconda guerra mondiale, se ha confermato nella loro tesi i fautori del nuovo dogma, in pari tempo — concomitanza paradossale — ha creato negli Stati Uniti nuove prospettive per una più vigorosa politica creditizia anticiclica basata su variazioni dei saggi d'interesse. A quanti credevano che manovrate variazioni dei saggi fossero sostanzialmente inutili apparve come sviluppo conclusivo il fatto che l'espansione del debito pubblico sembrasse restringere l'excursus ammissibile per movimenti nei tassi. Eppure può ben essere che proprio le condizioni che oggi rendono desiderabile e possibile di limitare le variazioni dei tassi offrano insieme alla Banca Centrale la possibilità di una azione efficace.

Presumibilmente, una limitazione dell'ambito di oscillazione dei saggi d'interesse è una esigenza imposta dall'esistenza di un vasto debito pubblico; variazioni di tassi sul tipo di

(\*) Il testo originale inglese del presente studio, *Interest Rates and the Central Bank*, fa parte del volume *Money, Trade, and Economic Growth* edito nel 1951 in onore del prof. JOHN HENRY WILLIAMS. La pubblicazione in questa sede della versione italiana avviene per cortese consenso dell'Autore, ROBERT V. ROSA, e della Casa editrice, THE MACMILLAN COMPANY di New York.

(1) — Si veda, per esempio, il *Comment submitted to the Joint Congressional Committee on the Economic Report* da parte del PRESIDENT'S COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS, in «Hearings before the Joint Committee» 17-20 gennaio 1950 (Washington, 1950), specie a pag. 63-68. L'A. ha commentato le opinioni espresse dal Council suddetto in un articolo, *The Revival of Monetary Policy*, pubblicato nella «Review of Economics and Statistics», febbraio 1951.

vent'anni e più fa provocherebbero nelle mutate circostanze odierne offerte e acquisti cumulativi di titoli che avrebbero dannose ripercussioni su tutta l'economia e potrebbero magari (nel caso di offerte massicce) pregiudicare il credito del Tesoro. È questa fondamentale preoccupazione, più che l'effetto di variazioni dei tassi sugli oneri di Bilancio per il servizio del debito pubblico, che rende improbabile un ritorno a tassi ad ampie oscillazioni. Ma proprio una tale constatazione — considerata sotto un altro profilo — non equivale semplicemente a riconoscere che i mercati dei titoli e del credito sono divenuti molto più sensibili di quanto non fossero un tempo a qualsiasi mutamento nei saggi d'interesse? Non può anche darsi che abbia importanza il fatto che la presenza di una notevole massa di titoli pubblici di ogni scadenza nella struttura degli strumenti di debito in essere offre alla Banca Centrale una via attraverso cui influenzare direttamente i prezzi ed i rendimenti dei titoli e dei crediti di ogni durata? Non può essere che oggi variazioni relativamente esigue nei saggi d'interesse, promosse o consentite da una Banca Centrale e capaci di raggiungere ogni comparto della struttura dei tassi, sappiano conferire alla generale politica creditizia un'influenza che non poteva esercitare in passato?

Simili domande non possono naturalmente avere risposte categoriche. Il nostro studio vuole però, di proposito, esaminare le possibilità di una risposta affermativa. A questo scopo non hanno importanza questioni di competenza amministrativa: l'attenzione si concentra sulle possibilità sostanziali della politica bancaria «centrale», non sul problema se essa debba essere in pratica condotta dal Tesoro o dalla Riserva Federale o da forme di compartecipazione fra i due organi. È rilevante invece — ma in questa sede non sarà oggetto di studio — il fatto che il grande impegno posto in questi anni postbellici a sostenere elevati livelli di produzione ed occupazione possa per se stesso

determinare un ambiente economico dotato di una pronunciata sensibilità a distorsioni inflazionistiche e relative conseguenze — un ambiente in cui l'influenza marginale di variazioni nella disponibilità di credito può assumere importanza cruciale nello sforzo di trovare, di anno in anno, un equilibrio in qualche punto intermedio fra gli estremi della rigidità e della instabilità (2). Il nostro studio peraltro si limiterà a riesaminare talune delle vie per influenzare l'attività economica mediante variazioni nei saggi d'interesse, in quanto simili variazioni possano essere guidate o controllate dalla Banca Centrale.

\* \* \*

Un tempo si pensava che variazioni nei saggi d'interesse del mercato fornissero una spiegazione soddisfacente — e che il controllo della Banca Centrale sui tassi medesimi provvedesse adeguati correttivi — per i perturbamenti economici di natura ciclica. L'esperienza si dimostrò invece deludente.

In parte, le deficienze dell'analisi e della politica d'un tempo possono essere attribuite, per così dire, ad una errata collocazione d'accenti. Economisti e teorizzatori della Banca Centrale credettero a lungo che l'importanza dei saggi d'interesse e degli sforzi delle Banche Centrali per variarli nei loro effetti su *mutuatari* e su *risparmiatori*. Scarsa o nessuna attenzione era data ai *prestatori*, la cui funzione si riteneva dovesse ridursi a reagire automaticamente all'azione della Banca Centrale senza una qualsiasi autonoma ed apprezzabile influenza sulla condotta economica. Anche quando si attribuiva qualche importanza a mutamenti nella « disponibilità di credito », si mancava di rilevare che qualsiasi controllo generale su mutamenti siffatti era inseparabilmente legato a variazioni nei saggi d'interesse. Di conseguenza, via via che l'esperienza e le ricerche dirette rivelavano fra i mutuatari margini piuttosto ampi di indifferenza rispetto a variazioni nei tassi e suggerivano che il risparmio era strettamente connesso ad altri fattori (in particolare, a modificazioni di reddito), si

(2) — Cfr. RICHARD A. MUSGRAVE, *Credit Controls, Interest Rates and Management of the Public Debt*, nel volume « Income, Employment and Public Policy » (New York, W. W. Norton and Co., 1948), p. 253.

venne, comprensibilmente, smorzando l'entusiasmo per il controllo della Banca Centrale sui tassi d'interesse come metodo positivo di moderare le fluttuazioni cicliche.

In parte, anche modificazioni d'ambiente possono dar ragione dell'incapacità dei tassi d'interesse a determinare le ipotizzate reazioni di mutuatari e risparmiatori durante il ventennio tra le due guerre mondiali. Sebbene in precedenza ambedue le categorie possano essere state più sensibili ad oscillazioni nei saggi d'interesse, si erano nel frattempo verificati mutamenti nella struttura del debito in essere e nei flussi dei fondi prestabili tramite gli intermediari istituzionali tali da accrescere l'autonomia importanza della funzione dei prestatori nel meccanismo finanziario dell'economia americana. Di fatto, la teoria dei saggi d'interesse e della Banca Centrale si evolvè con ritardo rispetto al processo di trasformazione delle caratteristiche dei mercati monetari. Inoltre, dato che i mutamenti nella disponibilità di credito che variazioni di tassi riflettono possono essere soltanto una fra le molte influenze operanti sulla stabilità dell'economia, l'importanza di modificazioni nel comportamento dei prestatori poteva ben essere passata inavvertita da quei precedenti studiosi che speravano di trovare nei movimenti dei tassi e nell'azione della Banca Centrale un'integrale soluzione del problema delle fluttuazioni cicliche.

Ora che le fasi estreme di esagerate illusioni, e di reazione e delusione, sono passate, dovrebbe essere utile tentare ex novo un esame del ruolo che variazioni dei saggi d'interesse determinate dalla Banca Centrale possono esercitare nel moderare le oscillazioni cicliche nell'economia americana, per accertare il punto cui siamo arrivati. Questo tentativo sarà compiuto nel presente studio: in primo luogo, col richiamare alcune pietre miliari della vasta letteratura apparsa in materia durante la prima metà del nostro secolo; in secondo luogo, col descrivere le maggiori modificazioni istituzionali influenti sul flusso dei fondi prestabili e sui mercati monetari negli Stati Uniti, in specie quelle verificatesi dopo l'instaurazione nel 1914 del Sistema di Riserva Federale; e, in terzo luogo, col discutere la sostanza dell'azione del saggio ufficiale di sconto nei riguardi dei tassi a breve termine, dei tassi a

lungo termine e delle mutue relazioni fra i due comparti.

### I. — Lo sviluppo dei concetti (3).

Dal Wicksell di *Interest and Prices* (4) al Keynes della *General Theory* (5), nonostante gli intrecci e i rigiri subiti dalla teoria del saggio d'interesse e della Banca Centrale ad opera di altri autori nel periodo intermedio, la più autorevole corrente di pensiero accettava implicitamente tre proposizioni basilari. Prima: una variazione di tassi da parte della Banca Centrale determinerebbe variazioni pressapoco corrispondenti presso le banche commerciali. Seconda: col concentrare l'attenzione sopra «il» saggio d'interesse, la maggior parte degli autori assumeva un movimento sincrono per tutti i tassi di titoli di debito similari di ogni singola scadenza; supponeva cioè che una variazione di tassi presso le banche commerciali si diffondesse per tutto il mercato a breve termine e di lì si trasferisse a tutte le altre scadenze. Terza: le variazioni di tassi, una volta realizzate ad opera di interventi della Banca Centrale, sarebbero seguite da appropriate reazioni da parte dei mutuatari (e, la maggior parte degli autori avrebbe aggiunto, da parte dei risparmiatori). Soltanto se tutte e tre queste relazioni fossero valide, sarebbe possibile procedere alla realizzazione di precisi obiettivi nel campo della circolazione monetaria, del livello dei prezzi e del controllo dei cicli economici.

Durante le prime due decadi di attività del Sistema di Riserva Federale, la maggioranza degli economisti americani sostenne dottrine simili a quella di Wicksell. Scarsa era la consapevolezza dei tre presupposti impliciti in tesi del genere, nè delle possibili fratture fra teoria e realtà per ciascuna delle relative tre fasi critiche del processo creditizio. Autori

(3) — Il Dr. CLIFTON H. KREPS, JR., del Servizio di Ricerche Economiche della Federal Reserve Bank di New York, ha molto contribuito a questi sommi richiami storici sulla teoria del saggio di interesse e della Banca Centrale.

(4) — KNUT WICKSELL, *Interest and Prices* (London, MacMillan and Co., 1936), traduzione di *Geldzins und Güterpreise* (Jena, Gustav Fisher, 1898).

(5) — J. M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (New York, Harcourt, Brace and Co., 1936).

della statura di Irving Fisher, dopo aver elaborato l'equazione dello scambio nella teoria quantitativa della moneta, si dedicarono invece a chiarire gli scopi per cui avrebbero dovuto essere impiegati i controlli della Banca Centrale presunti efficaci. Soltanto il Sistema di Riserva Federale, nell'affrontare i concreti problemi di applicazione, si avvide delle possibili lacune e maturò un aperto scetticismo sulle possibilità di superarle.

Quando intorno al 1925 cominciò la reazione all'esaltazione della Banca Centrale e dei saggi d'interesse, due autori forniti di vasta esperienza del funzionamento del Sistema di Riserva Federale, diedero l'avvio a qualche chiarificazione. Rilevate le esagerazioni della fiducia riposta nell'azione della Banca Centrale, Burgess nel 1927 e Riefler nel 1930 additarono le limitazioni esistenti per ciascuna delle tre fasi che separano l'azione della Banca Centrale dai suoi risultati finali. Una variazione nel saggio ufficiale di sconto, anche se rafforzata dall'impiego di recente scoperta delle operazioni di mercato aperto, non provocherebbe automaticamente corrispondenti variazioni di tassi presso le banche commerciali. Inoltre, le stesse variazioni nei saggi d'interesse (una volta realizzate sul mercato) venivano considerate come importanti principalmente « in quanto prova esteriore di mutamenti nella situazione creditizia di fondo » (6). Burgess osservava al riguardo che « ... l'importanza di una variazione del saggio ufficiale di sconto sta principalmente nell'essere un pubblico riconoscimento da parte di un gruppo di persone responsabili e bene informate di un mutamento nella situazione creditizia » (7). E Riefler constatava che variazioni di tassi da parte della Banca Centrale o delle banche commerciali (opportunamente confinate al debito a breve termine dalle tradizioni della « teoria dei prestiti commerciali ») potrebbero propagarsi soltanto con forza ridotta, quando pur riuscis-

(6) — W. R. BURGESS, *The Reserve Bank and the Money Market*, 1<sup>a</sup> ed. (New York, Harper and Bros., 1927), p. 276. Cfr. W. W. RIEFLER, *Money Rates and Money Markets* (New York, Harper and Bros., 1930), p. XV: « the importance of changes in money rates lies in the underlying readjustments which they connote ».

(7) — BURGESS, op. cit., p. 185. Cfr. anche la 2<sup>a</sup> ed., 1936, p. 221.

sero a tanto, nei settori a lungo termine della struttura debitoria del momento (8).

Ma la più importante controversia si ebbe a proposito della terza fase — quanto cioè agli effetti di variazioni di tassi sulla richiesta di credito e sul risparmio. Così, Keynes sosteneva, nel *Trattato della Moneta*, che soltanto il saggio a lungo termine poteva essere efficace nell'equilibrare risparmi e investimenti (9). E, nella *General Theory*, avendo scoperto la tautologia che lo sollevava dalla preoccupazione di divergenze tra risparmio e investimenti, considerava ancora « il » saggio d'interesse come la determinante (in una con l'efficienza marginale del capitale) degli investimenti privati (10). Hawtrey per contro fu il più autorevole fra quanti facevano affidamento sul saggio a breve termine, che avrebbe influenzato gli investimenti dei commercianti in capitali di esercizio e agito sul risparmio soprattutto attraverso gli effetti sul livello dei prezzi (11) conseguenti al comportamento dei commercianti stessi.

La reazione di molti autori alle dispute fra i « breve termine » e i « lungo termine » finì per ripudiarli entrambi. Hicks, per esempio, nel 1939 era giunto alla conclusione che oscillazioni di tassi entro « l'ambito ordinario (poniamo tra il 2% e il 7% per anno) . . . » potevano avere tutt'al più solo un modesto effetto sui

mutuatari a breve termine; mentre i mutuatari a lungo termine, i cui valori — capitalizzati — dovrebbero più profondamente risentire di variazioni nei saggi d'interesse, scoprirebbero che la necessaria « quota di copertura dei rischi diverrebbe così elevata da annullare ogni possibile guadagno » (12).

Le inchieste di Oxford del 1938 e del 1940 — con le relative interpellanze di uomini d'affari in merito all'importanza del saggio d'interesse per le loro decisioni — rafforzarono la posizione iconoclastica del prof. Hicks (13). Ma la seconda delle due inchieste, meglio congegnata e svolta tra un più vasto complesso di interpellati, mostrò la via di accesso a ciò che è divenuto, almeno negli Stati Uniti di questo dopoguerra, il preminente significato dei saggi d'interesse e dei controlli della Banca Centrale. Circa un quarto delle risposte ai questionari del 1940 rivelarono che la *disponibilità* di credito bancario o di fondi ottenuti attraverso i mercati finanziari influenzava le decisioni degli uomini d'affari ad effettuare (o la *scelta del tempo* per le loro decisioni ad effettuare) spese in nuovi impianti o in riparazioni o in scorte (14). Ne segue — sebbene gli economisti di Oxford non giungessero a tale conclusione — che se variazioni in diversi saggi d'interesse dovessero esercitare una rilevante influenza sulla misura in cui i *prestatori* pongono fondi a disposizione del mercato, quei tassi avrebbero pure una notevole influenza sull'attività economica.

Quantunque sia Burgess che Riefler avessero già notato che tassi d'interesse e disponibilità

(12) — J. R. HICKS, *Value and Capital* (Oxford, Oxford University Press, 1939), pp. 225-226. I dubbi di Hicks erano stati anticipati nella recensione dedicata dal prof. JOHN WILLIAMS al *Trattato della Moneta* di Keynes: *The Monetary Doctrines of J. M. Keynes*, nel « Quarterly Journal of Economics », Agosto 1931, in specie pp. 575-584.

(13) — Cfr. H. D. HENDERSON, *The Significance of the Rate of Interest*, in « Oxford Economic Papers », ottobre 1938; J. E. MEADE e P. W. S. ANDREWS, *Summary of Replies to Questions on Effects of Interest Rates*, ibid.; R. S. SAYERS, *Business Men and the Terms of Borrowing*, in « Oxford Economic Papers », marzo 1940; P. W. S. ANDREWS, *A Further Inquiry into Effects of Rates of Interest*, ibid.

(14) — Cfr. ANDREWS, *A Further Inquiry...*, loc. cit., pp. 35-37; e R. S. SAYERS, loc. cit., pp. 23-28.

di credito erano riflessi gli uni degli altri piuttosto che compartimenti separati del meccanismo finanziario, fu soltanto nel 1941 che la piena importanza di tale fatto per la politica monetaria cominciò ad emergere nelle discussioni pubbliche, soprattutto nella conferenza d'apertura del prof. Williams all'adunanza annuale dell'*American Economic Association* (15). Da quel momento, per lo più con interventi orali, il prof. Williams è alla testa di quanti concentrano l'attenzione sui prestatori e sull'importanza dei saggi d'interesse come sintomo dei fattori causativi di una restrizione o di un'espansione nel volume dei nuovi crediti resi disponibili da parte dei prestatori (16). In sostanza, non sono necessariamente i saggi d'interesse in quanto elemento di costo per il mutuatario né in quanto incentivo per il risparmiatore, ma piuttosto i saggi di interesse in quanto riflesso di mutamenti di fondo nella disponibilità di credito che esercitano un'influenza importante (per quanto, certo, non sempre decisiva) sull'origine dei cicli economici. Il mutato carattere della struttura debitoria e i mutamenti nel flusso dei fondi prestabili — che hanno accentuato la preminenza di questo aspetto dei saggi d'interesse e determinato un'elevata sensibilità del mercato ad influenze espresse in variazioni relativamente esigue dei tassi stessi — sono descritti nel capitolo che segue.

## II. — Evoluzione delle caratteristiche del sistema creditizio.

I fondamentali mutamenti strutturali influenti sul significato del controllo della Banca Centrale sui saggi d'interesse sono essi stessi

(15) — J. H. WILLIAMS, *The Implications of Fiscal Policy for Monetary Policy and the Bank System*, in « Proceedings of the American Economic Association », Marzo 1942, ristampato nel volume *Post-War Monetary Plans and Other Essays*, 3ª ed. (New York, A. A. Knopf, 1947), in specie pp. 89-103.

(16) — Una delle poche affermazioni scritte di questo stesso punto di vista si trova nello studio di F. A. LUTZ, *The Interest Rate and Investment in a Dynamic Economy*, in « The American Economic Review », dicembre 1945, in specie pp. 828-830. Il Prof. PAUL MCCracken, già direttore del Servizio di Ricerche Economiche della Federal Reserve Bank di Minneapolis, ha sostenuto opinioni similari nello studio *The Present Status of Monetary and*

derivati, a loro volta, da molteplici cause. Ai nostri scopi queste cause sono irrilevanti. Ciò che importa è che l'entità e composizione del debito netto del sistema economico, i canali istituzionali attraverso cui le risorse passano nei vari comparti di quel debito e l'organizzazione dei mercati su cui gli strumenti debitori si comprano e vendono — hanno tutti cambiato considerevolmente da quando il Sistema di Riserva Federale cominciò a funzionare nel 1914. È quindi necessario identificare i maggiori sviluppi creati in materia e interpretarne le conseguenze per un'efficace azione da parte della Banca Centrale.

### A. — I PRINCIPALI SVILUPPI (17).

I. « L'offerta » di strumenti debitori. — Nel 1914 era approssimativamente corretto affermare che ogni forma del debito netto finale del sistema economico presentava qualche grado di rischio creditizio (18). Il pubblico poteva scegliere fra il possesso di liquidità di cassa e il possesso di attività di rischio; e le banche commerciali, a loro volta, detenevano in larga misura attività di rischio come garanzia dei depositi bancari che rappresentavano la parte maggiore dei mezzi liquidi. Il calcolo per la scelta fra cassa (o riserve oziose) e attività di rischio coinvolgeva non soltanto la preferenza per la liquidità (con il complesso dei suoi motivi determinanti), ma implicava anche una certa imputazione per il rischio creditizio. Eppure era dei tassi « puri » che la teoria dominante ed i precetti d'azione per la Banca Centrale si preoccupavano. Soltanto

*Fiscal Policy*, pubblicato in « The Journal of Finance », 1950.

(17) — I dati usati in questo paragrafo sui mutamenti nella composizione del debito totale e nella sua distribuzione sono derivati da uno studio inedito sulla struttura del debito americano dal 1914 al 1948 che A. J. R. SMITH della Harvard University stava portando a termine mentre elaboravo questo mio contributo.

(18) — Soltanto l'1,5% del debito netto totale era costituito allora da titoli del Governo americano, che per la maggior parte erano nelle riserve costituite dalle banche nazionali a fronte delle rispettive emissioni di banconote. [Com'è noto, le Banche Americane designano come « attività non di rischio », *non-risk assets*, la « cassa » e i « titoli pubblici »; e come « attività di rischio », *risk assets*, gli investimenti in altri titoli e i crediti alla clientela. N. d. T.]

quando una forma di strumento debitorio esente da rischio creditizio fosse divenuta la parte dominante del debito complessivo, distribuita in una serie rappresentativa di tutte le scadenze, sarebbe stato possibile distinguere nettamente gli effetti delle preferenze di tempo e di liquidità (netti dei fattori di rischio creditizio) per una data massa di moneta in un determinato momento. Inoltre, soltanto allora sarebbe stato possibile alle forze di mercato di rivelare senza ambiguità (attraverso il raffronto con la scheda dei tassi esenti da rischio creditizio) l'entità delle differenze di rischio fra vari tipi di debito, e forse di segnalare il peso di sforzi intesi ad influenzare lo stesso premio di rischio.

Di fatto, alla fine della seconda guerra mondiale un tale ambiente si era costituito come conseguenza dell'enorme sviluppo del debito pubblico negli Stati Uniti. Il debito totale netto sia pubblico che privato, pari a circa 65 miliardi di dollari nel 1914, era raddoppiato nel 1919, e triplicato nel 1929; risultava allo stesso livello di un decennio prima nel 1939, per raggiungere nel 1948 un volume sei volte maggiore di quello del 1914. Nel frattempo la proporzione dei titoli del Governo Federale rispetto al debito totale era cresciuta da 1,5% (1914) a 50,4% (1948). Il debito a breve termine, che per le tradizioni della «teoria dei prestiti commerciali» costituiva il campo speciale delle banche ordinarie, si era ridotto dal 40,9% del debito totale netto nel 1914 al 30% nel 1948; e la proporzione dei titoli governativi sul totale del debito a breve termine era salita da una percentuale trascurabile a quasi un terzo (19). Fra gli strumenti di debito a breve termine intensamente impiegati per gli aggiustamenti delle riserve bancarie sul mercato monetario di New York, i titoli governativi sono saliti da un importo praticamente insignificante nel 1914 a circa un sesto del totale nel 1924 e a più di nove decimi nel 1948.

2. — *La «domanda» di strumenti di debito.* — Nel 1948 la scelta per i prestatori non era più

(19) — Per ragioni tecniche, A. J. R. Smith ha definito debiti a breve termine quelli con scadenza originaria inferiore ad un anno. I noti difetti di una tale definizione per l'analisi congiunturale del mercato monetario non ricorrono, peraltro, nello studio delle tendenze di lungo periodo.

fra cassa e strumenti di debito a breve o lungo termine di mutuatari privati, ma bensì fra cassa, titoli di Stato di ogni usuale scadenza e debiti di persone fisiche e giuridiche private. E taluni mutamenti istituzionali, accentuati dalla tendenza delle risorse prestabili ad incanalarsi verso società di investimento ad alta specializzazione, avevano reso i prestatori acutamente sensibili a leggere variazioni nei divari di rendimento fra titoli alternativi sia a lungo che a breve termine. Una crescente insistenza sull'esigenza di «sicurezza» — con la accettazione di più bassi rendimenti pur di render minimo il pericolo di perdite — aveva favorito lo sviluppo di cauti istituti di intermediazione, operanti su margini relativamente ristretti, e attenti a piccole variazioni fra i rendimenti di strumenti debitori che alcuni decenni or sono sarebbero state considerate insignificanti. Anche se trabocchetti statistici (doppi computi) impediscono di accertare con cura la crescente «istituzionalizzazione del risparmio» negli Stati Uniti, non pertanto è fondata qualche generalizzazione molto approssimativa. Nel 1914 più di metà del debito netto finale era posseduta direttamente dalle società o dalle persone fisiche che ne provvedevano i mezzi. Nel 1948 quella proporzione si era ridotta a un quarto soltanto; tutto il resto del debito stesso era in mano di organismi di intermediazione finanziaria.

3. — *Organizzazione e meccanismo del mercato monetario* (20) — I mutamenti nella composizione del debito e nella sua distribuzione fra i vari tipi di detentori si accompagnarono con un terzo ordine di modificazioni di grandissima importanza. Anche i mercati organizzati, che assicurano l'incontro fra emittenti o venditori e compratori o detentori di strumenti debitori, si adattarono al mutato carattere dell'offerta e della domanda degli strumenti stessi. Nel ventennio fra le due guerre il commercio in titoli governativi si andò sempre più specializzando in un mercato diretto «over-the-counter» tra agenti professionali, e le transazioni per tramite delle borse valori vere

(20) — ARTHUR WILLIS, del Servizio Titoli della Federal Reserve Bank di New York, ha contribuito in larga misura alla preparazione di questo paragrafo e della sezione III-B.

e proprie si ridussero a volumi insignificanti. Verso il 1935 gli stessi principali agenti (del tipo «dealer») erano divenuti parte di un'organizzazione borsistica non ufficiale in cui la *Federal Reserve Bank* di New York, nelle funzioni di agente per il *Federal Open Market Committee* (Comitato per le operazioni federali di mercato aperto), esercitava un ruolo ed una influenza crescenti. E poichè la domanda del mercato diveniva vieppiù sensibile a lievi variazioni di tasso nella scelta sia fra i vari tipi di titoli statali sia fra titoli pubblici e titoli privati (inclusi i prestiti), il meccanismo delle quotazioni finì pur'esso per riflettere il mutamento.

Per esempio, dal 1920 al 1930 (e finchè scomparvero temporaneamente nel 1934) i cosiddetti «certificati» — lo strumento di debito pubblico ad un anno — erano trattati in termini di prezzo per 100 dollari di valore nominale, proprio come si usa oggi per le obbligazioni (*bonds*). L'unità di variazione di prezzo era in trentaduesimi di 1%, pari cioè a circa 3 cents per 100 dollari di valore nominale. I divari fra quotazioni di domanda e offerta, rappresentanti il costo di una vendita seguita da riacquisto, erano raramente inferiori a 2 trentaduesimi (ossia 6 cents per 100 dollari), e spesso salivano a 10 trentaduesimi (circa 30 cents per 100 dollari). Le variazioni da mese a mese nel reddito effettivo erano pur esse frequentemente di 1/2% anche in fasi relativamente tranquille, e crescevano al sopravvenire di eventi perturbatori.

Reintrodotti come strumenti di mercato nel 1942, i «certificati» non sono più quotati su una base di prezzo, ma di sottilissime graduazioni di rendimento. Oggi si fa uso di «punti base» di 1/100 ciascuno (corrispondente ad 1 cent per 100 dollari). E i divari di prezzo, invece di estendersi da 6 a 30 cents, sono per solito di 2 cents circa per i certificati a più lunga scadenza; nelle effettive transazioni, si riducono spesso a 1 cent (21). D'altro canto, la

(21) — Naturalmente il divario e le variazioni usuali nelle quotazioni tendono ad aumentare con l'accentuarsi delle oscillazioni di mercato (e il crescere delle incertezze); ma l'excursus delle variazioni si è ridotto ad un ordine di grandezza sostanzialmente diverso da quello del periodo 1917-32 che vide per la prima volta l'uso su vasta scala dei certificati.

variazione nel reddito da mese a mese nei periodi di calma è oggi abitualmente intorno ad 1/16% o anche meno, invece di 1/2%; e le altre oscillazioni si sono corrispondentemente ridotte.

Mutamenti d'importanza simile si sono verificati nel mercato delle obbligazioni (*bonds*) nel corso dello stesso periodo, e si sono altresì riflessi sul mercato costituitosi per le Cambiali del Tesoro (cioè per gli strumenti a tre mesi introdotti negli Stati Uniti verso la fine del 1929). Come conseguenza di siffatti cambiamenti nei metodi di quotazione dei titoli governativi, le offerte dei «sottoscrittori» professionali e la vendita di nuove emissioni di titoli o obbligazioni di società ed enti locali hanno pure sviluppato negli ultimi anni una particolare sensibilità a piccolissime variazioni. Il successo di offerte di «sottoscrizione», in questo dopoguerra, è spesso dipeso per tali casi da differenze dell'ordine della terza cifra decimale nel rendimento richiesto (22).

Sono mutamenti del genere nelle consuetudini e pratiche del mercato che indicano più convincentemente che non l'analisi astratta come la crescente importanza relativa dei titoli governativi e la crescente concentrazione dei fondi d'investimento nelle mani di istituzioni raffinate nel vaglio dei rendimenti, abbiano reso i mercati monetari altamente sensibili a lievi variazioni nei saggi d'interesse.

B. — LE CONSEGUENZE PER L'AZIONE DELLA BANCA CENTRALE.

La conseguenza paradossale dei principali sviluppi testè descritti è stata di creare un ambiente in cui i tre impliciti presupposti della teoria di Wicksell potevano, con importanti modificazioni, finalmente verificarsi. Tali presupposti, come già notammo, riguardavano le tre fasi intercorrenti fra l'azione della Banca Centrale e la reazione ultima del sistema economico, vale a dire: a) l'effetto diretto dell'azione della Banca Centrale sulle banche commerciali e sui loro tassi attivi; b) la fluidità

(22) — Un'offerta di sottoscrizione per certe obbligazioni a breve termine all'inizio del 1950 arrivò fino alla quarta cifra decimale. Un'offerta a 1,7181 di costo netto per interessi prevalse su un'offerta a 1,7184 («*The New York Times*», 22 marzo 1950, p. 39). E ci sono stati altri casi consimili.

fra i tassi bancari a breve termine e i tassi a lungo termine; c) l'influenza di contrazioni o espansioni del credito, quali si riflettono in variazioni dei tassi di mercato, su importanti decisioni economiche — decisioni a contrarre prestiti per spese capitali, a risparmiare o a prestare. Quegli sviluppi sollevano, inoltre, nuovi problemi riguardo alle possibili limitazioni dell'efficacia dell'azione della Banca Centrale, e alterano materialmente l'uso che si può fare di variazioni nelle riserve obbligatorie per influenzare la disponibilità di credito bancario.

1. — *Influenza diretta dell'azione della Banca Centrale.* — Mentre la Banca Centrale ha impiegato e continua ad impiegare il saggio ufficiale di sconto come strumento per influire direttamente sul costo del credito delle banche commerciali e come mezzo per avvertire il sistema economico di un mutamento generale nel clima economico e nella sua politica, il nuovo ambiente la provvede ora anche di una via diretta d'accesso alla struttura dei tassi in vigore. Non è più sufficiente considerare gli effetti del saggio ufficiale di sconto sul ricorso delle banche commerciali alle anticipazioni della Banca Centrale, gli effetti di quel ricorso sui tassi bancari e sul volume dei mezzi monetari, e gli effetti dei mutamenti di questi ultimi sul livello e sulla struttura complessiva dei tassi di interesse (23). Giacchè le operazioni di mercato aperto in titoli governativi portano la Banca Centrale in contatto non soltanto con il volume delle riserve bancarie disponibili, ma anche con i portafogli di tutte le categorie di prestatori. Acquisti sul mercato aperto possono non soltanto aumentare le riserve primarie del sistema bancario, ma anche i fondi prestabili degli

(23) — D'altra parte, le influenze risultanti da variazioni nel saggio ufficiale di sconto non possono più essere limitate alla sequenza causale indicata nel testo. Le variazioni nel tasso ufficiale di sconto servono, in effetti, a segnalare un mutamento nei limiti delle fluttuazioni nei tassi di mercato a breve termine e nei prezzi dei cosiddetti Fondi Federali, dando così particolare rilievo — se necessario — a sviluppi connessi con le operazioni di mercato aperto. [Com'è noto, i « *federal funds* » sono costituiti dalle disponibilità eccedenti gli obblighi di riserva, negoziabili con prestiti alla giornata tra le banche detentrici e quelle deficitarie in conto riserva. N. d. T.]

investitori privati che hanno venduto valori pubblici; e come riflesso di un tal mutamento nel volume dei fondi potenzialmente disponibili per nuovi impegni, può aversi un declino di taluni o di tutti i saggi d'interesse. Inversamente, vendite sul mercato aperto ad opera della Riserva Federale, o anche soltanto un indirizzo contrario a nuovi acquisti, possono deprimere i prezzi dei titoli di Stato quando di questi ci sia offerta da parte di prestatori potenziali in cerca di denaro fresco; e il correlativo aumento dei tassi significherà una crescente tensione nella disponibilità di credito.

2. — *Mutue relazioni fra saggi a breve termine e saggi a lungo termine.* — In dipendenza della proporzione relativamente alta del debito governativo rispetto al debito totale, il comportamento dei prezzi per i titoli governativi influenzerà direttamente l'effettiva disponibilità di credito per usi alternativi (ad ogni scadenza), e determinerà sostanzialmente il livello approssimativo dei rendimenti « base », nonché il senso delle loro variazioni. Ora, i prezzi di tutti i valori governativi possono essere influenzati (o lasciati liberi di muoversi senza interferenze compensative) per mezzo delle operazioni di mercato aperto del Sistema della Riserva Federale. L'efficacia dell'opera della Banca Centrale non è più circoscritta ai risultati indiretti ottenuti agendo sulla situazione debitoria delle banche commerciali (o, all'opposto, sul volume delle loro riserve eccedenti). Nè ci sono più ostacoli a cospicui flussi di risorse nei due sensi fra i mercati a breve termine ed i mercati a lungo termine. Spostamenti del genere, conseguenti a valutazioni della situazione economica e delle intenzioni delle Autorità della Riserva Federale, non soltanto sono diventati un fatto usuale, ma in realtà sono degenerati in sconvolgimenti della gamma dei tassi in parecchie occasioni durante e dopo la seconda guerra mondiale.

D'altra parte, gli investimenti delle banche commerciali non si limitano più ad obbligazioni a breve termine; di fatto, nel 1948 più della metà delle attività fruttifere delle banche associate al Sistema della Riserva Federale erano a scadenza superiore ad un anno, contro — probabilmente — un sesto nel 1914.

Un tale aumento del peso diretto delle banche sul mercato a medio e lungo termine è dovuto non soltanto a titoli governativi a non breve scadenza, ma anche a prestiti a medio termine e a mutui ipotecari. Evidentemente, grazie ai titoli di Stato e all'aumento degli strumenti pluriannali nella composizione del debito privato « bancabile », i movimenti tra i mercati a breve termine e i mercati a lungo termine hanno guadagnato in effettiva fluidità; e, sebbene in linea generale sia da presumere che i rendimenti sugli impieghi a più lunga scadenza non si spostino con la stessa rapidità dei rendimenti sugli impieghi a breve in risposta a variazioni nella disponibilità di credito connesse con i diuturni mutamenti delle prospettive economiche, in ultima analisi il mercato a lungo termine sarà influenzato da ogni persistente tendenza del mercato a breve termine alla facilità o alla tensione.

In conclusione, quindi, i primi due presupposti della dottrina di Wicksell sembrano ora realizzati in misura soddisfacente.

3. — *Variazioni di tassi e decisioni a prendere a prestito, a risparmiare o a prestare.* — Non c'è dubbio che Wicksell e i suoi contemporanei e seguaci esagerarono l'importanza diretta dei saggi d'interesse come elemento di costo influente sulle decisioni a prendere a prestito a scopo di investimento; anche qui le sottigliezze della ricerca logica, con l'isolare ciascuna variabile ai fini dell'analisi marginale, si sono spesso risolte in un eccesso di zelo e di fiducia per l'influenza della variabile considerata. Ciò non pertanto Wicksell aveva dalla sua più ragioni di quanto non abbiano ammesso critici recenti. In realtà i saggi d'interesse hanno una qualche importanza come fattori di costo, specialmente per quanto riguarda la scelta del tempo per dar corso a mutamenti nelle scorte o negli impianti laddove sia relativamente elevato il rapporto delle scorte, o rispettivamente delle dotazioni fisse, alle vendite.

Quanto al risparmio, può ben darsi che sia il reddito ed un complesso di altri fattori a dominare le decisioni delle persone fisiche, piuttosto che variazioni negli incentivi offerti dai saggi d'interesse. Ma un fenomeno poco avvertito dai seguaci di Wicksell è venuto a ridurre l'importanza dei risparmi personali negli

Stati Uniti. Quivi, in questi ultimi anni, i risparmi aziendali, lordi o netti, hanno generalmente superato i risparmi delle persone fisiche. Ora, le delicate decisioni riguardanti la distribuzione o meno di certi importi in dividendi, oppure la destinazione di certe quote di profitti ad impieghi interni, possono essere materialmente influenzate da variazioni nei tassi d'interesse. In generale, un aumento dei tassi stimola a finanziare in più larga misura l'espansione aziendale per mezzo di profitti non distribuiti; vale a dire, tassi in rialzo tendono ad accrescere il risparmio.

Ma è il prestatore, trascurato dai teorizzatori monetari, che soprattutto interviene a dare nuova sostanza alla vecchia dottrina. Come si dirà in forma particolareggiata nella Parte III, variazioni nei tassi d'interesse provocate da operazioni sul mercato aperto della Banca Centrale influiscono sulla propensione o sulla capacità dei prestatori a porre fondi a disposizione dei richiedenti, vuoi per il rinnovo di operazioni in essere vuoi per l'accensione di nuovi debiti per finanziare sviluppi di attività.

4. — *Limitazioni all'azione della Banca Centrale.* — In aggiunta all'ovvia constatazione che i tassi di interesse e la disponibilità di credito non possono da soli determinare il livello dell'attività economica e possono tutt'al più esercitare soltanto un certo ordine di pressioni fra i tanti ipotizzabili — vi sono due principali limitazioni all'impiego che può essere fatto del controllo della Banca Centrale sui tassi. In primo luogo, il Tesoro ha un inevitabile preconcetto a favore di tassi bassi e relativamente costanti per il debito pubblico; giacchè è sotto il peso sia dell'esigenza di limitare l'onere complessivo del servizio del debito stesso, sia della responsabilità amministrativa di rifinanziare di continuo le scadenze annuali che oggigiorno costituiscono circa un quinto del debito in essere. In secondo luogo, sebbene le decisioni aziendali a limitare la distribuzione di profitti possano essere in qualche misura indirettamente influenzate da variazioni nei saggi d'interesse (come già si è notato), lo sviluppo secolare delle forme di autofinanziamento (in ispecie fra le imprese manifatturiere) tende ad isolare molte aziende dagli effetti diretti di variazioni nella disponibilità di credito.

Nè l'una nè l'altra è peraltro necessariamente una limitazione paralizzante. Da una parte, il Tesoro può rinunciare al vantaggio di saggi bassi e costanti in periodi in cui essi siano conseguibili soltanto con ampliamenti del credito della Riserva Federale che si risolverebbero in un'espansione inflazionistica e in un sensibile deprezzamento del potere d'acquisto del dollaro. Inoltre, data la sensibilità dei mercati monetari a piccole variazioni di tasso, è improbabile che il Tesoro debba mai trovarsi di fronte ad ampie oscillazioni nei suoi saggi di emissione. E, comunque, le oscillazioni che possono verificarsi si compensano l'un l'altra nel tempo. Un aumento dei tassi, combinato con restrizioni del credito, sarà presumibilmente seguito da riduzioni di tassi in periodi di facilità — talchè, sebbene l'onere del Tesoro per interessi sulle operazioni correnti di rifinanziamento possa variare di anno in anno, la media di lungo periodo del carico per il servizio del debito pubblico non dovrebbe necessariamente mutare in misura significativa con un programma flessibile di controllo della Banca Centrale sul credito e sui tassi.

Quanto al problema dell'autofinanziamento, è vero che taluni settori dell'economia possono essere oggi più prossimi all'indipendenza da fonti esterne di finanziamento di quanto non avvenisse nei primi anni di questo secolo; ciò non di meno, l'influenza di variazioni nella disponibilità di credito per l'economia nel suo complesso rimane importante. Come si è già accennato, c'è probabilmente qualche interdipendenza marginale fra il comportamento corrente dei mercati monetari e le decisioni aziendali a trattenere profitti per usi interni; tassi in aumento (oppure situazioni di accentuata incertezza) dovrebbero essere uno stimolo in tal senso. Ma anche se una tale interdipendenza mancasse, la valutazione del mercato quanto alle prospettive economiche implicite in variazioni nei tassi d'interesse e nella disponibilità di credito, eserciterà essa stessa (in una con altri fattori) una qualche influenza sulle decisioni aziendali ad espandere la capacità produttiva o la produzione, o a posporre iniziative del genere. Inoltre, rimangono tuttora importanti settori dell'economia che dipendono largamente dal credito ottenibile da prestatori. Gran parte dell'attività

edilizia ed un'alta percentuale degli investimenti ferroviari ed in servizi di pubblica utilità, per esempio, esigono cospicui finanziamenti da fonti esterne (24); lo stesso vale per la maggior parte dei grossisti e dei dettaglianti.

5. — *Saggi d'interesse e variazioni delle riserve bancarie obbligatorie.* — Dalla diffusa proprietà di titoli pubblici deriva un'altra implicazione per la politica di controllo del credito — una implicazione finora non pienamente valutata. Oggi le variazioni delle riserve obbligatorie sono diventate un ben scadente mezzo sostitutivo delle operazioni di mercato aperto per un'azione anticiclica sulla disponibilità di credito bancario. Gli è che quando tutte le banche posseggono cospicui portafogli di titoli governativi e li considerano come il più prossimo sostituto di riserve in eccesso, una variazione nelle percentuali minime delle riserve obbligatorie non può avere che un modesto effetto psicologico sulle concessioni di crediti bancari ai mutuatari privati. Anzi, un aumento delle percentuali può, per esempio, portare principalmente a trasferimenti di titoli governativi dalle banche alla Riserva Federale, a meno che sia consentito ai saggi d'interesse dei titoli pubblici di aumentare e cioè alla Riserva Federale di rifiutare di assumere alla pari i titoli offerti. Dato che un enorme volume di titoli governativi si incunea ora fra le riserve delle banche ed i loro crediti alla clientela, le operazioni di mercato aperto — anzichè l'arma spuntata delle variazioni negli obblighi di riserva — rappresentano il metodo più flessibile ed efficace per determinare mutamenti nella disponibilità di credito nei mercati monetari ad alta sensibilità sviluppatasi in questi anni recenti.

Così, è un errore ritenere che variazioni negli obblighi di riserva applicabili alle banche associate al Sistema possano, nel nuovo ambiente condizionato da un imponente debito pubblico, realizzare efficacemente un reale mutamento nella disponibilità di credito bancario a breve termine (o a lungo termine) senza toccare

(24) — Cfr. A. G. HART, *Money Debt and Economic Activity* (New York, Prentice Hall Inc., 1948), p. 181, ove è detto che l'influenza diretta dei saggi d'interesse come elemento di costo è importante nelle attività citate, le quali « quasi sempre contano per oltre una metà degli investimenti ».

ai saggi d'interesse (25). Se gli obblighi di riserva vengono aumentati e in pari tempo la Banca Centrale cerca di mantenere costanti i tassi d'interesse sui titoli governativi, ci dovrà essere un cospicuo flusso di nuovi crediti della Banca Centrale per assorbire tutti i titoli pubblici di cui le banche desiderano disfarsi; e ciò per impedire un declino nelle quotazioni. In tale situazione, si avrà semplicemente una riduzione nel volume dei titoli pubblici posseduti dalle banche (strettamente corrispondente all'aumento negli obblighi di riserva) ed un parallelo aumento degli acquisti della Banca Centrale senza nessun effetto necessariamente rilevante sullo andamento del credito ai privati. Una restrizione può essere realizzata per mezzo di un aumento negli obblighi di riserva solo se un tal passo è effettuato come una forma di operazioni di mercato aperto, con la Riserva Federale che in realtà costringe le banche ad assolvere l'inasprimento negli obblighi di riserva o vendendo titoli di Stato a investitori non bancari o riducendo i crediti alla clientela. A tal fine la Riserva Federale deve poter abbassare i prezzi a cui acquista i titoli governativi. Il grado desiderato di restrizione creditizia può senza dubbio essere conseguito con una variazione di prezzi (tassi) relativamente piccola — così piccola forse da apparire superficialmente insignificante. Ma la potenza di variazioni del genere deriva dal peso del fattore « incertezza » su mercati dominati da investitori ad alta sensibilità; e non ci può essere incertezza se la Banca Centrale è impegnata a priori a sostenere i titoli di Stato ai prezzi e ai tassi ad essi attribuiti all'atto della loro più o meno lontana emissione.

Nè l'inevitabile legame tra mutamenti nella disponibilità di credito e variazioni nei tassi d'interesse può essere spezzato da una soluzione di compromesso — costringendo cioè le banche associate a detenere titoli pubblici fruttiferi anzichè versare fondi addizionali in caso di aumento (a mo' d'esempio) negli obblighi di riserva. Giacchè fin quando le banche detengono cospicue masse di strumenti pubblici oltre l'eventuale riserva obbligatoria in titoli, le variazioni marginali nella disponibilità di credito bancario dipenderanno dai possibili spostamenti operati

(25) — Un'opinione contraria è stata espressa dal COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS del Presidente, *op. cit.*, p. 68.

dalle banche fra titoli governativi « liberi » e altre poste debitorie. Soltanto se si permettono aumenti nei tassi, si può giungere a contenere le concessioni creditizie basate sui fondi ottenibili mediante vendite dei titoli pubblici « liberi ». L'azione restrittiva efficiente sarebbe quindi ancora quella derivante da variazioni nei tassi (e da aspettative di variazioni del genere). D'altra parte sarebbe di difficile attuazione, e fonte di grossolane sperequazioni, ogni tentativo inteso a sfuggire all'interdipendenza esistente tra saggi sui titoli statali e disponibilità di credito bancario col bloccare *tutti* i titoli governativi di proprietà bancaria in riserve obbligatorie. Innanzi tutto, le quote di titoli pubblici detenuti dalle singole banche variano profondamente, tra un 20% e un 80% delle singole masse di depositi. Ma poi, anche se un tale blocco fosse realizzabile, credito fresco potrebbe continuare ad essere provveduto da tutti i prestatori diversi dalle banche associate fin quando la Riserva Federale acquistasse senza limiti i titoli pubblici offerti in vendita dai prestatori non bancari. E, a sua volta, ogni vendita di titoli governativi alla Banca Centrale da parte di prestatori non bancari aumenterebbe le riserve del sistema bancario — consentendo, secondo il noto meccanismo, una espansione creditizia multipla di quell'aumento, a meno che la Banca Centrale non potesse riasorbirle con vendite sul mercato aperto (espediente improbabile se i prezzi dei titoli a breve e a lungo termine fossero sostenuti alla pari).

Pertanto, appare impossibile impiegare gli obblighi di riserva (vuoi riserva di cassa vuoi riserva in titoli) come mezzo efficace di controllo diretto della disponibilità di credito, a meno che i tassi d'interesse non possano muoversi per esprimere la desiderata restrizione (o espansione) del credito. Ogni controllo efficiente deve sempre far capo ai saggi d'interesse. Nessuna imposizione meccanica mirante ad immobilizzare una parte dei portafogli delle banche commerciali può tagliar fuori le variazioni nei saggi d'interesse che accompagnano mutamenti nella disponibilità di credito. Il ruolo delle variazioni negli obblighi di riserva, nelle condizioni del nostro dopoguerra, sembra debba essere soprattutto quello di realizzare adattamenti strutturali a lunga scadenza nelle riserve ultime del sistema bancario, non di tentare in

via indipendente un controllo anticiclico della disponibilità di credito; una tal funzione è meglio adempiuta da operazioni di mercato aperto (con variazioni nel tasso ufficiale di sconto tali da dar rilievo a particolari sviluppi del mercato).

### III. — L'ambito dell'azione della Banca Centrale.

Le opinioni espresse in questo studio rappresentano una reazione ad una reazione; esse però non implicano affatto un ritorno all'originaria concezione della politica di manovra del saggio ufficiale di sconto come toccasana per la stabilità economica. Attraverso i suoi effetti sui prestatori, e in minor misura, sulle richieste di credito e sul risparmio, l'azione della Banca Centrale esplicantesi in variazioni del saggio d'interesse può comunque esercitare una qualche influenza moderatrice sulle oscillazioni cicliche. Le possibilità di una coerente azione del genere possono essere opportunamente considerate sotto tre voci: saggi a breve termine, saggi a lungo termine e rapporti fra gli uni e gli altri.

#### A. — SAGGI A BREVE TERMINE.

Dato che i titoli e i prestiti a breve termine rappresentano di solito la maggior parte delle risorse « in movimento », l'azione della Banca Centrale si concentrerà, di massima, sui tassi a breve. Per la stessa ragione, i mutamenti nel comportamento e nelle aspettative dei prestatori si rifletteranno il più delle volte nel settore a breve termine. I saggi a breve termine, pertanto, saranno di solito i primi a registrare un mutamento nella situazione creditizia — sia che un tale mutamento abbia origine dalla Riserva Federale oppure dal settore privato o dall'una e dall'altro insieme. Le fluttuazioni nei tassi a breve termine su titoli governativi sono di conseguenza importanti non soltanto per la loro influenza nell'accrescere o diminuire il grado di attrazione di prestiti o investimenti alternativi a breve termine, ma anche come indice segnaletico di ulteriori possibili mutamenti nei settori a più lungo termine della struttura dei tassi. Un declino, per quanto leggero, se mantenuto per un certo intervallo di tempo, creerà il dubbio — « incertezza » — che il credito

possa diventare più facile in linea generale e che altri tassi possano pure ridursi. Un aumento probabilmente determinerà una catena opposta di aspettative. È spesso il semplice accenno di una variazione nei tassi può bastare a trasformare molte delle istituzioni dominanti da prestatori ben disposti a prestatori restii, o viceversa. Ancora, posto un graduale processo di piccole variazioni nei tassi, per esempio al rialzo, un ulteriore leggero giro di vite può bastare a distogliere un prestatore da un'operazione inducendolo ad un investimento relativamente più sicuro in titoli governativi a breve termine fin quando l'atmosfera di crescente incertezza non si sia schiarita.

Il quadro delle reazioni di un prestatore non sarà necessariamente lo stesso, in due momenti diversi, per una variazione nello stesso senso o della stessa grandezza. L'unico fatto assodato è che i prestatori saranno sempre sensibili a lievi variazioni, attenti a soppesare la possibile perdita (o guadagno) in conto capitale derivante da un aumento (o riduzione) nei tassi rispetto alle possibilità di un maggiore (o minore) rendimento. Ma poichè non ci si può sempre attendere dai prestatori il medesimo comportamento per una data variazione di tassi, la politica di mercato aperto del Sistema non può essere condotta secondo una formula prestabilita. Al contrario, le operazioni debbono basarsi su una continua accurata disamina dei mercati monetari. La realizzazione di un desiderato grado di espansione o di restrizione dipenderà molto dall'abilità dei funzionari della Banca Centrale ad « agire a fiuto ». A tal fine le operazioni di mercato aperto presentano il grande vantaggio di poter effettuarsi per piccole dosi (26), secondo le varie opportunità; esse non hanno bisogno di essere accompagnate da precisazioni formali di scopi ed intenzioni e dai correlativi difetti di rigidità ed esagerazioni di tono; e possono essere prontamente invertite se la

(26) — C'è una serie di accorgimenti tecnici che possono rafforzare l'effetto di una semplice variazione di tassi. Per esempio, un semplice aumento del divario praticato dal Sistema fra i saggi di compera e di vendita di cambiali può scoraggiare le vendite al Sistema da parte dei prestatori. Ma simili accorgimenti, per quanto convalidino la tesi di questo studio, implicano particolari del meccanismo del mercato che sono estranei allo scopo della nostra indagine.

desiderata reazione è conseguita più rapidamente di quanto ci si aspettasse, o se si verifica un successivo mutamento nella situazione di fondo del mercato. Quando poi sia necessario sottolineare una particolare variazione nei tassi, per accrescerne l'influenza diretta sul mercato e le ripercussioni psicologiche, le Banche di Riserva Federale possono integrare il peso delle operazioni di mercato aperto sui saggi a breve termine con variazioni nei loro tassi di sconto.

Gli effetti di queste variazioni nei tassi a breve sono di tre ordini: 1) permettono alla Banca Centrale di assorbire o svincolare fondi di riserva per sua propria iniziativa, modificando così il volume generale dei fondi disponibili per un'espansione del credito; 2) determinano un mutamento nell'inclinazione dei prestatori a porre a disposizione crediti privati a breve scadenza non già perchè un aumento, poniamo di  $\frac{1}{8}$  % nei tassi cambiari escluda tutti gli altri prestiti al 2%, al 3% o al 4%, ma perchè l'incertezza quanto ad ulteriori aumenti determinerà uno stato di esitazione, di ritrosia ad assumere nuovi impegni (nel dubbio che i tassi possano essere più alti qualche settimana dopo), e quindi una riduzione nei termini ed un generale desiderio di « attendere e vedere ». 3) Variazioni nei saggi a breve incidono immediatamente sulle aspettative riguardanti il mercato a lungo termine, e se sono persistenti, si ripercuotono direttamente su di esso esercitando con ciò un effetto importante sulla distribuzione nel tempo degli impegni a lungo termine dei prestatori (e delle loro decisioni a passare da valori pubblici a lungo termine ad emissioni private, e viceversa).

#### B. — SAGGI A LUNGO TERMINE.

Oltre che influenzare attraverso variazioni nel settore a breve termine il movimento dei tassi a lungo termine e le aspettative riguardanti il loro futuro andamento, la Banca Centrale può anche esercitare la sua influenza direttamente sulle quotazioni dei titoli a lunga scadenza. Naturalmente, queste quotazioni furono efficacemente stabilizzate (*pegged*) dal programma di sostegno iniziato durante la seconda guerra mondiale. Le misure in seguito

prese per sciogliere quei rigidi vincoli si sono esse stesse risolte in un controllo del livello dei tassi da parte della Banca Centrale. D'altra parte sembra inevitabile che le variazioni di tasso nel settore a lungo termine, proprio come quelle del settore a breve, debbano d'ora innanzi essere un riflesso della politica della Banca Centrale, a prescindere dagli effettivi fattori determinanti le variazioni medesime e da ogni eventuale desiderio di evitare alla Banca Centrale responsabilità del genere.

La scelta non è tra controllo della Banca Centrale e libero gioco dei prezzi di mercato, ma tra impieghi alternativi del potere imposto alla Banca Centrale dall'esistenza di un imponente debito pubblico. Quel potere non può non essere esercitato, consapevolmente o inconsapevolmente, vuoi dal Tesoro, vuoi dalla Riserva Federale. Donde la logica esigenza di una direzione conscia degli obiettivi da perseguire e basata sulla conoscenza delle influenze che variazioni nei tassi a lungo termine possono esplicare.

Già l'esperienza postbellica indica che variazioni nel rendimento di appena  $\frac{1}{8}$  % per le obbligazioni a più lunga scadenza esercitano considerevoli effetti sul mercato (27). Un aumento nei tassi a lungo termine, iniziato per rafforzare una politica di restrizione del credito, tende ad esercitare un'influenza moderatrice sull'attività delle banche e degli altri prestatori, particolarmente per quanto riguarda i fidi a medio termine, rallentando in tal modo l'espansione economica dipendente da finanziamenti a respiro. Ne sono immediatamente colpiti anche i prezzi di mercato delle nuove emissioni, le quali probabilmente per un certo periodo saranno tenute in sospenso, e, in taluni casi, indefinitamente differite. Gli operatori infatti, incontrando difficoltà a collocare emissioni già in portafoglio, saranno piuttosto « freddi » ad assumere ulteriori impegni. Quanto meno, si verificherà un aumento negli intervalli di tempo fra emissione ed emissione, rispetto

(27) — Per una disamina dell'effettiva esperienza fatta con un impiego limitato delle nuove possibilità d'azione della Banca Centrale dopo la seconda guerra mondiale, si veda l'articolo di ALLAN SPROUL, *Changing Concepts of Central Banking*, nel volume *Money Trade and Economic Growth*, in cui è pubblicato anche il presente studio.

al flusso che si sarebbe altrimenti avuto. Un effetto ancor più marcato si avrà sugli orientamenti dei prestatori nei riguardi dei mutui ipotecari, che oggi per la maggior parte sono a saggi d'interesse convenzionali, tenuti in essere da vari sistemi di garanzia. In tale situazione il delinarsi di un'evidente tendenza al rialzo nei tassi a lungo termine si riflette in un'immediata contrazione della disponibilità di credito ipotecario. A sua volta, ogni rialzo nei tassi effettivi ipotecari (al di fuori dei relativamente rigidi programmi di garanzia) aumenterà sensibilmente il costo totale delle nuove costruzioni per i mutuatari, dato che l'onere del finanziamento rappresenta normalmente una quota elevata di quel costo. Mutuatari e costruttori potenziali saranno perciò probabilmente scoraggiati sia dall'aumento nei tassi ipotecari (non garantiti) che per solito segue ad un rialzo dei rendimenti dei titoli governativi, sia dalla concomitante riduzione nella disponibilità di fondi per prestiti ipotecari.

Per converso, una riduzione nei rendimenti dei titoli governativi a lungo termine esercita un'influenza decisamente stimolante. Le banche sono incoraggiate a realizzare una certa parte dei correlativi plusvalori acquisiti sui valori pubblici in portafoglio e a impiegarne il ricavo in crediti a clienti privati. L'azione stimolante sulle banche può essere più debole in caso di riduzione di tassi che non in caso di rialzo, particolarmente quando le riduzioni intervengono dopo lunghe fasi di tassi molto bassi. Ma l'effetto iniziale al momento della riduzione dei tassi (sempre che l'economia non sia in una situazione di panico o addirittura di collasso) può essere comunque importante. Inoltre, una riduzione nel rendimento dei titoli pubblici indurrà di solito la maggioranza dei prestatori ad acquisti aggressivi di titoli non governativi, così ripulendo i portafogli degli operatori delle vecchie emissioni in precedenza di difficile collocamento ed aprendo la strada ad un facile finanziamento delle nuove (e di quelle prima differite), via via che la capacità di assorbimento degli agenti specializzati cresce con la liquidazione dei vecchi pacchetti in portafoglio. Uno stimolo analogo risentiranno i finanziatori ipotecari.

Le condizioni di mercato determinanti siffatte variazioni nei rendimenti, fin tanto che

il senso e l'ampiezza di ulteriori variazioni sono incerti, scoraggeranno o rispettivamente incoraggeranno i mutuatari potenziali, per i quali l'ottenere i finanziamenti esterni indispensabili alle loro iniziative dipende dalla presenza di mercati ricettivi e favorevoli (28).

Il calcolo cui si trovano di fronte cauti prestatori, attenti a differenze marginali nei rendimenti e nei valori dei loro portafogli, può essere prontamente illustrato con qualche semplice computo di matematica finanziaria. Si supponga, ad esempio, che in un certo periodo di tempo vi sia stata una struttura di tassi a termine per i titoli governativi approssimativamente comparabile alla curva dei rendimenti del 1948: ossia, una gamma di rendimenti da  $1\frac{1}{2}\%$  sulle obbligazioni governative redimibili entro un anno fino a  $2\frac{1}{2}\%$  su titoli similari redimibili entro venti anni. Un aumento uniforme di  $\frac{1}{8}\%$  nei rendimenti di mercato, lungo la curva suindicata, avrebbe per i prestatori il seguente significato. Una obbligazione governativa a venti anni di recentissima emissione, portante una cedola del  $2\frac{1}{2}\%$ , cadrebbe di  $1\frac{13}{16}\%$  sotto la pari; la perdita in conto capitale in caso di vendita sarebbe di circa 19,40 dollari per 1000 dollari. Un'obbligazione similare fornita di un'identica cedola e acquistata sulla curva dei vecchi rendimenti quando era a quindici anni dalla scadenza, cadrebbe di circa 15,60 dollari per 1000 dollari (valore nominale). Lo stesso tipo di obbligazione, acquistata a dieci anni dalla scadenza durante il precedente regime di tassi, cadrebbe di 12,50 dollari per 1000 dollari (valore nominale). Queste perdite in conto capitale pressapoco raddoppierebbero se la curva dei

(28) — Una breve nota de *The New York Times* del 28 gennaio 1950, p. 20, illustra chiaramente le possibilità di questa modesta forma di influenza: « le incertezze di mercato hanno creato incognite al lancio di nuove emissioni sia obbligazionarie che azionarie in questa settimana; e per il prossimo futuro il tono di Wall Street pende dalla parte della cautela. I continui spostamenti nei prezzi dei titoli governativi, con parecchie delle obbligazioni a breve scadenza orientate intorno alla pari, hanno tolto al mercato obbligazionario molta di quella briosità di un paio di settimane or sono. Per due cospicue emissioni di titoli si sono dovuti rivedere i prezzi da parte dei sindacati di collocamento per aver ragione del riserbo dei compratori ».

rendimenti si rialzasse di  $\frac{1}{4}\%$  anziché di  $\frac{1}{8}\%$ , e aumenterebbe di quattro volte se il rialzo fosse di  $\frac{1}{2}\%$ . Nelle due ultime ipotesi, ad esempio, le perdite in conto capitale su obbligazioni ventennali sarebbero rispettivamente di circa il 4% e l'8% del valore nominale.

Per poter passare da obbligazioni governative del genere a prestiti privati a breve termine di più alto rendimento (e presumibilmente di relativa sicurezza) sarebbe necessario un divario di tassi di tale ampiezza da assorbire le indicate perdite in conto capitale e da lasciare un residuo margine idoneo a rendere attraente lo spostamento. Oppure, per cambiare con un investimento privato a lungo termine, occorrerebbe un rendimento di altezza sufficiente a provvedere un compenso per il divario di rischio, a coprire l'ammortizzo della perdita in conto capitale sofferta nella vendita dell'obbligazione governativa e a produrre un incremento nel reddito medio netto nel corso del tempo (29).

Naturalmente, l'inverso avviene in caso di riduzioni nei rendimenti dei titoli governativi: sono cioè stimulate le vendite dei titoli stessi, e i trasferimenti di risorse in altri impieghi alternativi. Per semplicità, può essere sufficiente prendere in considerazione il guadagno in conto capitale su una obbligazione governativa ventennale (al  $2\frac{1}{4}\%$ ), conseguente a riduzioni di rendimento rispetto all'originaria curva sopra ipotizzata. Un declino nei rendimenti di  $\frac{1}{8}\%$  determinerebbe una plusvalenza in conto capitale di circa il 2%; un declino di  $\frac{1}{4}\%$  una plusvalenza del 4%; e un declino di  $\frac{1}{2}\%$ , un guadagno di circa l'8 $\frac{1}{2}\%$  rispetto all'importo capitale dell'acquisto originario. Può, naturalmente, darsi che, posti di fronte a simili prospet-

(29) — C'è anche una diffusa fobia per le perdite in conto capitale provenienti da vendite di titoli, fobia che è oggi di qualche importanza, anche se potrà alla fine scomparire. In numerosi casi, riscontrabili perfino presso importanti istituti di credito, dimostrazioni matematiche del guadagno ricabile a lungo termine da scambi tra investimenti sul tipo di quelli ricordati nel testo non hanno successo perchè il peso della perdita in conto capitale sui redditi correnti è considerato troppo grande. Per tal modo, un leggero rialzo nei rendimenti dei titoli governativi può « bloccare » molti detentori che si sarebbero spostati prontamente da valori pubblici verso nuovi prestiti od investimenti qualora il rendimento dei titoli governativi fosse rimasto stabile.

tive, i prestatori vendano semplicemente titoli pubblici a lungo termine per realizzare i guadagni in conto capitale e reinvestano in titoli governativi a breve in attesa di migliori rendimenti nel comparto a lunga scadenza, senza aumento apprezzabile nel credito corrente disponibile per le attività private. È questa una delle forme dei possibili abusi del « *rate playing* »; ma gli inconvenienti insiti in manovre di tassi potrebbero essere circoscritti (se dovessero verificarsi in più che in pochi casi isolati) incoraggiando più ampie oscillazioni nei saggi a breve termine, e quindi introducendo maggiori incertezze nel comparto a breve della curva dei rendimenti. D'altra parte, il fenomeno ipotizzato non è usuale. Il risultato effettivo, se c'è probabilità di un continuo declino dei tassi, sarà di certo che molti prestatori tentati di alleggerirsi dei titoli governativi a lunga scadenza sposteranno gli impieghi in un altro comparto di strumenti a lungo termine: prestiti ipotecari, obbligazioni di imprese di pubblica utilità, mutui a termine (e investimenti diretti), oppure obbligazioni di società manifatturiere e commerciali. Inoltre, un ravvivarsi della domanda per emissioni del genere determina un'atmosfera favorevole ad una più abbondante offerta, e perfino mutuatari soliti a considerare i saggi d'interesse di nessuna importanza per le loro determinazioni saranno smossi dall'evidente constatazione di una accresciuta disponibilità di fondi a lungo termine.

Senza dubbio, il freno o lo stimolo esercitato sulla espansione del credito per mezzo di variazioni nei tassi a lungo termine non varrà mai per sé solo a mutare il corso dell'attività economica. Ma, di certo, variazioni nei tassi possono esercitare una certa influenza sul flusso dei fondi prestabili e sulla distribuzione nel tempo delle nuove iniziative. Qualora non sia consapevolmente controllato o, peggio, qualora sia irrimediabilmente « bloccato », il mercato a lungo termine accentuerà inevitabilmente ogni pronunciata oscillazione ciclica. Appropriatamente guidato — non con rigidi puntellamenti ad opera della Banca Centrale ma con saggi interventi di quest'ultima nelle svolte critiche per determinare mutamenti di direzione e di velocità nei movimenti dei tassi — il mercato a lungo termine, modificando il flusso dei fondi negli investimenti a scadenza più lontana, può



contribuire a moderare l'ampiezza dei booms e delle depressioni.

#### C. — RELAZIONI FRA TASSI A BREVE E TASSI A LUNGO TERMINE.

La maggior parte delle relazioni d'interdipendenza fra tassi a breve e tassi a lungo termine idonee ad influenzare le decisioni dei prestatori sono state illustrate nelle sezioni precedenti; nè l'uno nè l'altro dei due settori estremi della struttura dei tassi poteva infatti essere esaminato come un compartimento chiuso. Tuttavia rimane ancora da chiarire un altro importante aspetto di quelle relazioni. In tutta la nostra analisi si è tenuto a sottolineare la grande importanza di piccole variazioni — la creazione di qualche incertezza, un semplice rovesciamento di direzione nelle variazioni stesse, un modesto mutamento nell'ordine di grandezza — come fattori influenti sul comportamento dei prestatori. Le applicazioni di una siffatta analisi per variazioni nei tassi a lungo termine possono essere intuitivamente convincenti, giacchè i loro effetti sui valori capitali sono comprovabili e cospicui; e la forte pressione della domanda dei prestatori dominanti (molti dei quali debbono soddisfare ad esigenze di reddito di tipo attuariale) finisce per generare una acuta sensibilità a leggere variazioni nei rendimenti. Ma, concesso che nelle attuali circostanze possano essere consentite soltanto modeste variazioni nei tassi a lungo termine e che entro un tale ambito si possa influire efficacemente sui prestatori per mezzo di piccole variazioni di tassi, ciò non implica anche un excursus limitato per le fluttuazioni dei tassi a breve termine? E in tal caso i principali prestatori non finiranno ben presto per comprendere che l'ampiezza dei movimenti dei tassi a breve è molto limitata, e che il peso delle incertezze derivanti da variazioni entro una così ristretta gamma dovrà essere relativamente insignificante?

Tale scetticismo è, ovviamente, secondato dalla caratteristica curva di rendimento cui i prestatori si erano abituati nel decennio dal 1940 al 1950, allorchè la sua forma dolcemente ascendente — bloccata dall'azione della Banca Centrale all'inizio della guerra — aveva acquisito per taluni ambienti uno status di permanenza

« naturale ». Senonchè, non v'è alcuna necessità di conservare la gamma e i divari di tassi del recente passato. I divari atti a determinare un mutamento nel mercato dovrebbero dipendere dalle condizioni di fondo dell'offerta e della domanda di disponibilità e dall'intensità e rapidità dell'azione della Banca Centrale a restringere o ad espandere il credito. Non c'è alcuna intrinseca ragione strutturale perchè i saggi a breve termine non debbano raggiungere e perfino sorpassare i tassi a lungo termine in periodi che esigano una vigorosa politica di severità monetaria; il carattere transeunte di movimenti del genere impedirebbe massicce vendite di titoli a lunga scadenza da parte di investitori desiderosi di aver « cassa » in una breve fase di elevati saggi a breve. D'altra parte, variazioni nel divario fra i saggi a brevissimo termine e i saggi a lunghissima scadenza possono, in adatte circostanze, giocare un loro ruolo nella politica dei tassi della Banca Centrale quanto specifiche variazioni dei singoli tassi medesimi. Naturalmente, in linea generale — finchè i saggi a breve rimangono al disotto di quelli a lungo termine — quanto più ristretto sarà il divario fra gli uni e gli altri, tanto minore sarà l'incentivo per i prestatori ad impegnare fondi a lunga scadenza.

Inoltre, è lecito attendersi che la forma della curva dei rendimenti, dal comparto a brevissimo termine al comparto a più lontana scadenza, cambi a seconda di condizioni di credito più o meno facili o favorevoli. Fra i primi effetti di un vigoroso programma di restrizioni monetarie potrebbe esserci, per esempio, un appiattirsi di quella curva. Un tale sviluppo, se realizzato rapidamente, renderebbe le obbligazioni a medio termine più attraenti delle emissioni a lunga scadenza per investitori dotati di fondi di nuova formazione, e con ciò precluderebbe l'accesso al credito a qualche potenziale mutuatario a lungo termine. In pari tempo, tenderebbe a « bloccare » i detentori di titoli governativi a medio termine, in quanto eliminerebbe la possibilità di notevoli plusvalenze nei valori capitali di cui altrimenti beneficerebbero col passare del tempo le obbligazioni in questione in base alla curva tipica ascendente dei rendimenti.

Per quanto riguarda l'efficacia dell'azione della Banca Centrale sui saggi a breve, la re-

lativa costanza dei rendimenti del mercato a lungo termine non impone vincoli di sorta. In realtà l'importanza dell'interdipendenza fra tassi a breve termine e tassi a lungo termine sta nella direzione opposta. È la maggiore sensibilità del mercato a lungo termine rispetto a piccole variazioni nei tassi a breve termine che accresce l'effetto di ogni variazione nei tassi a breve. Perciò, se si può permettere ai tassi a breve di variare entro un ambito piuttosto ampio, probabilmente non si dovrebbe arrivare a tanto ai fini di un'efficace politica creditizia. Ma, senza dubbio, i tassi a breve possono oscillare entro un ambito sufficiente a rendere l'incertezza relativa a possibili ulteriori variazioni nei tassi medesimi un potente strumento di controllo da parte della Banca Centrale sulla disponibilità di credito.

#### IV. — Conclusioni.

L'azione della Banca Centrale e la politica dei saggi d'interesse sono passati per i due estremi del pubblico favore e del discredito nel mezzo secolo ora trascorso; oggi sembra abbiano trovato un posto in certo senso intermedio. Dapprima li si coltivò come panacee; poi li si abbandonò per un'altra panacea, la politica fiscale; ora si torna a riscoprirli, li si riconosce come strumenti più delicati e flessibili della politica fiscale per una tempestiva azione contro le fluttuazioni cicliche, e li si accetta come uno di una serie numerosa di fattori cui ricorrere utilmente nei tentativi di stabilizzare l'attività economica generale.

Il nostro articolo si è soprattutto occupato dell'evoluzione nella dottrina e nella pratica del controllo della Banca Centrale sui saggi d'interesse lungo le tre ricordate fasi, sottolineando le possibilità d'azione da ultimo emerse.

In sintesi, lo sviluppo di un enorme debito pubblico — tramite per un'efficace influenza della Banca Centrale sulla struttura dei tassi — ha coinciso con un aumentato afflusso di risorse liquide verso istituzioni lato sensu creditizie che per loro intrinseca natura sono altamente sensibili a piccole variazioni di rendimento nella scelta di strumenti debitori. Con la sua azione di guida dei prezzi nei settori dei titoli pubblici, la Banca Centrale può pertanto esercitare una

potente pressione sul volume del credito e sulla scelta del tempo per mutamenti nella sua disponibilità globale. Ed è principalmente attraverso i suoi effetti sulla posizione e sulle decisioni dei prestatori e solo secondariamente attraverso gli effetti sulle decisioni dei mutuatari e risparmiatori, che gli interventi della Banca Centrale incidenti sui saggi d'interesse acquistano il loro significato.

Naturalmente, ci sono molti aspetti di questi sviluppi relativamente recenti che, nel concentrare l'attenzione sulle possibilità del controllo della Banca Centrale, abbiamo ignorato in questo studio. Così, la gestione del debito pubblico da parte del Tesoro, in specie la distribuzione delle scadenze e la scelta dei tassi per le cospicue emissioni annuali di rifinanziamento, sollevano problemi strettamente pertinenti alla nostra materia; lo stesso vale per gli avanzi o disavanzi correnti di tesoreria derivanti dalla politica fiscale generale del Governo. In via d'ipotesi, l'azione del Tesoro potrebbe, per esempio, alterare drasticamente le proporzioni del debito pubblico a lungo e a breve termine e con ciò rialzare od abbassare il livello « permanente » dei rendimenti sui titoli a lunga scadenza che, per l'analisi qui svolta, è stato assunto come dato. Ma sia che il livello medio dei tassi a lungo termine dovesse in ultima analisi spostarsi, sia che dovesse rimanere quale è oggi, le maggiori conseguenze della politica della Banca Centrale in un dato momento saranno determinate dall'influenza esercitata sulle prospettive correnti dei prestatori da variazioni nella disponibilità di credito presso la Riserva Federale e dalle concomitanti e relativamente esigue variazioni nella struttura dei saggi — principalmente variazioni al rialzo o al ribasso nei tassi dei titoli pubblici.

La Banca Centrale, per quanto si rivolga ancora in via immediata alle banche commerciali e alle riserve bancarie, è stata tratta in stretto contatto di altri prestatori; giacchè tutti i prestatori hanno ormai in portafoglio notevoli quote di titoli governativi, e la disponibilità generale di credito per le attività economiche private è determinata in larga misura dalla facilità con cui essi possono investire, o disinvestire, in titoli pubblici. Non potendo la Banca Centrale esimersi da una responsabilità di controllo dei prezzi (e dei rendimenti) dei

titoli governativi in ragione dell'imponenza stessa del debito pubblico, è parimente inevitabile la sua influenza sulle decisioni dei prestatori nelle posizioni critiche marginali. All'azione della Banca Centrale, se « distorta » a sostenere rigidamente i prezzi dei titoli governativi, può esser impedito di esercitare un efficace controllo anticiclico sulla disponibilità di credito — non c'è congegno che possa essere sostituito a, o usato con fortuna per sopprimere, l'intrinseca relazione di interdipendenza causale fra una variazione manovrata nella disponibilità di credito e una variazione nei tassi d'interesse. Svolta invece sagacemente mediante operazioni selettive sul mercato aperto, l'azione della Banca Centrale può esercitare un significativo effetto stimolante o moderatore sulla propensione dei prestatori ad espandere il credito ai privati.

Come era nozione generalmente accettata in tempi andati, qualsiasi azione della Banca Centrale ha probabilità, nelle condizioni odierne,

di essere soprattutto efficace nel raffrenare eccessive espansioni creditizie, un po' meno efficace nell'invertire un movimento di contrazione creditizia al suo inizio, e relativamente debole nello stimolare un'espansione del credito nelle fasi più acute di depressione ciclica. In ognuna di tali situazioni, la portata della sua influenza dipenderà dalla tempestività ed esigerà l'impiego di delicati (e prontamente reversibili) strumenti. Ma sicuramente un utile contributo se ne può attendere — attraverso la creazione di incertezze di mercato sui futuri movimenti dei saggi, o una semplice inversione di direzione nei movimenti dei tassi stessi, o piccole e successive variazioni di tassi in una congrua direzione. La Banca Centrale oggi può giungere direttamente ai mercati monetari a breve termine e a lungo termine, ed agire attraverso i loro impersonali meccanismi come l'arbitro della generale disponibilità di credito.

ROBERT V. ROSA