

Politica monetaria per il riarmo negli Stati Uniti

1. — Nell'anno — e anche più — precedente l'invasione di Corea le controversie sulla politica monetaria erano rimaste negli Stati Uniti sopite. In quel periodo, in cui le pressioni inflazionistiche avevano lasciato il campo e molti temevano una depressione, pochi si dichiaravano contrari ad una politica di facilità monetaria. Bassi saggi d'interesse e alte quotazioni per il debito sia pubblico che privato non apparivano allora in contrasto con l'obiettivo generale di stabilità economica.

La situazione mutò di colpo dopo lo scoppio della guerra di Corea e l'intervento degli Stati Uniti. La corsa agli acquisti che ne seguì da parte di consumatori e aziende fu finanziata in parte con una più rapida circolazione delle preesistenti disponibilità monetarie e in parte con la loro espansione. Di fatto, tra il maggio e il dicembre 1950 la massa dei mezzi monetari segnò un incremento di 8 miliardi di dollari, incremento dovuto quasi completamente allo sviluppo dei prestiti bancari. Notevole fu anche il contributo recato alle spese dalla detesaurizzazione o attivazione di fondi oziosi. La pressione dell'aumento delle spese private fu aggravata verso la fine del 1950 dall'espansione degli acquisti governativi; talchè, tra il giugno 1950 e il marzo 1951 il costo della vita crebbe del 9% e i prezzi all'ingrosso del 16%.

Col risorgere delle pressioni inflazionistiche, la disputa sulla politica monetaria, che aveva durato ininterrotta dal 1945 al 1948, divampò di nuovo. E il problema fondamentale si ripropose negli stessi termini di allora: si doveva cioè rendere più restrittiva la politica monetaria al fine di contrastare l'inflazione, oppure era preferibile continuare nell'indirizzo di facilità monetaria al fine di perseguire altri obiettivi?

La stampa divulgativa drammatizzò la controversia come un conflitto istituzionale tra la

Riserva Federale e il Tesoro; la prima, presunta fautrice di un indirizzo più severo, il secondo deciso a continuare con bassi tassi d'interesse e prezzi stabilizzati per i titoli del debito governativo. Sebbene un conflitto istituzionale esistesse e avesse la sua importanza, ben più sostanziali erano le questioni in giuoco. Le principali possono così riassumersi: Quali debbono essere i preminenti obiettivi della politica monetaria? Qual'è l'efficacia di misure generali-quantitative di restrizione monetaria come strumenti antinflazionistici? Quali dovrebbero essere i ruoli rispettivi di quelle misure da una parte e dall'altra dei controlli qualitativi del credito, della politica fiscale e dei controlli diretti sui prezzi e sui salari in un programma economico di mobilitazione e insieme di stabilità?

I.

2. — Durante il periodo successivo alla guerra di Corea, come durante l'inflazione del 1945-48, la politica monetaria generale degli Stati Uniti è stata condizionata da tre finalità fondamentali e spesso reciprocamente contrastanti: a) impedire l'inflazione; b) facilitare il finanziamento del Tesoro, e c) promuovere il livello massimo di produzione e occupazione.

a) I fattori di ciò che si potrebbe chiamare « il tipo usuale di politica monetaria di pace » chiedevano una politica creditizia restrittiva per bloccare, o almeno ritardare il processo inflazionistico e sostenevano che le disponibilità di credito non potevano essere efficacemente ridotte se non permettendo qualche aumento nei tassi d'interesse. Insistevano perciò affinché la Riserva Federale ponesse termine alla sua politica di stabilizzazione dei prezzi e dei rendimenti dei titoli governativi mediante l'acquisto passivo di tutti i titoli offerti dal mercato.

b) Tali proposte di politica creditizia più restrittiva erano vigorosamente contrastate da quanti, preoccupandosi delle esigenze del Tesoro, propugnavano un indirizzo di facilità monetaria per agevolare le operazioni di finanziamento e rifinanziamento del Governo. Facevano costoro rilevare che un aumento nei saggi di interesse avrebbe accresciuto gli oneri per il servizio del debito federale; ma ancor più temevano gli effetti che prezzi fluttuanti dei titoli pubblici avrebbero potuto avere sulla riuscita delle operazioni di conversione e sulle nuove emissioni del Tesoro. Per molti, un declino dei prezzi dei titoli pubblici avrebbe perfino potuto provocare un movimento a valanga di vendite di panico e creare difficoltà al Tesoro in caso di eventuali disavanzi durante il periodo di riarmo. La possibilità che il circoscritto incidente coreano avesse a tramutarsi in una terza guerra mondiale accentuava preoccupazioni del genere. Stabilizzazione dei prezzi e dei rendimenti del debito pubblico e sostegno delle esigenze del Tesoro: ecco, in definitiva, il primo ostacolo all'adozione di indirizzi monetari più restrittivi.

c) Il secondo fondamentale ostacolo al riguardo era costituito dalle preoccupazioni del massimo di produzione e occupazione. Durante l'inflazione del 1945-48, allorché molti americani temevano una ricaduta deflazionistica del tipo 1930-33, gli oppositori delle restrizioni monetarie solevano ammonire che una politica sufficientemente restrittiva per bloccare l'inflazione dei prezzi avrebbe potuto provocare una spirale deflazionistica. Dopo la guerra di Corea l'argomento è stato modificato. Oggi pochi temono una seria deflazione durante il periodo del riarmo. Ciononostante — si osserva — una politica restrittiva ridurrebbe le disponibilità monetarie non solo per scopi « non essenziali », ma anche per scopi essenziali di riarmo e civili, con pregiudizio per l'intero programma di difesa. Ciò che è necessario — aggiungono molti — è una continuata politica di facilità monetaria per assicurare abbondanza di disponibilità monetarie a basso costo per il riarmo e per le categorie essenziali dell'economia privata; politica peraltro integrata da speciali controlli selettivi atti a comprimere le spese per finalità non essenziali.

3. — Sebbene la matrice fondamentale dei contrasti in tema di politica monetaria negli Stati Uniti sia da ricercare nel conflitto fra gli obiettivi postulati — impedire l'inflazione, o agevolare il finanziamento del Tesoro, o promuovere la produzione e l'occupazione — le divergenze sono state aggravate anche dalla disparità di vedute quanto al *modus operandi* e all'efficacia della politica monetaria. Su questi importanti e difficili argomenti vi sono molte sfumature di opinioni.

Ad un estremo possiamo porre numerosi economisti e funzionari del Tesoro che credono che le restrizioni monetarie possano esercitare un'importante azione anti-inflazionistica soltanto se determinano aumenti molto marcati nei tassi d'interesse. Di solito costoro partono dall'assunto che politiche restrittive operano solo attraverso aumenti nei tassi d'interesse e che cospicui rialzi nei tassi stessi sono necessari per ridurre sensibilmente l'effettiva domanda di credito; inoltre, per lo più, ritengono che una politica sufficientemente restrittiva da bloccare l'inflazione, o da ritardarla in misura apprezzabile, turberebbe seriamente i mercati dei titoli e ridurrebbe l'occupazione e la produzione. È facile vedere perché i fautori di siffatte tesi si oppongano all'uso di sistemi generali di restrizione creditizia.

Molti altri, tuttavia, sono molto più ottimisti quanto all'utilità e possibilità di applicazione di un indirizzo restrittivo. Ritengono costoro che una politica restrittiva può efficacemente contrastare il pericolo inflazionistico senza cospicui aumenti nei saggi d'interesse, senza marcate flessioni nelle quotazioni dei titoli debitori in circolazione e senza serie conseguenze deprimenti per la produzione e l'occupazione. E sebbene insistano che una politica restrittiva può aver successo soltanto se i saggi d'interesse sono lasciati liberi di aumentare, sostengono che gli effetti anti-inflazionistici sono in realtà conseguiti per larga parte attraverso varie misure di razionamento del credito messe in opera dai prestatori per ridurre le disponibilità di credito piuttosto che attraverso aumenti nei tassi d'interesse in quanto fattori di costo per i mutuatari. Donde la conclusione, condivisa da funzionari della Riserva Federale e da numerosi studiosi, che le restrizioni monetarie possono avere conse-

guenze benefiche come strumenti anti-inflazionistici.

Nonostante il persistere del disaccordo su simili questioni, l'opinione pubblica sembra si sia spostata, a partire dal 1950, verso il punto di vista della Riserva Federale.

4. — Il problema del tipo di politica monetaria da adottare durante il periodo di riarmo ha risentito molto anche del persistente contrasto sui ruoli rispettivi da assegnare alla politica monetaria stessa, ai controlli qualitativi del credito, alla politica fiscale e ai controlli diretti sui prezzi e sui salari in un programma di generale mobilitazione e stabilizzazione. I vari contendenti hanno ripetutamente affermato la loro opposizione all'inflazione e sottolineato che i loro disaccordi vertono soltanto sulla scelta dei mezzi più adatti per affrontarla. Ma qui profonde sono le divergenze. Taluno vorrebbe puntare soprattutto su un solo strumento; altri vorrebbero impiegarne due o più in combinazione.

Così, i controlli selettivi del credito sono stati proposti sia come metodo sostitutivo di una restrizione monetaria generale sia come metodo integrativo. Per esempio, il Comitato dei Consiglieri Economici del Presidente ebbe ad insistere per la continuazione di una politica di bassi tassi di interesse e di concessioni creditizie molto liberali, ma insieme propose l'uso di controlli qualitativi per comprimere le spese per scopi non essenziali. La Riserva Federale, al contrario, è favorevole a controlli selettivi soltanto come misura integrativa di un indirizzo generale di restrizioni. Lo stesso vale per la politica fiscale: per taluni una politica fiscale restrittiva sostituisce adeguatamente altre misure anti-inflazionistiche; per altri essa non può essere che una parte, sia pure essenziale, di un programma più vasto. A tutte le varie misure monetarie e fiscali fan concorrenza — come mezzi per comprimere la domanda monetaria globale — i controlli diretti sui prezzi e sui salari e gli altri sulla produzione e l'impiego di beni e servizi. Anche qui pochi estremisti considerano i controlli diretti come adatti e adeguati sostituti di misure anti-inflazionistiche fiscali e monetarie; in genere la fiducia riposta in essi è più qualificata e circoscritta. Comunque è quasi

certo che il diffuso favore per controlli selettivi del credito, per misure fiscali e per controlli diretti su prezzi e salari hanno contribuito a fare apparire meno urgente una politica generale monetaria più restrittiva e quindi a incoraggiare la continuazione di un indirizzo di moneta facile.

5. — In sintesi, la politica negli Stati Uniti si è venuta sviluppando dal giugno 1950 nel mezzo di controversie complicate d'ordine molteplice: 1) controversie sugli obiettivi della politica monetaria — peso rispettivo da riconoscere all'esigenza di contrastare l'inflazione, all'esigenza di tenere bassi gli oneri per interessi sul debito pubblico e di facilitare le emissioni del Tesoro, all'esigenza di assicurare abbondanza di denaro a buon mercato per promuovere la produzione militare e le categorie essenziali di beni capitali e di consumo; 2) controversie sul *modus operandi* e sugli effetti di una politica monetaria restrittiva — in quale misura dovrebbero aumentare i tassi di interesse per contrastare efficacemente il processo inflazionistico e quali gli effetti di una politica del genere sui prezzi dei titoli e sulla produzione e occupazione; 3) controversie quanto ai ruoli rispettivi da assegnare alla politica monetaria e ai vari altri tipi di intervento nel programma generale di mobilitazione e stabilizzazione economica.

Gli indirizzi di politica monetaria adottati in concreto dagli Stati Uniti non possono essere compresi senza aver presenti i termini principali di questi contrasti tuttora persistenti.

II.

6. — Com'era da attendersi, gli indirizzi di fatto adottati sono stati un compromesso e si sono venuti modificando col mutare della situazione. Sarà utile delineare brevemente gli sviluppi di quegli indirizzi, cominciando con la politica monetaria di carattere generale e passando quindi ai controlli selettivi del credito.

Al momento dell'incidente coreano — come era avvenuto per tutto il periodo successivo al 1941 — la Riserva Federale attuava la sua politica monetaria precipuamente mediante acquisti e vendite di titoli governativi sul mer-

cato aperto. Di massima, essa acquistava e vendeva in modo da mantenere i prezzi e i rendimenti dei titoli in parola a livelli convenuti con il Tesoro. Quanto alle emissioni a lungo termine liberamente negoziabili, essa bloccava i prezzi ad un livello alquanto superiore alla pari; mai erano state lasciate cadere alla pari da prima della seconda guerra mondiale. Durante lo stesso periodo i rendimenti di qualsiasi emissione negoziabile sul mercato non erano mai stati lasciati salire al di sopra del 2½%. Quanto ai titoli governativi a breve termine, la Riserva Federale ne teneva i rendimenti a livelli concordati con il Tesoro. Nel giugno 1950 il rendimento dei titoli a 12 mesi era all'incirca di 1¼%.

Subito dopo lo scoppio della guerra di Corea la Riserva Federale e il Tesoro cominciarono a trovarsi in disaccordo quanto al livello dei tassi a breve termine. La Riserva Federale voleva che per essi fosse consentito un certo rialzo al fine di contrastare l'espansione del credito e l'inflazione dei prezzi ormai in atto. Il Tesoro fermamente si opponeva insistendo perchè i tassi rimanessero stabili ai livelli in vigore, perchè la Riserva Federale evitasse « qualsiasi iniziativa atta a far ritenere che fossero all'esame variazioni significative nella struttura dei tassi » e perchè si astenesse « dallo introdurre qualsiasi elemento che potesse rischiare di determinare perturbazioni nel vasto mercato dei titoli federali ». Sia pur di contro voglia, la Riserva Federale si piegò e l'equivoco proseguì senza rialzi nei tassi, fino a metà agosto 1950. In quel torno di tempo, però, il contrasto diventò pubblico poichè quasi contemporaneamente la Riserva Federale dichiarò che avrebbe usato tutti i poteri a sua disposizione per combattere l'inflazione e il Tesoro annunciò che intendeva offrire 13,5 miliardi di nuovi titoli a breve termine senza aumenti di tasso. Nè l'una nè l'altra parte cedette. Per evitare un insuccesso all'emissione del Tesoro, la Riserva Federale ne acquistò tutta la quota — di fatto, la maggiore — non assorbita dai privati e vendette sul mercato aperto notevoli importi degli altri titoli in portafoglio a prezzi che garantivano rendimenti più elevati.

In tal modo, alla fine del 1950, il rendimento degli effetti del Tesoro a 12 mesi era salito da

1¼% a circa 1,45%. Posto di fronte al fatto compiuto il Tesoro aumentò i tassi delle sue successive emissioni a breve termine.

Durante la seconda metà del 1950 — con ogni probabilità fino al gennaio 1951 — il contrasto fra la Riserva Federale e il Tesoro rimase confinato ai saggi d'interesse a breve termine. Pur insistendo per più alti tassi a breve, la Riserva Federale in nessuna occasione suggerì durante quel periodo di lasciar cadere le obbligazioni federali a lungo termine al disotto della pari o di permettere ai tassi sulle emissioni a più lontana scadenza di salire al di sopra del 2½%. Ma di fronte al continuo aumento del livello generale dei prezzi la Riserva Federale cominciò anche qui a puntare i piedi; e sullo inizio del 1951 propose per la prima volta che i prezzi dei titoli pubblici a lungo termine fossero lasciati cadere sotto la pari. La proposta incontrò la decisa opposizione sia del Tesoro che del Presidente. Il Ministro del Tesoro dichiarò pubblicamente che durante la fase di riarmo nessuna emissione liberamente negoziabile avrebbe dovuto fruttare più del 2½%, e il Presidente personalmente invitò la Riserva Federale a cooperare con il Tesoro. Ma la Riserva Federale continuò ad insistere sulla necessità di qualche ritocco nei tassi sia a lungo che a breve termine. La polemica culminò nell'accordo ora famoso del 3 marzo 1951 fra Riserva Federale e Tesoro.

I termini principali dell'accordo sono noti: a) per riscattare una parte delle emissioni liberamente negoziabili a lunghissimo termine 2½%, il Tesoro offrì in cambio un nuovo titolo al 2¾% a 29 anni redimibile a scelta del detentore prima della scadenza soltanto mediante conversione in buoni del Tesoro negoziabili a 5 anni fruttanti un interesse di 1½%. Si cercò con ciò di stimolare gli investitori a lungo termine a conservare i loro portafogli e a ridurre la monetizzazione del debito pubblico; b) per un certo periodo dopo che l'offerta di conversione fosse stata resa pubblica, la Riserva Federale avrebbe acquistato un limitato volume di titoli a lungo termine e mantenuto ordinate condizioni di mercato, con l'intesa che gli eventuali acquisti sul mercato aperto sarebbero stati effettuati a prezzi decrescenti; c) al fine di ridurre al minimo la monetizzazione del debito pubblico, la Ri-

serva Federale avrebbe immediatamente ridotto o interrotto i suoi acquisti di titoli pubblici a breve e avrebbe permesso al mercato a breve di evolvere fino al punto in cui le banche dovessero dipendere dal credito della Riserva Federale per effettuare gli aggiustamenti necessari nelle rispettive disponibilità di riserva. Secondo le comuni aspettative, durante la restante parte del 1951 il tasso di sconto della Riserva Federale — salvo l'insorgere di circostanze non prevedibili — sarebbe rimasto a 1¾% e la Riserva Federale avrebbe operato in modo d'assicurare un soddisfacente volume di conversioni per le emissioni in scadenza del Tesoro; d) le due parti si impegnavano a tenere più frequenti riunioni fra i rispettivi dirigenti e funzionari al fine di elaborare un comune programma per il finanziamento delle esigenze governative e per il mantenimento di ordinati mercati per i titoli pubblici.

7. — L'accordo del marzo ha segnato una importante svolta nella politica monetaria americana. A norma di esso, la Riserva Federale non ha abbandonato — è vero — le sue funzioni di sostegno del mercato dei titoli pubblici e delle operazioni di finanziamento del Tesoro; essa continua a mantenere un « ordinato » mercato e non permetterà l'insuccesso di nessuna operazione di finanziamento del Tesoro. Ma sono ricordi del passato i feticci del sostegno alla pari e di bassi saggi d'interesse bloccati o quasi bloccati. Ed è ormai dimostrato che un declino dei prezzi dei titoli governativi al di sotto della pari non è necessariamente seguito da un'ondata di vendite di panico da parte dei privati e che qualche rialzo dei tassi d'interesse non è necessariamente rovinoso per il Tesoro. Ma più importante di tutto è l'accettazione, sia pur contro voglia, da parte del Tesoro dell'idea che una politica monetaria restrittiva è un utile strumento di lotta contro l'inflazione. Come metodo inteso alla stabilità economica, la politica monetaria ha, almeno in parte, riguadagnato la posizione che aveva perduto durante il decennio precedente. E in assenza di una guerra totale sembra assai improbabile che la Riserva Federale abbia a tornare per i titoli pubblici ad una politica di prezzi bloccati alla pari o sopra la pari — o a qualsiasi altro livello fisso — e di rendimenti

mantenuti entro limiti strettissimi quali furono quelli caratteristici del periodo 1942-50. Sul l'argomento si aggiungerà qualche considerazione più oltre.

8. — In concomitanza con la riscoperta della politica monetaria si è avuta una minore insistenza sui controlli qualitativi del credito. Nel 1950 e nei primi mesi del 1951 i controlli qualitativi avevano molti propugnatori. Taluni, come la Riserva Federale, li vagheggiavano come strumento integrativo di una politica di restrizione generale del credito; ma non li consideravano idonei a sostituirla completamente. Altri, come il Comitato dei Consiglieri Economici del Presidente, ritenevano che, abbinati ad interventi fiscali e a controlli diretti sui prezzi e sui salari, i controlli selettivi fossero adeguati sostituti di una politica generale di restrizione monetaria.

Di fatto, tre tipi di controlli selettivi sono stati impiegati. Nell'autunno 1950 furono reintrodotti le disposizioni sul credito al consumo, che fissavano importi massimi per prestiti accordabili e durate massime di rimborso per il credito rateale per determinate categorie di beni durevoli. Limiti massimi similari furono stabiliti dalla Riserva Federale per i mutui concessi per acquisti di alloggi di nuova costruzione. In aggiunta a questi due ordini di norme aventi forza di legge, la Riserva Federale dette il suo appoggio ad un « programma di volontario contenimento del credito » cui aderirono le banche commerciali, le compagnie di assicurazione, le casse di risparmio, le banche di investimento e le Savings and Loan Associations. Il programma « volontario » era in sostanza un programma di controllo selettivo: da una parte esso incoraggiava gli aderenti a concedere prestiti produttivi per scopi « essenziali », nell'assunto che un'espansione di tali prestiti non poteva essere inflazionistica; dall'altra i prestatori erano sollecitati a rifiutare fidi per scopi non produttivi e per la produzione di « beni non essenziali ».

Le tre misure ebbero pratica attuazione. Parallelamente, nel 1950 e all'inizio del 1951, furono avanzate molteplici proposte per altri controlli selettivi. Talune miravano a scoraggiare le banche dal vendere titoli di Stato per espandere i prestiti alla clientela privata; per

csempio, una serie di proposte esigeva che le banche tenessero un volume di titoli governativi uguale almeno ad una determinata percentuale dei rispettivi depositi; mentre altre avrebbero voluto costringere le banche a mantenere riserve proporzionate alle rispettive attività, ma con percentuali minori per le attività in forma di titoli governativi. Altre ancora richiedevano controlli molto più minuziosi sulle varie categorie dei prestiti privati concessi dalle banche; e un membro del Comitato dei Consiglieri Economici del Presidente andò così lontano da suggerire che ogni banca fosse sottoposta ad un razionamento ufficiale del credito che rendesse oggetto di un severo e diretto controllo da parte delle Autorità monetarie non soltanto il volume totale delle sue concessioni ma anche i singoli comparti dell'attività creditizia. Sebbene queste varie proposte siano rimaste sulla carta, esse indicano la grande importanza attribuita ai controlli selettivi nel 1950 e nella prima parte del 1951.

Dopo il marzo 1951 il prestigio dei controlli selettivi venne progressivamente scemando; e oggi la campagna di addizionali misure selettive è virtualmente cessata. Taluni dei controlli selettivi precedentemente imposti sono stati soppressi, e quelli rimasti in vigore sono considerati con minor favore. Il cambiamento dipende da diversi motivi.

Il più importante, naturalmente, è stato lo indebolirsi delle pressioni inflazionistiche e la offerta relativamente abbondante di beni per consumi civili. Il periodo successivo al marzo 1951 è stato un periodo di relativa stabilità dei prezzi, e l'espansione della produzione militare non si è accompagnata con l'attesa diminuzione di beni e servizi per consumi e investimenti privati. In tale situazione c'è stato meno bisogno di controlli qualitativi sia per prevenire l'inflazione sia per deviare le risorse verso la produzione militare.

Ma la diminuita insistenza sulle misure selettive non è dovuta esclusivamente al ridursi delle pressioni inflazionistiche; ma anche ad un altro fattore: alla ricostituita possibilità di disporre della politica monetaria generale come arma antinflazionistica. Come la rinuncia ad impiegare le restrizioni monetarie di carattere generale era stata precedentemente un importante motivo per insistere vigorosamente su

controlli selettivi, così la liberazione della politica monetaria generale dai ceppi della rigidità ha smorzato l'entusiasmo per gli interventi più selettivi.

Ancora, hanno avuto il loro peso le difficoltà pratiche d'ordine amministrativo, difficoltà ovvie e gravi sol che si pensi alle migliaia di operatori cui i controlli qualitativi vanno applicati e che non vi sono abituati né hanno per essi simpatia. Infine, controlli del genere incontrano l'opposizione di gruppi economici politicamente potenti che temono di esserne direttamente colpiti — operatori del mercato automobilistico e di altri beni di consumo durevoli, istituzioni finanziarie dedite al credito al consumo e al credito edilizio, industria edilizia, e strati di consumatori che giudicano gli interventi selettivi fonte di sperequazione per i meno abbienti che desiderano acquistare a prestito. Queste pressioni si sono tradotte negli stessi testi legislativi sotto forma di limitazioni dei poteri della Riserva Federale, e rendono comunque quest'ultima riluttante a farne uso.

Sarebbe però pericoloso concludere, in base all'esperienza successiva al marzo 1951, che i controlli selettivi del credito non sono destinati a giuocare un ruolo importante nella futura politica monetaria americana. Un risorgere di pressioni inflazionistiche determinerebbe probabilmente un più largo ricorso a misure selettive, specialmente se il processo inflazionistico si accompagnasse a grave scarsità di beni di consumo durevoli e di case. Ciò che però sembra improbabile è che i controlli selettivi possano di nuovo essere proposti come misura completamente sostitutiva di una politica di generale restrizione creditizia; al più, potranno essere ripresi in considerazione come strumento integrativo.

III.

9. — Richiamati brevemente i principali aspetti della politica monetaria seguita dagli Stati Uniti durante il periodo di riarmo, possiamo ora accennare ai due problemi più difficili: 1) in quale misura le restrizioni d'ordine generale hanno contribuito ad arrestare l'inflazione? 2) Quale sarà il tipo della politica monetaria statunitense per l'avvenire?

Di fatto, la lievitazione dei prezzi negli Stati Uniti si arrestò quasi nello stesso momento in cui Tesoro e Riserva Federale riuscivano ad

accordarsi (inizio del marzo 1951) e la Riserva Federale cominciava a dar corso ad una politica creditizia più restrittiva. Fra il giugno 1950 e la data dell'accordo l'indice dei prezzi al consumo era cresciuto del 9% e quello dei prezzi all'ingrosso del 16%. Invece, durante l'anno successivo i prezzi al consumo aumentavano soltanto del 3%, e i prezzi all'ingrosso addirittura diminuivano del 3% rispetto alla punta massima raggiunta. Alcuni entusiasti sostengono che un tale risultato fu dovuto esclusivamente alla nuova politica di restrizioni creditizie. È questa una pretesa forse esagerata data la mitezza delle restrizioni applicate. In realtà molte altre forze erano in azione e vanno tenute in considerazione. Così, anche prima del marzo 1951, le scorte aziendali erano aumentate in misura tale che taluni produttori e commercianti cominciavano a preoccuparsene. Anche le scorte di beni durevoli presso i consumatori erano cresciute, e molti consumatori si erano venuti a trovare in una posizione di particolare illiquidità in conseguenza del volume di acquisti anticipati. Nel contempo, la ininterrotta disponibilità di notevoli quantità di beni civili aveva attenuato i timori di eventuali scarsezze. E a sua volta il complesso programma di blocco dei salari e dei prezzi dell'inizio del 1951 aveva ridotto le preoccupazioni di una rapida spirale di reciproci aumenti. A questa combinazione di fattori deve essere attribuita almeno una parte di merito per il fatto che l'inflazione poté essere prima arrestata e se ne poté in seguito impedire la ripresa.

Sembra, ad ogni modo, probabile che la nuova politica restrittiva abbia pure essa dato il suo contributo, non soltanto con l'aumentare il costo e diminuire la disponibilità di credito, ma anche con l'indurre a maggior cautela gli ambienti d'affari. A questa ammissione va però aggiunto che le pressioni inflazionistiche che la politica monetaria ha dovuto affrontare non sono state forti nel periodo successivo al marzo 1951. L'efficacia della politica monetaria come contromisura a vigorose pressioni inflazionistiche è ancora da mettere alla prova negli Stati Uniti.

10. — Di che natura sarà la politica monetaria degli Stati Uniti per l'avvenire, supposto

che si riesca a evitare una guerra dichiarata? Essa dipenderà in larga misura dall'intensità delle pressioni inflazionistiche.

Se le pressioni inflazionistiche saranno deboli e, soprattutto, se la situazione economica dovesse tendere anche solo leggermente in senso deflazionistico, si può essere certi che si darà corso ad un indirizzo di relativa facilità monetaria. Qualsiasi errore di impostazione che si verificasse in tale ipotesi sarà probabilmente nel senso della facilità, anche per il desiderio del Tesoro di contare su bassi tassi di interesse e per la politica nazionale volta a mantenere uno stato di piena occupazione, a promuovere la formazione di capitali e ad aumentare la produttività.

È invece più difficile predire cosa potrà accadere se dovesse verificarsi una ripresa di pressioni inflazionistiche. Sembra però molto probabile che misure generali di restrizione creditizia sarebbero invocate più tempestivamente e più vigorosamente di quanto non accadesse nel periodo immediatamente successivo allo scoppio della guerra di Corea. Ciò per la libertà d'azione assicurata dall'accordo del marzo 1951 che ha distrutto o almeno profondamente minato il feticcio del sostegno alla pari dei titoli pubblici, per l'opinione diffusa che la politica restrittiva abbia contribuito ad arrestare l'inflazione e a controllarla, e in parte per la diminuita fiducia nell'opportunità ed efficacia di metodi alternativi antinflazionistici. Controlli selettivi, è vero, verrebbero pure probabilmente impiegati in caso di ripresa inflazionistica, ma la loro popolarità è diminuita in tal misura che verrebbero probabilmente considerati soltanto come mezzi supplementari piuttosto che sostitutivi di misure generali di restrizione. D'altra parte, con imposte già a livelli ritenuti assai elevati, il Congresso sarebbe riluttante a combattere l'inflazione con ulteriori aggravii fiscali; mentre i pericoli e gli svantaggi di affidarsi largamente a controlli diretti di prezzi e salari stanno diventando sempre più evidenti. Per tali ragioni i sistemi quantitativi di restrizione creditizia sarebbero probabilmente chiamati a svolgere una parte attiva contro il risorgere di pressioni inflazionistiche.

Ma fino a che punto il Tesoro e la Riserva Federale potranno essere disposti a giungere con restrizioni del genere e con aumenti dei saggi d'interesse? Nell'affrontare questo pro-

blema sarà bene ricordare non solo che le pressioni inflazionistiche nel periodo successivo all'accordo 1951 sono state relativamente deboli, ma anche che l'aumento dei tassi di interesse e la diminuzione dei prezzi dei titoli pubblici sono stati contenuti fino ad oggi entro limiti piuttosto ristretti. I rendimenti degli effetti del Tesoro a 12 mesi si distribuiscono fra 1,25% e 1,9% e quelli delle emissioni a lungo termine negoziabili fra 2,45% e 2,75%; il prezzo di nessun titolo governativo negoziabile è diminuito fino al 5% sotto la pari. Variazioni più sensibili non sono state fino ad oggi necessarie. È ferma opinione, ripetutamente affermata, di molti funzionari della Riserva Federale, in particolare della Banca di Riserva Federale di New York, che per controllare pressioni inflazionistiche in un mercato come quello statunitense non vi sia bisogno di ampie variazioni nei tassi e nei prezzi dei titoli pubblici. Ritengono essi che variazioni relativamente modeste — abbinata con la possibilità per i tassi di rialzare ulteriormente, se necessario — possono determinare sul mercato una situazione di incertezza sufficiente a ridurre la disponibilità di credito nei limiti desiderati. È da sperare che questa opinione abbia a dimostrarsi corretta. In tal caso, la Riserva Federale potrà raggiungere il suo scopo — cioè un'adeguata restrizione delle disponibilità creditizie per usi privati — senza aumentare notevolmente il costo per il servizio del debito pubblico e senza determinare sensibili diminuzioni nei valori capitali dei titoli di Stato. Senonchè, la nuova tesi non è stata finora sottoposta a prove decisive; giacchè da quando ha riavuto libertà di permettere ai prezzi dei titoli pubblici di cadere sotto la pari, la Riserva Federale non si è trovata a dovere affrontare pericolose situazioni inflazionistiche. Qualora ciò dovesse verificarsi, potrebbe darsi che le restrizioni creditizie per essere efficaci richiedessero ampie variazioni nei tassi d'interesse e nei prezzi dei titoli. In tal caso l'accordo del marzo 1951 sarebbe esposto ad una difficile prova. Al Tesoro spetta tuttora la responsabilità di fissare i tassi d'interesse e le altre condizioni per le sue nuove emissioni; e continua ad essere sua preoccupazione l'andamento dei prezzi e dei rendimenti delle obbligazioni già in circolazione. D'altronde, la Riserva Federale non

può permettersi di lasciare esposta ad insuccesso un'emissione del Tesoro, e ha ripetutamente dichiarato il suo proposito di mantenere un « ordinato » mercato per i titoli pubblici. Ma nessuno può predire fino a che punto il Tesoro potrebbe consentire ad un indirizzo di inasprimento dei tassi di interesse. È la definizione di « ordinato » mercato rimane piuttosto vaga; evidentemente essa presuppone che siano evitate fluttuazioni erratiche e di panico che non giovano a nulla; ma implica anche la fissazione di un limite minimo al di sotto del quale i prezzi dei titoli pubblici non debbono essere lasciati cadere anche a costo di cospicui acquisti netti da parte della Riserva Federale per un determinato periodo? Se ci dev'essere un tale limite minimo a che distanza dalla pari va fissato? Soltanto gli sviluppi futuri possono rispondere a simili domande.

IV.

II. — Riassumendo, la fase di riarmo ha visto negli Stati Uniti, come in molti altri paesi, la riscoperta dei sistemi quantitativi di restrizione del credito come strumenti antinflazionistici. Durante i mesi immediatamente successivi allo scoppio della guerra di Corea la Riserva Federale lottò faticosamente, e con esito finale positivo, per liberarsi dalla politica di facilità monetaria che aveva seguito ininterrottamente per più di un decennio. In base all'accordo del marzo 1951, essa si è assicurata molto maggior libertà per un indirizzo restrittivo; libertà di cui finora ha usato in misura moderata per contrastare pressioni inflazionistiche di intensità soltanto modesta. L'ampiezza di questa libertà e la determinazione della Riserva Federale ad usarne per restringere il credito potranno essere dimostrate, e messe alla prova, soltanto da una ripresa di pericolosi sviluppi inflazionistici. Peraltro, un complesso di fattori e di preoccupazioni — per il servizio del debito pubblico, per il mantenimento di un alto livello di occupazione, per lo stimolo di intensi investimenti privati, per l'aumento della produttività — pongono fin d'ora importanti limitazioni all'impiego delle restrizioni quantitative del credito come mezzo di lotta contro l'inflazione.

LESTER V. CHANDLER