

Il credito edilizio negli Stati Uniti: recenti sviluppi (1946-1955)

Nel valutare le prospettive per il 1956 assumono un posto centrale il ruolo che le costruzioni edilizie e la loro controparte finanziaria — il credito ipotecario — hanno avuto nel mantenere gli alti livelli di occupazione e produzione di questo dopoguerra. Nel decennio 1946-1955 circa 10,7 milioni di case furono iniziate negli Stati Uniti; nel 1955 fu quasi raggiunto il record del 1950. Quasi tutte le nuove abitazioni furono finanziate con risorse private. Il debito ipotecario non agricolo crebbe, nel complesso, di quasi 91 miliardi di dollari; il solo debito ipotecario su unità di abitazione non agricole per 1-4 famiglie aumentò di 70,5 miliardi. Simili cifre, considerate sia sotto il profilo « reale » sia sotto quello finanziario, sono imponenti anche per l'America. E per interpretarle e per capire ciò che è accaduto e valutare ciò che può avvenire in futuro una serie di questioni si pongono: quali fattori hanno sorretto l'eccezionale boom dell'attività edilizia? Quale è stato il ruolo dei finanziamenti ipotecari? Quale effetto ha avuto ed ha l'aumento del debito ipotecario sui mercati finanziari e monetari?

I. - Il boom delle costruzioni edilizie.

In un'economia complicata quale è quella americana sarebbe oltremodo avventato attribuire ad un solo settore economico il merito di portare il principale peso dello sviluppo economico, tanto più che in linea di fatto tutti i

settori hanno avuto una vigorosa espansione. Ciò non di meno è vero che le nuove costruzioni residenziali non agricole non soltanto hanno costituito il grosso di tutta l'attività edilizia, ma hanno rappresentato anche una porzione eccezionalmente elevata degli investimenti lordi privati all'interno — investimenti che negli anni dal 1946 al 1955 ammontarono a 446,2 miliardi di dollari, cioè ad una media annua di circa 45 miliardi di dollari. Le costruzioni residenziali non agricole durante il predetto decennio ammontarono a 103,9 miliardi di dollari, ossia a quasi $\frac{1}{4}$ del totale. Lungo il decennio l'importanza relativa delle costruzioni residenziali non agricole rispetto al totale degli investimenti lordi privati all'interno venne costantemente crescendo rispetto all'anno iniziale (1946) allorchè erano ancora limitate al 14%; nel 1955 la percentuale era salita a 28. Se poi si tiene conto delle notevoli fluttuazioni negli investimenti in scorte, l'importanza delle costruzioni residenziali diventa ancor più marcata. In sostanza, insieme con le attrezzature durevoli dei produttori, le costruzioni residenziali non agricole fornirono la quota maggiore degli investimenti fissi totali.

Ma le costruzioni residenziali non agricole presentano un interesse particolare non soltanto per il fatto che sono molto più importanti quantitativamente sia delle costruzioni residenziali agricole, sia delle costruzioni commerciali e industriali. Nel contesto del nostro articolo esse acquistano significato anche per il fatto che le costruzioni commerciali e industriali sono finan-

ziate con prestiti ipotecari soltanto in misura relativamente insignificante.

Sotto il profilo « reale » a spiegare il boom edilizio ci sono almeno tre fattori degni di specifica menzione. Il primo e più ovvio è rappresentato dall'enorme aumento della popolazione in questo dopoguerra, aumento che ha sorpreso ogni osservatore, non esclusi i demografi, e che non mostra segno di rallentamento. In secondo luogo va ricordato che tra l'inizio della grande depressione (1929-30) e la fine delle ostilità le costruzioni di case furono negli Stati Uniti molto limitate: nella prima parte del periodo a causa della situazione generale di crisi e di qualche eccesso nell'attività edilizia negli anni della prosperità; durante la guerra a causa della scarsità di materiale e di manodopera per i settori non coinvolti direttamente nelle attività belliche. In tal modo si era venuto accumulando un enorme arretrato nella domanda di case. In terzo luogo, va sottolineata l'imponente accumulazione di risorse liquide durante la guerra che scatenò l'accesso di spesa del dopoguerra e sostenne la continua alta congiuntura della economia americana durante il decennio post-bellico.

I tre fattori ricordati devono essere esaminati in dettaglio.

II. - Aumento della popolazione.

Nel 1930 la popolazione degli Stati Uniti continentali ammontava a 123.077.000. Il numero delle unità familiari era all'incirca di 30 milioni, con 4,1 persone per unità. Nel 1940 la popolazione era aumentata di 9.047.000 di persone e aveva raggiunto 132.124.000. Nello stesso periodo il numero delle unità familiari era aumentato di 5,1 milioni raggiungendo circa 35,1 milioni. Alla fine del 1955 la popolazione americana era salita a 166.512.000 e il numero delle unità familiari a circa 49-49,5 milioni. La tabella I offre un calcolo molto approssimativo della relazione fra l'aumento della popolazione, l'aumento delle unità familiari e la costruzione di abitazioni.

TABELLA I

POPOLAZIONE E COSTRUZIONE DI ABITAZIONI (a)

ANNI	Totale della popolazione	Incremento rispetto alla data precedente	Numero delle famiglie	Incremento rispetto alla data precedente	Case iniziate durante il periodo precedente (c)	Case mancanti (-) o eccedenti (+): Col. 5-4 (in milioni)
	(in migliaia)		(in milioni)			
	1	2	3	4	5	6
1920	106.466	—	24,7	—	—	—
1930	123.077	16.611	30,0	+ 5,3	7.034	+ 1,734
1940	132.124	9.047	35,1	+ 5,1	2.647	- 2,453
1950	151.683	19.559	44,1	+ 9,0	5.391	- 3,609
1953	159.630	7.947	47,0	+ 3,1	3.322	+ 0,222
1955	166.512	6.882	49,5 (b)	+ 2,5	2,650	+ 0,150

(a) FONTI: « Joint Committee on the Economic Report »; « Potential Economic Growth of the United States during the Next Decade », Washington 1954; « Economic Report of the President », Gennaio 1956. « Joint Committee on the Economic Report », « Economic Indicators », ed anche « Historical Supplement 1955 ».

(b) Mio calcolo, basato sulla variazione 1950-53. Fino a questo momento mancano dati ufficiali.

(c) Periodo che ha inizio con l'anno indicato nella riga precedente.

Per avere un quadro più chiaro è necessario risalire al censimento del 1920. Sebbene le statistiche sul numero delle unità familiari e sul deficit o surplus in case di abitazioni non possano essere prese troppo sul serio specie perchè c'è una certa inter-relazione fra la definizione di unità familiare e di unità di abitazione, sono tuttavia attendibili le seguenti conclusioni: a) il boom edilizio degli anni anteriori al 1929 produsse un surplus di abitazioni che fu solo gradualmente assorbito nel decennio successivo; b) il basso ritmo di costruzioni edilizie del decennio successivo al 1930 fu dovuto sia al suddetto surplus di abitazioni sia all'aumento relativamente modesto della popolazione; c) il deficit di abitazioni crebbe indubbiamente nel decennio 1940-1949 durante il quale si ebbe un cospicuo incremento sia nella popolazione che nel numero delle famiglie; d) è certo però che col 1955 la scarsità accumulata di abitazioni era stata sensibilmente ridotta.

La formazione di nuove famiglie rallenterà certamente — almeno temporaneamente — nel

periodo in cui le classi di più debole consistenza numerica degli anni successivi al 1930 raggiungeranno l'età nuziale e la costruzione di nuove case è quindi suscettibile di una certa riduzione nel prossimo futuro; l'attività costruttiva, tuttavia, dovrebbe mantenere livelli elevati. Il fondamento di una tal previsione sta nelle seguenti considerazioni. Richiameremo innanzitutto — pur senza addentrarci in particolari demografici minuziosi — qualche elemento necessario per valutare più correttamente l'importanza dei mutamenti intervenuti nella composizione della popolazione americana. Le cifre sulla popolazione si riferiscono alla popolazione nel suo insieme, mentre i dati sulle nuove costruzioni iniziate si riferiscono soltanto alle abitazioni residenziali non agricole. Ciò sottovaluta il bisogno di nuove costruzioni giacchè, mentre la popolazione totale è vigorosamente aumentata, la popolazione agricola è diminuita in senso assoluto e relativo. Ma non solo la popolazione non agricola è cresciuta in proporzione maggiore della popolazione totale; c'è stato contemporaneamente un fortissimo movimento dai centri cittadini verso i sobborghi. Inoltre la « classica » migrazione dalle più vecchie zone orientali alle zone occidentali americane è continuata a ritmo uniforme. Movimenti interni demografici di una tale portata avrebbero determinato una notevole domanda di nuove case anche se non ci fosse stato un generale aumento della popolazione; sovrapponendosi ad un aumento del genere hanno conferito un impeto eccezionale alla domanda di case del periodo post-bellico.

Ma altri importanti elementi vanno tenuti in conto: il processo di obsolescenza delle case e le distruzioni per incendi o per sistemazioni urbane (che da sole possono essere calcolate intorno a 400 mila unità annue); e le nuove domande derivanti dal graduale miglioramento dei redditi medi familiari. Anche questi elementi concorrono a spiegare l'enorme pressione della domanda di nuove case che ha continuato per tutti gli anni postbellici e che probabilmente continuerà — ad un alto livello — anche nel prossimo avvenire.

III. - Reddito nazionale e risparmi liquidi.

Eppure, come tutte le « spiegazioni » del genere basate sul « bisogno », qualcosa di essenziale manca ancora nelle nostre considerazioni. I dati ricordati in effetto spiegano soltanto perchè gli operatori desiderino acquistare case, se il prezzo delle medesime è giusto relativamente alle altre spese alternative e se i potenziali acquirenti dispongono del reddito necessario. I bisogni « reali » sono sempre una spiegazione incompleta in ragione della natura stessa del nostro meccanismo economico.

Ad eccezione del 1949 e del 1953, in ciascuno degli anni postbellici il reddito nazionale è stato superiore al reddito dell'anno immediatamente precedente. Inoltre le spese per consumo personale — di gran lunga la più cospicua componente del reddito lordo nazionale — crebbe in termini *reali* di anno in anno, perfino durante le due recessioni postbelliche e durante il boom coreano. Tali circostanze hanno avuto, per se stesse, tendenza ad assicurare la continuità dei pagamenti per le case precedentemente acquistate e a far affluire con continuità sul mercato edilizio nuovi capitali per investimenti ipotecari.

D'altra parte i risparmi finanziari delle « persone fisiche » eran cresciuti in misura eccezionale durante la guerra quando il razionamento e le assegnazioni dirette avevano limitato le possibilità di spesa dei redditi monetari rapidamente crescenti. Questi risparmi liquidi restarono disponibili per nuove spese dopo la guerra, via via che le varie restrizioni belliche furono abolite, e agevolavano l'assorbimento degli otto milioni di persone congedate dalle Forze Armate.

« Il risparmio finanziario delle persone fisiche » può assumere la forma del tesoreggiamento di moneta fiduciaria, di depositi a vista e a risparmio, di investimenti presso le Savings and Loan Associations, di riserve per assicurazioni e pensioni, di acquisto di titoli di Stato e di altro genere, e di liquidazione di debiti ipotecari e di altro tipo. Questa ultima voce può recar sorpresa, ma è perfettamente normale in un

paese in cui i singoli hanno facile accesso al credito bancario e al credito rateale per l'acquisto di qualsiasi bene — da una casa ad un auto, ad un anello nuziale.

Il «risparmio finanziario di persone fisiche» è un concetto di flusso, si riferisce cioè al risparmio effettuato durante un dato periodo di tempo. Non è un concetto di consistenza (stock); le sue cifre non danno cioè la consistenza assoluta del risparmio «finanziario» ma soltanto esprimono l'importo di cui esso è variato.

Durante il biennio 1939-40 il risparmio personale complessivo fu di circa 4,1/4 miliardi di dollari, per lo più in forma di depositi e di assicurazioni, e in qualche misura fu compensato dalla liquidazione di titoli e dall'aumento di debiti.

Nel 1941 il risparmio personale balzò a 10,52 miliardi di dollari; l'accumulazione netta degli anni 1941-46 fu di 171 miliardi di dollari. Nel biennio 1943-44 il debito ipotecario fu perfino in piccola parte liquidato; ma già durante il 1946 si ebbe un sostanziale aumento del debito ipotecario.

Gli anni dal 1947 fino a tutto il 1954 possono essere opportunamente divisi in due sottogruppi. Dal 1947 al 1950 il risparmio netto finanziario delle «persone fisiche» si contrasse anno per anno da dollari 6,67 miliardi nel 1947 a dollari 1,80 miliardi nel 1950, ossia raggiunse cifre sostanzialmente inferiori in termini di dollari a quelle del 1939-40 (anche se redditi e prezzi erano sostanzialmente più elevati). Nel 1948 e nel 1949 si ebbero perfino liquidazioni di depositi bancari. Senonchè la ragione principale della caduta del risparmio «finanziario» netto fu proprio un rapido aumento del debito ipotecario per le costruzioni residenziali, debito che durante il 1950 raggiunse l'importo di 7,16 miliardi di dollari.

Dopo il 1951 e fino a tutto il 1954 gli aumenti annuali nelle poste attive «finanziarie» delle persone singole variano fra gli 11 e i 13 miliardi di dollari all'incirca. Ma per tutti questi anni il debito ipotecario continuò a crescere ad una ragione annua tra i 6,1/4 e gli 8,1/2 miliardi di dollari. Ciò indica in quale vasta mi-

sura il debito ipotecario servì come sbocco per il risparmio o, per usar termini «reali», in quale ampia misura la costruzione di case contribuì a mantenere un alto livello di attività economica. Durante i primi nove mesi del 1955, stando alle più recenti cifre disponibili al momento della redazione del presente scritto, il risparmio liquido ammontò a 4,12 miliardi di dollari, mentre il debito ipotecario crebbe dell'importo record di 9,31 miliardi. In altre parole, i consumatori furono ripresi da un accesso di spese e assunsero nuovi debiti sia ipotecari che d'altro genere ad un ritmo accentuato. D'altra parte essi risparmiarono crescenti importi attraverso le Savings and Loan Associations e le Compagnie di assicurazione sulla vita e ambedue questi gruppi misero a disposizione del mercato ipotecario enormi somme.

I dati sopra brevemente riassunti sono ricapitolati nella Tab. II.

IV. - Mutamenti nella organizzazione del credito ipotecario.

L'accresciuta importanza dei finanziamenti ipotecari può essere illustrata nel modo più efficace considerando i mutamenti intervenuti negli ultimi decenni. Ancora una volta è necessario risalire ai decenni tra le due guerre mondiali per capire il significato dei mutamenti stessi, mutamenti che resero possibili in questo dopoguerra il boom delle costruzioni edilizie finanziate con prestiti ipotecari.

Nel decennio anteriore alla grande depressione i prestiti ipotecari erano essenzialmente concessi entro ambiti locali senza condizioni standardizzate e senza un mercato nazionale di qualche entità. I tassi d'interesse erano alti mentre bassi erano i rapporti tra importi mutuati e valore degli edifici finanziati e breve la durata per cui i prestiti erano concessi. Inoltre, di solito, si trattava di prestiti non regolati affatto, o solo per quote limitate, da piani di ammortamento. Gli alti scarti fra importi mutuati e valori delle proprietà ipotecate determinavano il ricorso a prestiti integrativi garantiti da seconda e terza ipoteca e gravati ovvia-

TABELLA II

RISPARMIO FINANZIARIO DELLE PERSONE FISICHE, 1939-1955

ANNI	Totale	Circolazione e depositi	Savings and Loan Associations (a)	Riserve assicurative	Titoli	LIQUIDAZIONE DI	
						Debiti ipotecari	Altri debiti di consumo
1939	4,25	3,00	0,04	3,01	— 0,53	— 0,50	— 0,78
1940-45	161,57	71,42	3,24	35,72	51,06	— 1,51	— 1,65
1946	13,74	10,56	1,18	6,97	3,60	— 3,60	— 2,28
1947	6,67	2,01	1,20	7,13	3,51	— 4,46	— 2,73
1948	2,99	— 1,84	1,21	7,32	3,22	— 4,61	— 2,31
1949	2,86	— 1,46	1,51	6,05	3,03	— 3,87	— 2,40
1950	1,80	3,62	1,51	5,01	2,04	— 7,16	— 3,22
1947-50 (media)	3,58	0,5825	1,3575	6,3775	2,95	— 5,025	— 2,665
1951	11,34	5,96	2,10	8,28	2,06	— 6,53	— 0,54
1952	12,98	6,84	3,07	9,22	3,96	— 6,26	— 3,85
1953	11,76	4,80	3,64	8,46	5,10	— 7,01	— 3,24
1954	11,85	6,84	4,48	7,92	1,56	— 8,58	— 0,37
1951-54 (media)	11,9825	6,06	3,3225	8,47	3,17	— 7,095	— 2,00
1955: 1° quadr.	1,20	— 1,06	1,14	1,75	2,00	— 2,64	0,01
2° »	— 0,45	0,17	1,44	2,41	0,96	— 3,28	— 2,16
3° »	3,33	2,75	0,68	2,54	2,40	— 3,39	— 1,64
1955: stime annuali	4,64	ca. 2,00	ca. 4,3	ca. 8,95	ca. 7,15	ca. — 12,00	ca. — 5,00

Fonte: «Economic Report of the President», Gennaio 1956, pag. 179.

(a) Istituti — analoghi alle Building Societies inglesi — abilitati alla raccolta di risparmio a termine da erogare in mutui ipotecari.

mente da tassi di interesse ancora più elevati — cosicché i tassi effettivi ipotecari raggiungevano livelli più onerosi di quelli usuali rilevati per i prestiti di prima ipoteca. A sua volta l'esistenza di prestiti ipotecari di secondo e terzo grado costituiva un elemento di instabilità nella struttura dei debiti in atto.

L'instabilità era aggravata dalla brevità della durata del contratto di mutuo e dalla mancanza di piani di ammortamento. È vero che, in genere, la durata effettiva dei contratti risultava più lunga della durata legale poichè i prestiti erano ovviamente prolungati finchè le condizioni rimanevano favorevoli. Ma proprio per questo la pressione per liquidarli si verificava nei momenti in cui avrebbe dovuto essere assente, con gravi perturbamenti che a loro volta tendevano a scoraggiare quei prestatori che tenevano particolarmente alla liquidità degli investimenti ed erano restii ad operare sul mercato ipotecario.

La vastità della catastrofe della grande depressione produsse effetti drammatici di cui risentiamo tuttora. Tutti i debitori ne furono duramente colpiti, ma più di tutti, i debitori

ipotecari. Ad impedire che il collasso continuasse senza toccar fondo, intervenne, fondamentale come misura di salvataggio, la «Home Owners Loan Corporation» (H. O. L. C.), che servì essenzialmente a render liquidi i prestiti ipotecari congelati mobilizzandoli con fondi forniti dallo Stato. Nel 1936 l'operazione di salvataggio era stata ultimata, sostanzialmente con successo; ebbe quindi inizio un processo di liquidazione della H. O. L. C. portato a compimento con risultati positivi in questo dopoguerra.

Contemporaneamente fu affrontato il problema di più lungo termine mediante la fondazione della Federal Housing Administration (F. H. A.) che svolse e svolge funzioni piuttosto di ente assicuratore che creditizio. I prestiti ipotecari assicurati dalla F. H. A. furono gravati, oltre che dal regolare tasso ipotecario, da un premio aggiuntivo di assicurazione di 1/2%.

Con l'opera della F. H. A. ebbero inizio mutamenti strutturali che cominciavano a dar frutti quando sopravvenne ad interromperli la seconda guerra mondiale; quei frutti sono oggi giunti a maturazione. Va però notato che detti muta-

menti ebbero luogo in un più vasto ambito di innovazioni, in cui giocarono il loro importantissimo ruolo la politica del « deficit spending » e di moneta a buon mercato ed i nuovi poteri attribuiti alle banche centrali; questi aspetti più generali saranno considerati un pò più per esteso nei paragrafi VI e VII.

Limitandoci ora alle modifiche riguardanti il mercato ipotecario, giova innanzitutto rilevare la caduta dell'intera struttura dei tassi d'interesse. Nel 1936 i tassi ipotecari avevano sostanzialmente raggiunto il loro più basso livello: 4-4,50% sulle consistenze in essere. Il tasso nominale era caduto da circa il 6-6,50% al 4-4,50%. Il tasso effettivo era caduto in misura notevolmente maggiore giacchè il rapporto della somma mutuata rispetto al valore ipotecato era salito per le operazioni assicurate dalla F. H. A. all'80% e in taluni casi perfino al 90%, così

da render superflui prestiti aggiuntivi con seconde e terze ipoteche a interessi più elevati.

Inoltre i nuovi prestiti furono regolati, tramite la F. H. A., da norme standardizzate, con assicurazioni, con ammortamenti attuati mediante modesti rimborsi mensili e con maggior durata contrattuale, durata che prima della guerra giungeva a circa 22 anni e che dopo la guerra, in casi speciali, previe garanzie aggiuntive della *Veterans Administration* (V. A.), arrivò a 30 anni senza esborsi in proprio da parte del mutuatario o con esborsi limitati al 5% del prezzo della casa.

In pari tempo fu istituita la *Federal National Mortgage Association* (F. N. M. A.) per operare come acquirente o venditrice residuale dei prestiti ipotecari garantiti dalla F. H. A. e assicurati dalla V. A. (1).

(1) ISTITUZIONI FEDERALI OPERANTI A SOSTEGNO DEL MERCATO EDILIZIO (N. d. T.)

Istituzioni	Principali fonti di provvista in ordine di importanza	Funzioni
1. - HOUSING AND HOME FINANCE AGENCY (HHFA)		
Federal Home Loan Banks (FHLB)	Prestiti sul mercato.	Concedono anticipazioni ai membri del sistema FHLB, i quali a loro volta prestano al pubblico. Non prestano direttamente a persone fisiche (1).
Federal Housing Administration (FHA)	Premi d'assicurazione ed altre commissioni. Il Governo USA assegna fondi per certi scopi amministrativi e fornisce capitale sotto forma di fondi assicurativi.	Assicura i prestiti ipotecari su fabbricati concessi da Istituti di credito privati.
Federal National Mortgage Association (FNMA)	(Fino al 1950 prendeva a prestito dalla RFC) (2). Dal 1950 prende a prestito dal Tesoro. Il capitale è ora di proprietà governativa.	Acquista e vende prestiti ipotecari concessi da prestatori privati purchè assicurati dalla FHA e garantiti ed assicurati dalla VA.
2. - VETERANS ADMINISTRATION (VA)		
	Stanziameti del Tesoro.	Garantisce parzialmente ed assicura i crediti ipotecari su immobili urbani e rustici ed i prestiti per l'avviamento di un'attività economica erogati da prestatori privati.

Fonte: Da *Federal credit agencies and the structure of money markets, interest rates and the availability of capital* di Robert Freedman Jr. in « The Quarterly Journal of Economics », Agosto 1955, pag. 422 e seg.

(1) I membri più importanti del sistema delle Federal Home Loan Banks sono le Savings and Loan Associations, istituti di credito analoghi alle Building Societies inglesi e cioè abilitati a raccogliere risparmio da erogare in mutui ipotecari.

(2) Reconstruction Finance Corporation - Attualmente, fra le tipiche funzioni della R. F. C., è la concessione di prestiti a medio termine (fino a 10 anni) a piccole imprese industriali a tassi modici (4%).

La sostanza degli spettacolari mutamenti operati con i suddetti interventi pubblici può essere così definita:

L'Istituto per i crediti ai proprietari di case (H. O. L. C.) sostituì fondi pubblici a capitali privati rimasti congelati e contribuì ad un'ordinata liquidazione del debito ipotecario. Esso si provvedeva di mezzi mediante l'emissione di titoli garantiti dallo Stato che naturalmente figuravano nel debito federale. La H. O. L. C. fu essenzialmente uno strumento di salvataggio, provvisorio e limitato, per il mercato delle ipoteche edilizie; e in questo compito la sua opera fu senza dubbio preziosa.

La F. H. A. non concede in proprio prestiti ipotecari, ma garantisce prestiti ipotecari che rispondono a determinate caratteristiche. In tal modo si giunse ad una standardizzazione dei prestiti stessi che divennero strumenti negoziabili suscettibili di essere acquistati e venduti quasi con la stessa facilità delle azioni o delle obbligazioni.

A sua volta la F. N. M. A. provvide a che il mercato ipotecario di secondo grado funzionasse regolarmente. E per tale fatto prestiti ipotecari che, considerati individualmente, erano concessi per venti o per trenta anni, divennero liquidi quasi quanto titoli governativi a venti anni e acquisirono nuove possibilità di collocamento presso banche e compagnie di assicurazione sulla vita e altre istituzioni di intermediazione finanziaria.

D'altra parte i piani di ammortamento ormai introdotti assicurano a quelle istituzioni rientri regolari e stabili, il che comportò che per ogni importante detentore di prestiti ipotecari, anche prestiti a venti-trenta anni, che esso non intendesse vendere sul mercato « di secondo grado », divennero rapidamente poste completamente liquide. (Il rovescio della medaglia è ovviamente rappresentato dal fatto che nessun investitore può pensare di aver risolto i suoi problemi di investimento con l'acquisto di un complesso di ipoteche a venti anni, giacchè i piani di rimborso ricostituiscono rapidamente nelle sue mani notevoli fondi liquidi).

Quali conseguenze ebbero simili mutamenti dal punto di vista dell'economia nel suo com-

plesso? Mentre un tempo i diversi settori dei mercati monetario e finanziario erano in certo senso separati così che i fondi non potevano liberamente trasferirsi dall'uno all'altro settore, grazie alla nuova struttura istituzionale la fluidità e mobilità dei fondi stessi fu di molto accresciuta.

Ad agevolare questa mobilità e l'efficienza del mercato finanziario, oltre che la standardizzazione dello strumento ipotecario, hanno contribuito taluni altri miglioramenti di natura legislativa.

Fu innanzi tutto creato il *Federal Home Loan Banking System*, cui possono appartenere sia le Savings and Loan Associations sia le Società di assicurazione sulla vita (sebbene di fatto la partecipazione delle società assicurative sia trascurabile). Il sistema delle F. H. L. B. adempie per gli istituti di risparmio funzioni analoghe a quelle assuite dal sistema della Riserva Federale per le banche commerciali; e, agevolando il movimento interregionale dei fondi destinati ad impieghi ipotecari, ha notevolmente migliorato il funzionamento di questo settore del mercato finanziario. In tal modo quelle che sembravano e sembrano pure istituzioni di « risparmio » si sono venute in qualche misura trasformando in istituti creatori di credito.

Inoltre furono soppressi o allentati taluni vincoli che inceppavano le possibilità operative di importanti istituzioni finanziarie. Ad esempio, le Casse mutue di risparmio erano tradizionalmente concentrate negli Stati dell'Unione più vecchi e più dotati di capitale; e anche quando l'attività economica giunse al suo pieno sviluppo nelle zone nuove degli Stati Uniti, erano rimaste confinate dalle norme originarie ad investimenti ipotecari entro l'ambito ristretto della loro sede legale. Un emendamento legislativo del 1949 concesse loro più ampie possibilità territoriali per gli investimenti ipotecari cui pertanto affluirono fondi più notevoli. Analoghi emendamenti furono introdotti nello stesso torno di tempo anche per le Società di assicurazione sulla vita; e ancor prima erano stati decisi per le banche commerciali — per le quali in un passato non troppo distante sarebbero stati considerati come « non sani » investimenti

considerevoli in prestiti ipotecari, prestiti che in realtà sarebbero stati senza giustificazione fintantoche l'ambiente istituzionale non fosse stato adeguatamente mutato da una lungimirante opera legislativa.

Tocchiamo qui un mutamento che investe il nocciolo della politica monetaria, e che forse può essere ben chiarito richiamando la politica del sistema della Riserva Federale del periodo (ante 1951) in cui i tassi d'interesse sui titoli statali furono tenuti rigidamente bloccati. In seguito all'espansione del debito pubblico federale, i vari istituti di intermediazione finanziaria avevano finito per detenere cospicui portafogli di titoli pubblici di varia scadenza. Nei primi anni di questo dopoguerra allorchè le operazioni ipotecarie divennero altamente redditizie e tornarono ad essere disponibili in notevoli quantità altri titoli privati a tassi remunerativi, le Società di assicurazione sulla vita e gli altri enti di intermediazione finanziaria vendettero cospicui importi di titoli pubblici per reinvestirne il ricavo in prestiti ipotecari e in altri impieghi privati. Questi spostamenti negli impieghi diedero luogo a processi di diretta espansione della circolazione monetaria nella misura in cui i titoli pubblici liquidati erano assunti dalle banche della Riserva Federale o dal sistema delle banche commerciali. In tal modo le Società di assicurazione sulla vita potevano dar vita a flussi di fondi molto più importanti dei risparmi ad esse affluenti. Di fatto esse creavano credito come fossero banche ordinarie.

Le enunciazioni dei vecchi libri di testo in cui un malvagio governo soleva agire sulla circolazione monetaria manovrando il torchio mentre per contro «virtuose» istituzioni di risparmio potevano prestare solo ciò che era stato risparmiato e perciò non avevano influenza sulla massa monetaria, è da molto tempo una caricatura delle reali relazioni dei mercati monetari e finanziari. Naturalmente è ancora assiomatico che soltanto il sistema bancario, comprendente la Banca Centrale, può creare credito. Senonchè oggi siamo in presenza di un complesso di mercati a strette relazioni reciproche per strumenti monetari e finanziari dotati di

diversa grado di liquidità, la cui offerta è intimamente legata al credito bancario e alla politica fiscale. Ciò comporta che il credito ipotecario come ogni altra forma di credito possa essere oggi facilmente influenzato dalla politica monetaria e tributaria. Il corollario di uno sviluppo del genere è che ogni politica in materia di attività edilizia e correlativamente di finanziamenti ipotecari deve essere considerata sotto i più ampi profili economici della politica della occupazione e della stabilizzazione dei prezzi

V. - Mutui ipotecari e preferenze degli investitori istituzionali per i vari tipi di investimento.

Nulla illustra meglio il miglioramento nel funzionamento del mercato finanziario e la sua omogeneità — cioè l'accresciuta fluidità tra i vari suoi settori — dell'intervento delle banche commerciali come importanti prestatori sul mercato stesso. Le tabelle III e IV pongono in rilievo per taluni anni indicativi l'importanza relativa dei principali gruppi di prestatori sul mercato ipotecario, importanza commisurata al volume delle consistenze dei prestiti ipotecari.

TABELLA III

DISTRIBUZIONE PERCENTUALE FRA LE FONDAMENTALI CATEGORIE DI PRESTATORI DEI CREDITI IPOTECARI SU FABBRICATI PER 1-4 FAMIGLIE

ANNI TIPICI	Savings and Loan Associations (a)	Com- pagnie di Assi- curazione sulla vita	Casse Mutue di ri- sparmio	Banche com- mer- ciali	Persone fisiche ed altri	F. N. M. A. (b)
1930 . .	32	9,2	12,2	11,6	34,5	—
1940 . .	22,5	10,5	12,5	13,6	29	—
1945 . .	27,8	12,2	10,2	15,6	29,5	—
1950 . .	29	18,1	9,7	21	18,8	3
1954 p. .	32	20,5	11,6	17,8	14,2	3,1

p. = dati provvisori. Le cifre non possono essere sommate al 100% perchè arrotondate.

(a) Istituti — analoghi alle Building Societies inglesi — abilitati alla raccolta di risparmio a termine da erogare in mutui ipotecari.

(b) Federal National Mortgage Association.

TABELLA IV

PERCENTUALE DI DISTRIBUZIONE FRA LE FONDAMENTALI CATEGORIE DI PRESTATORI DEI CREDITI IPOTECARI SU FABBRICATI COMMERCIALI O PER MOLTE FAMIGLIE

ANNI TIPICI	Savings and Loan Associations (a)	Com- pagnie di Assi- curazione sulla vita	Casse Mutue di Ri- spar- mio	Banche com- mer- ciali	Persone fisiche ed altri	F. N. M. A. (b)
1930 . .	1,7	20,2	18,8	8	51	—
1940 . .	1,6	26,2	21,2	12,8	38	—
1945 . .	1,8	29,5	18,6	11,2	37,7	—
1950 . .	2,4	29,5	18	14,8	35	trascurab.
1954 p. .	3,9	28,5	21	14,2	32,5	0,3

p. = Dati provvisori. Le cifre non possono essere sommate al 100% perchè arrotondate

(a) Istituti — analoghi alle Building Societies inglesi — abilitati alla raccolta di risparmio a termine da erogare in mutui ipotecari.

(b) Federal National Mortgage Association.

Per interpretare i dati delle tabelle III e IV giova premettere alcune considerazioni sui singoli gruppi di prestatori e sulle rispettive preferenze per i vari tipi di investimento.

Le Savings and Loan Associations sono tipicamente collettori di risparmi individuali (si veda al riguardo la tabella II) e l'esclusiva loro ragion d'essere consiste nella concessione di prestiti ipotecari essenzialmente su case per 1-4 famiglie. Le loro schede di preferenza per quanto riguarda le poste attive sono in sostanza molto semplici: esse investono in prestiti ipotecari, in titoli statali o in cassa. Le loro fonti di provvista assumono essenzialmente tre forme: ricevono depositi da persone singole, possono prendere a prestito dalle banche commerciali e dal F. H. L. B. S., o possono acquistare o vendere titoli pubblici sul mercato aperto. Nella loro disposizione a prestare su ipoteca hanno limitata libertà di scelta in quanto hanno poche alternative. In sostanza sono quindi influenzate principalmente dal saggio del risparmio delle persone fisiche e dai tassi d'interesse a lungo termine sui titoli di Stato. Questi elementi concorrono a spiegare perchè le Savings and Loans Associations hanno mantenuto le loro posizioni

sul mercato ipotecario per immobili per 1-4 famiglie e perchè hanno compiuto vigorosi e fortunati tentativi di aumentare la loro sfera di attività sul mercato ipotecario per edifici ad appartamenti multipli e di tipo commerciale cui erano in origine estranee e che ancora non hanno assunto grande importanza per esse.

Il declino nell'importanza relativa delle Casse mutue di risparmio dipende da un complesso di cause, ma nei primi anni del dopoguerra principalmente dalle restrizioni già menzionate imposte ai loro investimenti. L'abolizione di tali restrizioni spiega dopo il 1950 l'aumento della loro percentuale di partecipazione al mercato ipotecario.

Il gruppo «persone fisiche e altri», che comprende istituti di beneficenza e altre organizzazioni senza scopo di lucro (come collegi e università, che essendo Istituti con dotazioni prevalentemente private devono in America investire i loro fondi secondo criteri di redditività e sicurezza), ha perduto notevolmente in importanza relativa. (Questo è soltanto un lato della medaglia; l'altro lato è rappresentato dall'aumento delle assicurazioni sulla vita e dei portafogli azionari e obbligazionari detenuti dalle «persone singole», aumento già documentato dalla tabella II. Evidentemente il gruppo «persone fisiche e altri» ha preferito indebitarsi sempre più con le istituzioni finanziarie e in pari tempo risparmiare sempre più per loro tramite) (2).

L'intervento delle banche commerciali come importanti creditori ipotecari sarebbe impensabile senza la creazione dei prestiti standardizzati garantiti dalla F. H. A. o assicurati dalla V. A., o senza l'opera della F. N. M. A., la quale, come risulta dalla tabella III, ha svolto un importante ruolo marginale. In realtà, è la F. N. M. A., come acquirente residua di prestiti

(2) È ovvio tuttavia che i prestiti ipotecari concessi da individui ad altri individui non risultano nella tabella II giacchè sia il debitore che il creditore farebbero parte dello stesso settore e quindi la transazione resterebbe annullata. Soltanto se persone fisiche prestassero in forma ipotecaria a istituzioni non comprese nel gruppo «persone fisiche e altri», l'operazione si rifletterebbe nelle cifre della tabella II.

ipotecari, che conferisce a questi ultimi quel tocco finale di liquidità richiesta dalle Banche. Le banche commerciali sono, naturalmente, i principali fornitori di mezzi monetari e tradizionalmente operano come prestatori « a breve ». Eppure la struttura delle loro preferenze nella distribuzione delle partite attive è piuttosto complicata. Pur senza porre in dubbio le loro esigenze di liquidità, esse, tuttavia, possono scegliere fra investimenti di scadenze differenti; in base a prudenti diversificazioni del loro portafoglio, le loro scelte possono variare fra cambiali commerciali, buoni del Tesoro a breve termine, obbligazioni federali a lungo termine, azioni e obbligazioni di società private e prestiti ipotecari. Questi ultimi — va ricordato — non solo dispongono oggi di un mercato che è solo di poco meno efficiente del mercato azionario, ma, essendo soggetti a regolari piani di ammortamento, danno luogo ad un flusso continuo di rimborsi di mezzi liquidi che, adottando una appropriata gamma di scadenze, li rende di fatto investimenti sostanzialmente liquidi.

In tali condizioni gli investimenti delle banche commerciali, e in minor grado quelli delle Compagnie di assicurazione sulla vita, eran destinati ad essere decisamente influenzati dalle strutture dei tassi di interesse. Perché, a prescindere da divieti legislativi, una banca commerciale avrebbe dovuto operare intensamente in prestiti ipotecari in periodi in cui, come nel 1920, l'interesse sui prestiti ipotecari a tre anni si aggirava intorno al 6-6,2%, mentre i prestiti normali a tre mesi potevano fruttare il 6,68% (3) o quando i titoli pubblici parzialmente esenti da tasse rendevano il 5,8% e le obbligazioni di società di primissimo piano oltre il 6%?

Ancora nel 1930 i tassi sui prestiti ipotecari erano del 6,1-6,2%, e quelli sui prestiti commerciali del 4,85%. Con il 1935 il tasso sui crediti ipotecari era ribassato solo dello 0,6%, man-

(3) I saggi degli interessi sui prestiti ipotecari sono desunti dai dati del National Bureau of Economic Research; quelli sui prestiti alla clientela (vecchia serie) dal FEDERAL RESERVE BOARD, *Banking and Monetary Statistics*, pagg. 463. Per i rendimenti delle obbligazioni, ibidem.

tenendosi al 5,6%, mentre il tasso sui prestiti commerciali era caduto di circa il 2%, riducendosi al 2,93%. Nel 1945 la differenza fra i saggi a breve e lungo termine restava elevata: 4,4% per l'interesse sui prestiti ipotecari e 2,2% per gli interessi sulla carta a breve termine. Con il 1954 il tasso relativo ai crediti a breve si irrigidì di nuovo al 3,6% circa e, come risulta dalla tabella III, le banche liquidarono quote dei propri crediti ipotecari per passare ad altri impieghi.

In sostanza, i mutamenti intervenuti nel mercato finanziario hanno introdotto — per quanto riguarda il sistema bancario — una nuova flessibilità, ed una sensibilità alla politica monetaria e fiscale che, se non nuova, è certo molto più acuta di quanto non fosse prima della guerra. Le banche commerciali, operando al centro del mercato dei mezzi liquidi, sono estremamente reattive alle variazioni dei tassi di interesse a breve. Per loro, più che per qualsiasi altro prestatore ipotecario, una variazione nei tassi a breve influisce sulla distribuzione delle partite attive, e finisce per riversarsi per così dire sui mercati a più lungo termine, incluso il mercato ipotecario. Ciò non vale solo per la politica del tasso d'interesse in senso stretto; ma anche per la politica di mercato aperto le cui operazioni in titoli pubblici di varia scadenza — così come la politica del debito pubblico — influenzano con immediatezza (4) la condotta dei prestatori ipotecari.

D'altra parte la relazione è reciproca: un aumento della domanda promanante dal mercato ipotecario si ripercuote prontamente sulle banche e su altri settori dell'economia.

Tutto ciò è teoricamente nuovo solo per quegli economisti che ritenevano di poter fare una chiara distinzione concettuale fra il mercato finanziario (sul quale si supponeva fossero trattati i « risparmi ») ed il mercato monetario. Qualunque fosse un tempo la validità di siffatta impostazione — e probabilmente le sue basi non sono mai state molto solide —, i mutamenti istituzionali intervenuti nell'economia ameri-

(4) Naturalmente c'è sempre qualche sfasamento per la necessità di esaurire gli impegni assunti.

TABELLA V

TASSI PRATICATI DALLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE SULLA VITA E LORO PARTECIPAZIONE AL MERCATO IPOTECARIO

ANNI TIPICI	Tassi applicati dalle Compagnie di assicurazione (1)	RENDIMENTI		Quota percentuale di partecipaz. delle Compagnie di assicuraz. ai prestiti ipotecari (4)	Percentuale dei prestiti ipotecari nell'attivo delle Compagnie di assicurazione
		di obbl. di Società di primo ordine	di titoli pubblici		
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
1930 .	6	4,55	3,3 (2)	9,2	29,2
1940 .	4,6	2,84	2,7 (2)	10,5	16,4
1945 .	4,4	2,62	2,3	12,2	13,1
1954 .	4,5-5 (3)	2,90	2,53	20,5	28

(1) I tassi riguardano prestiti ipotecari su edifici per 1-4 alloggi
(2) Parzialmente esenti da tassa.
(3) Dato di stima.
(4) Per edifici a 1-4 alloggi.

in intima connessione con il mercato monetario. In realtà, le loro ingenti disponibilità di titoli pubblici le rendono direttamente soggette ai controlli monetari e fiscali e conferiscono loro insospettiti poteri di creazione di credito, particolarmente in periodi in cui la struttura dei tassi d'interesse sia bloccata a livelli autoritativamente predeterminati e rigidi; poteri il cui uso è vario in funzione della fiducia che le Compagnie stesse hanno nella stabilità della struttura dei tassi d'interesse (e, in generale, della economia).

VI. - Prestiti ipotecari, circolazione monetaria e politica economica.

È indubbio che dopo la fine della guerra una notevole pressione inflazionistica provenne dal settore delle costruzioni edili e dalla sua controparte finanziaria, i prestiti ipotecari. Nel dopoguerra, già lo si è notato, un'imponente domanda differita, lo sviluppo della popolazione e la riduzione nel costo di acquisto delle abitazioni (grazie alla riduzione dei tassi d'interesse, all'aumento dei rapporti fra prestiti ipo-

cana dopo la grande depressione l'hanno completamente privata di fondamento realistico.

Ma, quali che siano i punti di vista teorici, è certo che l'effettiva inter-relazione fra mercati per investimenti di varia scadenza e liquidità si è notevolmente perfezionata rispetto a un tempo, e, a sua volta, la maggiore omogeneità del mercato ha aggiunto nuove « dimensioni » alla politica economica. Su questo punto diremo nei prossimi paragrafi allorché discuteremo le connessioni reciproche fra debito ipotecario e disponibilità monetarie e tenteremo di formulare talune conclusioni sull'efficacia delle varie politiche che possono influenzare la domanda e l'offerta di crediti ipotecari.

Tornando al tema del presente paragrafo, un cenno va fatto alle preferenze delle Compagnie di assicurazione sulla vita per le varie forme di partite attive. Com'è risaputo, lo sviluppo delle Compagnie assicurative è stato negli Stati Uniti sorprendente; il totale del loro attivo progressivamente salito da dollari 18.880 milioni nel 1938 a doll. 30.802 milioni nel 1940, a doll. 44.797 milioni nel 1945, toccava nel novembre 1955 (secondo gli ultimi dati disponibili) 89.491 milioni di dollari. E la ricerca di nuovi investimenti continua pressante. Per le Compagnie le scelte fondamentali sono fra titoli pubblici, obbligazioni di società, investimenti ipotecari e investimenti diretti. Solo la carta a breve termine è per esse di minore importanza.

Anch'esse presentano una marcata sensibilità alle variazioni nella struttura dei tassi di interesse (Le variazioni nel rendimento dei fondamentali investimenti alternativi delle Compagnie d'assicurazione sulla vita e lo sviluppo della loro partecipazione al mercato ipotecario per edifici ad 1-4 alloggi sono ricapitolati, per date tipiche, nella Tab. V).

Nè è da ritenere che le Compagnie di assicurazione sulla vita, poichè non investono di norma in attività a breve termine (5), non siano

(5) Eccezioni alla « norma » sono rappresentate da anticipazioni agli assicurati sulle loro polizze, da dilazioni concesse per il pagamento di premi, da acquisti di buoni del Tesoro per accantonamenti a fronte di impegni fiscali. Si tratta però di eccezioni quantitativamente insignificanti.

tecari e valori ipotecati e al prolungamento del periodo di rimborso dei prestiti accordati, l'onere mensile per l'acquisto di una casa scese ben al di sotto del canone mensile d'affitto), determinarono una persistente domanda di case e di crediti ipotecari. Per comprendere però i riflessi di una tale situazione sull'intero sistema monetario, vale a dire sull'economia, giova considerare il debito ipotecario nella struttura del debito interno degli Stati Uniti. (Gli Stati Uniti hanno oggi, nei rapporti internazionali, una posizione creditoria netta, sotto il profilo sia della consistenza — aspetto patrimoniale — sia dei flussi — aspetto reddituale). La Tabella VI riporta i dati per anni tipici.

Fra il 1930 e il 1940 vi fu essenzialmente una sostituzione del Debito Federale agli altri debiti presi nel loro insieme; il complesso totale del debito interno era nel 1940 leggermente inferiore alla cifra del 1930. La parola « sostituzione » non è una metafora, ma va presa alla

TABELLA VI

STRUTTURA DEL DEBITO INTERNO AMERICANO
(in miliardi di dollari)

ANNI TIPICI (Fine anno)	Totale netto del debito pubblico e privato	DEBITO PUBBLICO		DEBITO PRIVATO			
		Totale	Federale (b)	Totale	Società	Persone fisiche	Ipotecario non agrario
1930	191,0	30,6	16,5	160,4	89,3	71,1	32,0
1940	189,9	61,3	44,8	128,5	75,6	53,0	26,0
1945	406,3	266,4	252,7	139,9	85,3	54,6	27,0
1946 (a)	397,4	243,3	229,7	154,1	93,5	60,6	32,4
1950	490,7	239,4	218,7	251,3	142,1	109,2	59,3
1954	605,5	263,6	230,2	341,9	176,6	165,3	94,5

(a) Ho incluso il 1946 perchè la rapida riduzione segnata in quell'anno dal Debito Federale (così come il suo aumento nel 1945, aumento che dalla Tabella non risulta) fu in gran parte nominale. Un ultimo prestito di guerra nel 1945 aveva aumentato il debito ed il saldo di cassa del Governo Federale. La riduzione del 1946 fu largamente dovuta al rimborso dell'ultimo prestito e a disponibilità inutilizzate.

(b) Il lettore familiare coi dati generali del Debito Federale americano può restare sorpreso dalla bassa cifra di dollari 230,2 miliardi indicata per il 1954. Tale cifra riguarda solo il debito netto, cioè la parte del Debito Federale non tenuta da istituzioni governative; il debito lordo include anche il cosiddetto « duplicating debt » costituito principalmente dai titoli di Stato appartenenti a fondi governativi. L'importo del « duplicating debt » alla fine del 1954 era di \$ 49,6 miliardi, così che il debito lordo Federale ammontava alla stessa data a \$ 278,8 miliardi.
FONTE: United States Department of Commerce, « Survey of Current Business », maggio 1955.

lettera; in un'economia complicata, come è quella americana, il volume della massa monetaria è in intima connessione con il debito interno; aumenti del debito privato rendono possibili rimborsi dei debiti Federali e viceversa.

Due altri tratti del decennio prebellico meritano di essere rilevati: a) la liquidazione del debito ipotecario fu contenuta (già si è notato il successo degli interventi di soccorso della H. O. L. C.); b) nonostante il « New Deal », il Debito Federale alla fine del 1940 era ancora soltanto il 23,5% circa del debito interno totale.

Tra il 1940 e il 1945 tutte le categorie del debito interno aumentarono: in proporzioni minime il debito ipotecario e in misura di gran lunga preminente il Debito Federale. Questo ultimo, per effetto della guerra, balzò al 65% del debito interno.

Dal 1945 al 1950 il processo si invertì e si ebbero di nuovo sostituzioni di debito privato al Debito Federale. Alcune precisazioni vanno aggiunte: a) il Debito Federale si contrasse non solo in senso relativo (rispetto al debito totale), ma anche in cifra assoluta; b) il periodo successivo al 1946, per quanto contrassegnato da rimborsi effettivi di debito pubblico e da avanzati di bilancio, fu una fase di vigoroso sviluppo economico con prezzi crescenti; c) il debito ipotecario aumentò in misura maggiore degli altri debiti per scopi di consumo, quantunque nel periodo precedente avesse segnato una minor riduzione.

Dal fondo della grande depressione al termine del decennio prebellico i mezzi monetari nelle mani del pubblico (depositi a vista e a termine e moneta fiduciaria non tenuta dalle banche) aumentarono vigorosamente e per un importo quasi eguale al totale dei deficit di bilancio. Ciò non di meno, sarebbe erroneo imputare al disavanzo pubblico l'intero aumento dei mezzi monetari. Circa la metà del deficit di bilancio fu infatti finanziato con titoli acquistati da investitori diversi da aziende bancarie, nonchè da istituzioni governative, e non si ripercosse quindi, direttamente, sulla circolazione monetaria. L'altra metà dell'aumento dei mezzi monetari fu dovuto all'afflusso di oro.

I prestiti privati giocarono un ruolo molto secondario.

Durante la guerra l'influenza dominante sulla massa monetaria fu, naturalmente, esercitata dal deficit del bilancio federale. Ma l'incremento del debito federale ebbe cause ed effetti differenti dagli analoghi incrementi verificatisi nelle economie di guerra europee. L'economia americana fu caratterizzata da un'enorme espansione delle capacità produttive private finanziate da fondi del governo. Con una politica leggermente diversa, tale finanziamento avrebbe potuto effettuarsi sotto forma di crediti bancari; e in tal modo una parte notevole dello incremento del debito pubblico avrebbe potuto essere sostituita da un corrispondente aumento del debito privato. È comunque degno di nota il fatto che, nonostante l'accumularsi dei deficit di bilancio (in toto, 151 miliardi di dollari) e del debito pubblico, l'aumento dei mezzi monetari fosse solo di 54 miliardi di dollari tra il 1941 e il 1945. A coprire il resto del deficit di bilancio il pubblico diverso dagli enti finanziari concorse con l'acquisto durante la guerra di 60,8 miliardi di dollari di titoli di Stato.

La combinazione di larghe disponibilità di titoli di Stato nelle mani degli enti finanziari e del pubblico con il rigido blocco della struttura dei tassi d'interesse fino al 1950 ha avuto un ruolo importante, se non decisivo, nel periodo post-bellico. La cosa principale da notare non è tanto che l'irrigidimento dei tassi rimise alle Compagnie di assicurazione sulla vita di decidere l'importo di titoli di Stato che intendevano monetizzare ad un prezzo fisso; questo eccezionale periodo finì con il famoso accordo del 1951 fra Tesoro e Riserva Federale. L'aspetto più importante mi sembra invece consistere nella più efficiente duttilità introdotta nella politica economica dal fatto che il Sistema della Riserva Federale può ormai in effetti — mediante le sue operazioni sul mercato aperto — influenzare le riserve degli enti di intermediazione finanziaria (quali le Compagnie di assicurazione sulla vita) e in tal modo esercitare un'azione più diretta di quanto un tempo non avvenisse sulle loro politiche di investimento.

Dalla fine del 1946 alla fine del 1950 il totale dei mezzi monetari (intesi secondo la definizione già data) nelle mani del pubblico aumentò di oltre 12 miliardi di dollari. I prestiti ipotecari tenuti dal settore bancario aumentarono di circa 9,9 miliardi di doll.; il totale dei crediti ipotecari tenuti da tutti gli istituti finanziari crebbe di 24 miliardi di doll. Tratto interessante di questo periodo fu una effettiva riduzione del debito pubblico operata con introiti fiscali. Cionondimeno l'economia rimase così liquida e le riserve così abbondanti che le banche commerciali aumentarono i loro prestiti ed investimenti (inclusi i prestiti ipotecari, ma esclusi gli impieghi in titoli di Stato) di circa 30 miliardi di doll. Nel contempo le Compagnie di assicurazione accrebbero le loro partite attive di 15,8 miliardi di doll., vendendo peraltro 7,2 miliardi di doll. di titoli di Stato per acquisire disponibilità per altri investimenti presumibilmente più redditizi. Ciò, naturalmente, non autorizza ad affermare che le Compagnie « pomparono » nel sistema economico mezzi monetari per 7,2 miliardi di doll. in più del volume di risparmio ad esse affluito; giacchè l'effetto delle loro vendite di titoli statali fu diverso a seconda che i titoli furono venduti al pubblico « non finanziario » oppure comprati dal sistema bancario. È indubbio però che tali vendite furono una delle fonti della pressione inflazionistica del periodo in esame.

Qualche cosa di simile accadde per le Savings and Loan Associations. Queste raccolsero in risparmi 6,2 miliardi di doll., e investirono in nuovi prestiti ipotecari 6,5 miliardi; la differenza fu compensata da vendite di titoli di Stato sul mercato e da anticipazioni attinte al F. H. L. B. S. (Sistema Federale per il finanziamento dei crediti edilizi).

Secondo miei calcoli approssimativi (che non sono qui riprodotti), su un aumento totale di 12,2 miliardi di doll. nella circolazione monetaria per gli anni 1947-1950, circa 7 miliardi possono essere attribuiti a mutui ipotecari; il resto ad altri prestiti ed investimenti. Va però sottolineato che il bilancio pubblico fu realmente un fattore deflazionistico durante il periodo in esame, che i titoli di Stato venduti

dalle Compagnie di assicurazione sulla vita (e altre istituzioni) non furono in definitiva acquistati dal sistema bancario, ma da altri investitori « non finanziari » o da « Fondi » governativi; che, in breve, le pressioni inflazionistiche furono totalmente finanziate dai crediti concessi dal sistema delle banche commerciali al settore privato dell'economia.

Con il 1950 ebbe inizio un nuovo periodo di disavanzi di bilancio a causa dello scoppio della guerra coreana e della guerra fredda; periodo che è probabile si concluda solo nel corrente anno fiscale. Nel complesso, gli anni dal 1951 al 1954 registrarono un deficit globale di circa 22 miliardi di doll., ma solo 11,5 miliardi di titoli emessi per coprirlo furono acquistati dalle banche commerciali e dalle banche della Riserva Federale; ossia solo poco più della metà del deficit fu chiaramente inflazionistico. Per contro i mezzi monetari nelle mani del pubblico aumentarono di circa 32,8 miliardi di dollari. In questo sviluppo ebbero un ruolo preminente le operazioni di credito delle banche commerciali; e dei 25,4 miliardi di aumento netto nella loro consistenza, 4,7 miliardi di doll. furono assorbiti da prestiti ipotecari.

Ancora una volta l'esperienza del precedente periodo post-bellico si ripeté anche per gli altri prestatori: le Compagnie di assicurazione sulla vita investirono ulteriori 9,1 miliardi di doll. in prestiti ipotecari ed ulteriori 12,5 miliardi di doll. in titoli diversi dai titoli di Stato. Per contro esse raccolsero solo 16 miliardi di doll. di risparmi. Vendettero invece 4,4 miliardi di doll. di titoli di Stato, importo che corrisponde a quanto fu acquistato dal Federal Reserve System o dalle Banche commerciali. Si è tentati, e — tutto considerato — si ha probabilmente ragione di affermare che circa un quarto dell'incremento nelle partite attive delle Compagnie di assicurazione sulla vita fu inflazionistico (6). Ciò, va aggiunto, in un periodo in cui la politica monetaria aveva recuperato la sua flessibilità.

(6) Questa affermazione solleva numerose questioni metodologiche che è impossibile discutere adeguatamente nel contesto di questo articolo.

VII. - Politica economica e controllo delle costruzioni edilizie.

In un Paese come gli Stati Uniti, in cui la bilancia dei pagamenti non presenta problemi, in cui lo spirito di concorrenza è altamente sviluppato e difeso e sorretto da misure anti-monopolistiche e da progressi tecnologici, in cui la produttività del lavoro è elevata ed in rapido aumento, l'impegno centrale della politica economica è diretto ad influenzare le domande dei consumatori, delle imprese produttive e del Governo, in modo che ovunque e nei singoli settori non si verifichino eccessi o deficienze.

In questo ampio contesto conserva un posto centrale la politica monetaria; e nell'ambito della politica monetaria è importante il ruolo assunto dal credito ipotecario.

Una variazione del tasso di sconto — il classico strumento della politica monetaria — influenza direttamente le preferenze delle banche commerciali per i vari tipi di impieghi ed indirettamente le preferenze di tutti gli altri prestatori. Essa è portata ad influenzare la disponibilità di credito ipotecario col renderlo più o meno redditizio a paragone di altri investimenti alternativi, ed è portata ad influenzare in particolare non tanto il tasso d'interesse sui prestiti ipotecari, quanto talune altre « condizioni » dei prestiti stessi come la durata o il rapporto fra importo mutuato e valore ipotecato.

Sebbene lo scopo di un aumento del tasso di sconto sia di ridurre la domanda e l'offerta di credito, rendendolo più costoso, questo « più costoso » non significa necessariamente un interesse più elevato. Ciò che più importa a chi prende a prestito per comprare una casa è di sapere quanto deve pagare in rate mensili e quanto immediatamente per contanti. Il pagamento mensile, che è costituito da una frazione di interessi, dalla quota di ammortamento del capitale e dagli oneri fiscali, può essere variato principalmente — dato l'attuale basso livello dell'interesse — variando la quota d'ammortamento (cioè la durata del mutuo) e la misura del versamento immediato preteso in contanti. Ed il mutuatario, anche se il suo reddito gli consente pagamenti mensili considerevoli, può

non avere pronto il contante sufficiente se è basso il rapporto fra prestito e valore ipotecato. Il credito ipotecario è perciò influenzato molto più facilmente da variazioni nell'entità del rapporto suddetto e nella durata della operazione che da variazioni del tasso ipotecario.

Sotto questo profilo l'istituzione negli Stati Uniti di un tipo di prestito ipotecario « per ex-combattenti » a trent'anni e senza versamento iniziale in contanti è stato un passo della massima importanza: un'innovazione che permette alla gente minuta di contrarre un debito, o detto altrimenti, consente ai meno abbienti di acquisire un cespite patrimoniale in un modo quasi privo di sacrifici. Per il ceto minuto l'ostacolo principale per l'acquisto di una casa è lo importo in contanti che va pagato a pronta cassa. Oggi il tema dei versamenti iniziali in contanti può essere svolto con una sottigliezza di variazioni che apre l'accesso al mercato ipotecario anche a categorie che ne erano per l'innanzi escluse.

Le suddette « dimensioni » del credito — durata e scarto da coprire in proprio — conferiscono nuove « dimensioni » anche alla politica monetaria. E, per l'appunto, furono oggetto della Regulation X che, permettendo al Federal Reserve Board di controllare il credito ipotecario più direttamente, costituì l'equivalente dell'analogia legislazione già introdotta per disciplinare gli altri crediti al consumo. Anche se al margine qualche evasione è sempre possibile, è nondimeno indubbio che nella situazione di oggi i prestiti ipotecari e gli acquisti di consumo possono essere molto più efficacemente influenzati da norme regolanti la durata dei prestiti e la percentuale da coprire con fondi propri del mutuatario che non il costo per interessi. Trascurare questo aspetto della politica monetaria significherebbe chiudere gli occhi su importanti sviluppi economici.

La Regulation X fu applicata nel 1950, dopo lo scoppio della guerra di Corea; ma a causa degli impegni di prestito già assunti divenne operante nel marzo 1951, con la conseguenza che il numero di case cominciate cadde da 1,4 milioni nel 1950 a 1,1 milioni nel 1951.

Nel 1952 la Regulation X fu sospesa ed il credito ipotecario agevolato ed esteso. Nel 1953 si ebbe una certa stretta, ma, non appena si delinearono pericoli di recessione, la Riserva Federale cambiò politica ed il credito ipotecario si sviluppò rapidamente: gli è che nel 1954 « gli esborsi per cassa in proprio ed i termini di scadenza (divennero) eccezionalmente attraenti per i mutuatari » (Rapporto annuale del Federal Reserve System per il 1954, pag. 2-3).

La flessibilità della politica creditizia si giova negli Stati Uniti — per quanto riguarda l'edilizia — anche di vari altri strumenti. Gli stessi prestiti per le case agli ex-combattenti possono, ad esempio, essere variati d'importo: di fatto, il 100% del valore della casa, che costituiva la norma, fu per un certo periodo ridotto del 5-7,5%; la riduzione esercitò una certa pressione restrittiva sulle richieste di credito. A loro volta, le concessioni di prestito possono anche essere influenzate dai variabili impegni della Federal National Mortgage Association a intervenire con acquisti di mutui assicurati dalla F. H. A. sul mercato ipotecario di secondo grado, e così via.

La politica creditizia è poi integrata dalle misure fiscali. Per ragioni sociali, i proprietari di casa sono sempre stati favoriti dalla legislazione americana sull'imposta personale progressiva: nel calcolare l'imponibile essi possono dedurre dal reddito gli interessi ipotecari pagati, senza essere tenuti a includere nel reddito l'importo del fitto teoricamente attribuibile alla casa. Dopo la guerra, i proprietari sono stati ulteriormente avvantaggiati da speciali norme in materia di guadagni in conto capitale. Il proprietario di casa che la vende con un guadagno « nominale » e reinveste il ricavo entro un termine determinato in un'altra casa a prezzo inflazionato, deve denunciare il guadagno suddetto ma non è per esso tassato. È un trattamento differente da quello usato per gli altri profitti di capitale che possono essere altrettanto « nominali ».

In realtà, è ormai generalmente riconosciuto che una economia di libero mercato, del tipo almeno americano, ha, entro ampi limiti, i mezzi per controllare il proprio destino economico

attraverso il controllo della domanda effettiva totale. I programmi d'investimento degli imprenditori controllano una quota delle complessive decisioni di spesa; un'altra quota è controllata dalla politica fiscale. Ma la quota più ampia è controllata dalle decisioni di spesa dei consumatori; fra queste le decisioni d'acquisto di case sono di natura comparabile alle decisioni d'investimento degli imprenditori, non sono cioè decisioni « routine », ma bensì differibili e solo in parte collegate ai redditi passati e presenti. Ciò vale per tutte le decisioni dei consumatori relative in genere a spese in beni durevoli, spese che negli Stati Uniti sono tipicamente finanziate a credito.

D'altra parte la proprietà della casa resta una soluzione vantaggiosa finché sussistono due condizioni: a) sia più conveniente comprare che prendere in affitto, e b) esista un mercato per le case vecchie, così come per le nuove. La condizione b) è realizzata da una popolazione in sviluppo rapido e molto mobile. La condizione a) dipende in gran parte dal raffronto fra costo di costruzione e costo di un prestito edilizio da una parte e canone d'affitto dall'altra. È per la presenza di queste condizioni che la maggior parte delle case di recente costruzione sono negli Stati Uniti di proprietà degli stessi inquilini, e che i fabbricati ad appartamento d'affitto riguardano essenzialmente poche grandi città, particolarmente sulle due coste.

In sostanza il modestissimo esborso in proprio per contanti ed i regolari piani d'ammortamento dei nuovi prestiti ipotecari comportano per la gente minuta oneri *in linea di fatto* assimilabili a quelli di un affittuario, pur rendendola *in linea di diritto* proprietaria della casa. A sua volta, il graduale pagamento delle quote di ammortamento dei prestiti equivale per lo uomo della strada a costituirsi un risparmio, un cespite patrimoniale, sul quale può ottenere a tempo debito un eventuale nuovo prestito. Infine, poiché la casa è un bene di prima necessità e di fatto risulta più a buon mercato acquistarla che affittarla, i pericoli di insolvenza per i nuovi mutui sono insignificanti almeno finché non si verificano gravi falcidie nel reddito dei mutuatari — mentre invece a determinare l'ab-

bandono di una casa d'affitto può bastare anche una riduzione modesta di reddito. L'esperienza ha dimostrato che il piccolo risparmiatore si sobbarca a ben più gravi sacrifici per conservare la sua casa — ciò che spiega anche la popolarità dei prestiti ipotecari su piccole case presso le Compagnie di assicurazione sulla vita (7).

La creazione dei prestiti ipotecari a completo piano di ammortamento con garanzia della F. H. A., l'istituzione di un mercato ipotecario di secondo grado e gli altri vari mutamenti accennati hanno consentito alla politica economica in generale e a quella monetaria in particolare di influenzare il livello delle costruzioni edilizie in una misura superiore a quanto ci si poteva un tempo immaginare.

Quando, durante il 1955, si delineò il pericolo di un surplus di case e crebbe la pressione inflazionistica, la durata dei prestiti assicurati dalla V. A. fu ridotta da 30 a 25 anni ed il pagamento per contanti fu aumentato da zero a 5-7,5%. Simili misure, riferisce il Rapporto economico del Presidente, fanno « parte integrante di una politica creditizia generale e coordinata. I prestiti per la costruzione di case, garantiti o assicurati dal Governo Federale, rappresentano ora più dei 2/5 dell'intero debito ipotecario per case. Per questa ragione, se non per altro, il Governo ha una responsabilità diretta nell'aiutare a mantenere un sano mercato edilizio ed ipotecario. Esso ha il corrispondente dovere

(7) È stato argutamente osservato che il moderno proprietario di casa americano è divenuto un « portiere » della Compagnia di assicurazione sulla vita. Questa scherzosa definizione nasconde un mutamento molto significativo intervenuto sul mercato edilizio. Dove la maggior parte delle case è del tipo « d'affitto », il proprietario, dovendo recuperare dai canoni d'affitto il suo capitale, deve pesare la decisione d'acquisto con grande attenzione. L'affittuario, occorrendo, gli può restituire l'alloggio piuttosto facilmente, per trasferirsi in un'abitazione più o meno costosa. Il rischio di perdita in conto capitale è in questo caso interamente a carico dei relativamente poco numerosi proprietari di case.

Quando le case di proprietà degli stessi inquilini diventano, come è oggi in America, la regola, il rischio della perdita in conto capitale è invece trasferito sui numerosissimi compratori-inquilini.

di attuare con oculatezza i suoi programmi, al fine di promuovere uno stabile sviluppo economico ed insieme il miglioramento delle condizioni d'abitazione » (8).

In pari tempo si è raggiunta una sostanziale stabilità sul mercato ipotecario giacché i rimborsi sono programmati ed i debiti ammortizzati in un lungo periodo. Negli ultimi tempi è venuto di moda discutere se il credito al consumatore è eccessivo o meno. Qualunque sia la risposta in proposito, è certo che il credito ipotecario — così come è attualmente organizzato — non può essere la subitanea forza deflazionistica quale agì durante la grande crisi particolarmente sul mercato del credito ipotecario agricolo. Il solo fatto che oggi non possa presentarsi un problema di rinnovo di mutui a breve termine (come invece avvenne per i prestiti ipotecari nel periodo 1929-1933) rende anche più facili eventuali modificazioni ed assicura una notevole stabilità in questo importante settore del debito interno.

VIII. - Implicazioni sociali della nuova organizzazione del credito ipotecario.

I mutamenti istituzionali e funzionali verificatisi nel mercato dei mutui ipotecari edilizi possono suscitare un complesso di delicati quesiti.

Così, per qual motivo acquistare una casa dovrebbe essere più a buon mercato che non prenderla in affitto? Fino a che punto le Autorità pubbliche potrebbero influire sulla offerta di case senza che la loro azione abbia a comportare un costo per qualcuno? E quali possono essere gli effetti sociali di un credito ipotecario « facile »? Solo l'esperienza storica potrà rispondere in modo definitivo; da parte nostra è solo possibile qualche cauta indicazione di massima.

Nel raffrontare il costo dell'affittare con il costo dell'acquistare, il problema dovrebbe es-

(8) Economic Report of the President, gennaio 1956, pag. 40.

sere posto nei seguenti termini: perché il prendere a prestito 10 mila dollari per comprare una casa dovrebbe essere meno costoso del prendere a prestito l'identica somma, investirla in altro modo e impiegare il reddito dell'investimento per affittare la casa? Ceteris paribus e in situazione d'equilibrio, l'operatore dovrebbe essere indifferente fra le varie alternative. Se nonchè nella situazione di fatto « le altre cose » non sono eguali, anche a prescindere dalle speciali agevolazioni fiscali già ricordate a favore dei proprietari di casa. In primo luogo, infatti, anche in situazione d'equilibrio, l'acquistare una casa dovrebbe essere più a buon mercato dell'affittarla per il solo fatto che comporterebbe una perdita di liquidità e mobilità da compensare in termini di prezzo. Ma poi — cosa più importante — la gente minuta non ha possibilità di scelta: essa, semplicemente, non può avere a prestito i 10 mila dollari alle ipotizzate condizioni per scopi che siano diversi dall'acquisto di una casa.

Come si è detto, grazie all'introduzione del ricordato prestito ipotecario a trent'anni, anche l'uomo della strada — e la stragrande maggioranza è composta da « uomini della strada » anche nel favoloso paese delle possibilità illimitate — acquisisce il mezzo di accumulare virtualmente senza sacrificio un cespite patrimoniale sotto forma di casa, acquisisce cioè il mezzo di risparmiare. Ciò, ovviamente, non comporta costi per nessuno fintantochè il livello dell'occupazione e della produzione rimane elevato e lo Stato quindi non è chiamato ad onorare la garanzia concessa ai prestiti. Peraltro — come si è ripetutamente notato — proprio il nuovo tipo di finanziamenti ipotecari offre esso stesso un mezzo importante per controllare la domanda effettiva del sistema economico nel suo complesso. Sotto il profilo dei costi, il trattamento fiscale preferenziale è, s'intende, un'altra questione.

La diffusione dei nuovi prestiti trentennali ha anche contribuito ad alterare notevolmente a favore dei debitori i rapporti tradizionali fra creditori e debitori con riflessi soprattutto — e in materia il nostro giudizio dev'essere piuttosto

riservato — per quanto riguarda l'interesse ad impedire processi inflazionistici. In un certo senso, quasi ogni gruppo economico ha oggi interessi nel campo debitorio. È vero che le persone fisiche non hanno solo debiti ipotecari e d'altro genere, ma anche risparmi assicurativi e monetari che l'inflazione danneggerebbe. Ma è altrettanto vero che oggi tutti i gruppi hanno quanto meno sviluppato un forte e consapevole interesse a difendere — anche a rischio di pressioni inflazionistiche — gli attuali elevati e crescenti livelli di occupazione.

Un ultimo cenno d'avvertimento. Il successo dei mutamenti intervenuti nel mercato ipotecario americano non dipende solo dal loro inquadramento nel contesto degli indirizzi generali di politica economica. Dipende altresì dalla alta e crescente produttività degli Stati Uniti. Non v'ha dubbio che altri Paesi possono trarre ammaestramenti dallo studio di quei mutamenti. Ma sarebbe oltremodo pericoloso se il successo della politica americana portasse altri Paesi ad adattarla in blocco a situazioni in cui potrebbe produrre solo inflazione.

WOLFGANG F. STOLPER