

## Sviluppi e dibattiti monetari negli Stati Uniti dopo l'«accordo» del '51

La più interessante prospettiva da cui considerare gli sviluppi monetari negli Stati Uniti negli anni successivi al noto « accordo » (marzo 1951) fra Tesoro e Riserva Federale (1) è forse di ricercare ciò che di chiarificatore o illuminante possono offrire per una valutazione della cosiddetta « nuova teoria del controllo del credito » (2).

La « nuova teoria », sviluppata e avallata dalla Banca di Riserva Federale di New York nel periodo in cui il Tesoro dominava ancora il campo, fu in seguito adottata dal Consiglio dei Governatori del Sistema di Riserva Federale. Assurta a tesi ufficiale del Sistema al tempo dell'« accordo », essa servì come giustificazione del desiderio

---

(1) I precedenti, i termini e il significato dell'« accordo » raggiunto fra il Tesoro USA e la Riserva Federale il 3 marzo 1951 sono stati oggetto di un articolo del Prof. LESTER V. CHANDLER, *Politica monetaria per il riarmo negli Stati Uniti*, pubblicato in questa Rivista, n. 18, 1952, pp. 129 e segg. In sostanza l'accordo, concludendo un periodo di contrasti fra il Tesoro e la Riserva Federale, poneva termine alla politica di sostegno alla pari dei titoli governativi (e di rigido blocco dei tassi d'interesse a bassi livelli) ed assicurava quindi alla Riserva maggior libertà per indirizzi restrittivi in funzione anti-inflazionistica.

(2) La « nuova teoria », come è qui chiamata, suole anche essere designata come « dottrina Roosa » o « dottrina della disponibilità ». L'enunciazione più articolata della « nuova teoria » è offerta dal saggio di R. W. ROOSA, *Interest Rates and the Central Bank*, incluso nel volume di studi in onore di J. H. WILLIAMS (*Money, Trade and Economic Growth*, Macmillan 1951), saggio pubblicato in versione italiana anche in questa Rivista, n. 16, 1952, sotto il titolo *I saggi d'interesse e la Banca Centrale*. Interessanti sono pure i due articoli, inseriti nello stesso volume, di A. SEROUL, *Changing Concepts of Central Banking* e di H. ELLIS, *The Rediscovery of Money*. Talune delle idee della « nuova teoria » sono state inoltre incorporate nelle dichiarazioni presentate dalla Riserva Federale al Comitato Patman (il cui Rapporto reca il titolo ufficiale *Monetary Policy and the Management of the Public Debt*, Washington, 1952, 4 Parti). La migliore esposizione sintetica della « nuova teoria », accompagnata da un esame del contesto in cui si sviluppò, è offerta da J. TOBIN, *Monetary Policy and the Management of the Public Debt: the Patman Inquiry*, nella « Review of Economics and Statistics », maggio 1953. Mi sia anche permesso di richiamare il mio recente scritto, *Landers' Preferences, Credit Rationing and the Effectiveness of Monetary Policy*, apparso nella « Review of Economics and Statistics », dell'agosto 1957.

della Riserva Federale di abbandonare una volta per sempre l'indirizzo del tempo di guerra di tassi d'interesse rigidamente bloccati. L'influenza della « nuova teoria » sulla politica monetaria ebbe così una certa importanza — tale da giustificarne un attento esame oggi che è trascorso un sufficiente periodo di sperimentazione.

Oggi, è vero, la Riserva Federale non difende i suoi indirizzi di politica generale con un deciso riferimento alle tesi della « nuova teoria ». I portavoce della Riserva non affermano più pubblicamente la necessità di limitare l'ampiezza dei movimenti dei tassi di interesse; nè parlano più, come prima dell'« accordo », della capacità degli organi monetari di controllare pressioni inflazionistiche per mezzo di aumenti soltanto modestissimi nei rendimenti (tassi). Era forse da attendersi che le autorità monetarie, una volta conquistata una certa libertà grazie all'« accordo » e non più circondate da un'amministrazione politica ostile, si sarebbero orientate verso una difesa più tradizionale delle tecniche classiche del controllo monetario. Ma questa rettifica d'orientamento non deve farci dimenticare che *il problema centrale sottolineato dalla « nuova teoria », ossia la relazione fra l'esistenza di un ampio debito pubblico e l'impiego della politica monetaria tradizionale — politica cui le cresciute dimensioni del debito stesso darebbero nuova efficienza attraverso il comportamento dei prestatori istituzionali —, continua ad essere di grande importanza. In realtà, scopo del presente studio è di mostrare, sulla scorta di recenti dibattiti, che la presenza di un enorme debito pubblico costituisce un ostacolo per l'efficienza operare di una politica tradizionalistica.*

La sostanza della « nuova teoria » del controllo del credito derivò direttamente dalla situazione di disagio in cui la Riserva Federale si trovò al termine della seconda guerra mondiale. Quasi tutti allora pensavano che i prestatori privati (in particolare quelli istituzionali), costretti dalle necessità di guerra ad assorbire importi eccessivamente ampi di titoli di Stato, fossero ansiosi di ricostituire più equilibrate strutture di bilancio. Si supponeva che essi avrebbero certamente tentato di vendere titoli del Tesoro e di investire importi equivalenti in prestiti privati non appena si fosse sufficientemente rianimata la domanda privata di credito. In una tale situazione, mantenere una rigida struttura dei tassi avrebbe significato — per le autorità monetarie — trasferire l'iniziativa per le operazioni di mercato aperto nelle mani dei prestatori privati, con l'eventuale risultato

di pressioni inflazionistiche. Era comprensibile che la Riserva Federale fosse restia a seguire un indirizzo del genere.

Ma quale alternativa le si offriva? Permettere ai mercati dei fondi pubblici e privati di trovare i loro rispettivi livelli di equilibrio, con modesti interventi di sostegno, avrebbe potuto portare, nelle condizioni del tempo, a considerevoli aumenti dei rendimenti. Evidentemente era questo ciò che il Tesoro temeva, anche se non perchè considerasse i tassi d'interesse come un importante fattore determinante delle spese di investimento. Com'è ovvio, esso insisteva invece senza tregua sugli oneri che tassi più elevati avrebbero comportato per il servizio del debito pubblico. Ma ancor più importante era, per le sue preoccupazioni, il timore che una revisione degli interventi di sostegno della Riserva Federale avesse a sfrenare un'ondata di vendite speculative di titoli di Stato; modesti aumenti (indotti dalla Riserva) nei rendimenti si sarebbero cumulati, a suo avviso, in variazioni ben più ampie, con la conseguenza che le aspettative dei mutuatari e dei prestatori sarebbero state influenzate in modo negativo.

Era peraltro proprio questa visione dei probabili effetti di una rottura con la politica del tempo di guerra che era negata dai sostenitori della « nuova teoria ». Per costoro, lievissimi aumenti nei rendimenti dei titoli del Tesoro avrebbero in realtà bloccato qualsiasi movimento di liquidazione di quei titoli e di trapasso a titoli di debito privato. Non ci sarebbe stato quindi bisogno che gli organi monetari intervenissero con pesanti acquisti a difesa di una qualsiasi particolare (cioè leggermente più elevata) curva dei rendimenti dei titoli del Tesoro; un'espansione della circolazione monetaria poteva essere impedita da un aggiustamento al rialzo dei tassi d'interesse così modesto da non dare al Tesoro motivo alcuno d'allarme.

L'ottimistica valutazione da parte della « nuova teoria » delle probabili conseguenze di un abbandono dell'azione di sostegno del mercato poggiava su una serie di assunti che è opportuno richiamare brevemente.

#### 1. La « nuova teoria » del controllo del credito.

L'assunto centrale della « nuova teoria » è che lievi aumenti nei rendimenti dei titoli governativi anzichè stimolare, ostacolano la liquidazione di detti titoli da parte dei prestatori istituzionali,

rendono questi ultimi più cauti e possono quindi limitare — o, se necessario, ridurre — l'espansione del credito ai privati. A sostegno di una simile ipotesi i fautori della « nuova teoria » hanno sottolineato il ruolo dei prestatori anziché quello dei mutuatari. Misure restrittive della Riserva Federale sarebbero efficaci non tanto perchè i mutuatari reagiscono con riduzioni nella *domanda* di credito ad aumenti (indotti) del costo del denaro, ma perchè i prestatori reagiscono con riduzioni nell'*offerta* di prestiti privati a piccole variazioni nel rendimento dei titoli governativi (3). La Riserva Federale sarebbe cioè in grado di regolare il flusso del credito privato soprattutto grazie alla sua capacità di influenzare le decisioni dei prestatori (istituzionali). Più che qualsiasi altro elemento è questo mutamento di accento che distingue la « nuova teoria » da altre teorie sul controllo del credito.

Questa insistenza sulla sensibilità dei prestatori a piccoli aumenti nei rendimenti dei titoli governativi è emersa come risposta alle critiche rivolte all'impiego di controlli monetari quantitativi nell'immediato periodo postbellico. Sostenevano allora molti economisti — e continuano a sostenere, giacchè la controversia è lungi dall'essere risolta — che misure monetarie di tipo quantitativo sarebbero di utilità molto limitata come strumenti antiinflazionistici in quanto la domanda di credito privato sarebbe marcatamente inelastica a variazioni nei tassi d'interesse. Considerevoli aumenti nei rendimenti, è vero, potrebbero provocare qualche restrizione del credito; ma aumenti del genere sarebbero esclusi dall'esistenza di un vasto debito pubblico, per il loro effetto demoralizzante sul mercato dei titoli governativi e le conseguenti insormontabili complicazioni che ne deriverebbero per il Tesoro. Un alto livello di tassi d'interesse provocherebbe inoltre sfavorevoli conseguenze redistributive che sarebbe impossibile trascurare (4).

Se per contro lievi aumenti nei rendimenti potessero efficacemente limitare l'offerta di credito, l'insensibilità dei mutuatari per-

(3) L'assunto è che l'azione della Riserva Federale si limiti a operazioni di mercato aperto. Un tale assunto non è così arbitrario come potrebbe sembrare, giacchè molti sostenitori della nuova teoria, particolarmente quelli collegati con la Banca di Riserva Federale di New York, sogliono osservare che le operazioni di mercato aperto sono i più efficienti tra gli strumenti della Riserva Federale.

(4) Per un ampio esame dei problemi sollevati da questa discussione postbellica si vedano I. O. SCOTT, *The New Monetary Policy*, 1954; e I. S. FORDE, *The Monetary Controversy in the U.S.A.*, in « Oxford Economic Papers », 1951.

derebbe molto della sua importanza. E verrebbe meno ogni motivo di incompatibilità fra l'impiego di misure monetarie e le esigenze del Tesoro. Gli elementi cruciali della nuova teoria sono quindi in sostanza le ragioni proposte a sostegno di questa ipotesi generale sul comportamento dei prestatori rispetto a modesti aumenti nel livello dei rendimenti dei titoli governativi. Le ragioni di sostegno di una tale ipotesi sono ravvisate dai suoi sostenitori nella mutata struttura istituzionale del « lato offerta » del mercato dei fondi prestabili, nella specifica natura delle preferenze dei vari tipi di prestatori per le diverse categorie di poste attive, e nel carattere imperfettamente competitivo dei mercati in cui operano taluni di questi prestatori, in particolare le banche commerciali.

Ecco una sintesi dei tre suddetti temi:

a) *Mutamenti strutturali*. - Il mercato postbellico si presenta profondamente diverso rispetto al mercato prebellico sotto due importanti aspetti (5).

Anzitutto l'aumento secolare del volume dei fondi gestiti da prestatori istituzionali non bancari avrebbe in certa misura aumentato la « sensibilità » del mercato a variazioni nei rendimenti relativi. I portafogli di quegli investitori sono amministrati da tecnici specializzati più pronti e meglio qualificati dei prestatori individuali ad approfittare di lievi variazioni nei rendimenti relativi. Ma, cosa più importante, in ragione di questo mutamento nell'importanza relativa dei vari tipi di prestatori, maggiore peso sarebbero venute assumendo le specifiche preferenze per le diverse categorie di attività dei prestatori istituzionali non bancari, in particolare delle Compagnie di assicurazione. Il pieno significato di questo assunto emergerà dall'esame, sub b), del tema delle preferenze dei prestatori istituzionali.

Il secondo importante mutamento strutturale riguarda lo sviluppo del debito pubblico. All'aumento assoluto che ha messo più titoli governativi in un maggior numero di portafogli si è associato un aumento nella varietà e nella gamma di scadenze dei titoli governativi. Questo sviluppo ha fornito alla Riserva Federale una più efficiente rete di comunicazioni — una rete che trasmette gli impulsi della Riserva in più numerose direzioni e con maggiore velocità. Rispetto alla situazione prebellica, una massa più vasta di

(5) V. ROOSA, *op. cit.*, pp. 276-85.

prestatori è in tal modo direttamente toccata da variazioni (indotte dalla Riserva Federale) nei rendimenti dei titoli governativi. Questo particolare mutamento strutturale tende a rendere il mercato nel suo complesso più sensibile a variazioni nei rendimenti relativi. Ma, di nuovo, esso attinge uno speciale significato dal fatto che conferisce maggiore importanza ai modi di reagire dei prestatori — quali sono ipotizzati dalla « nuova teoria » — di fronte ad aumenti nei rendimenti dei titoli governativi.

b) *Comportamento e preferenze dei prestatori istituzionali.* -

La « nuova teoria » attribuisce appunto ai vari tipi di investitori istituzionali preferenze d'impiego e modi di reagire a interventi della Riserva Federale che spiegherebbero perchè piccoli aumenti nei rendimenti dei titoli governativi li inducano a tenere più ampie consistenze di titoli governativi a spese di crediti ai privati.

Si considerino anzitutto le *banche commerciali*. Queste sarebbero tipici detentori di riserve secondarie come salvaguardia contro improvvisi deflussi di depositi a vista. Un aumento nei rendimenti dei titoli scelti a comporre tali riserve, riducendone il valore globale di mercato, le renderebbe inadeguate. E indurrebbe le banche commerciali a rafforzarle con l'aggiunta di altri titoli governativi. Di conseguenza le banche sarebbero meno portate ad acquisire ulteriori titoli di debito privato anche se un tale sviluppo fosse favorito da divari nei rendimenti (6).

Quanto alle *Compagnie di assicurazione*, la « nuova teoria » ritiene abbiano una speciale preferenza per i titoli governativi (7). Le Compagnie di assicurazione sono costrette dalla natura stessa della loro attività a preoccuparsi in modo particolare dei rischi di perdita insiti nelle loro alternative di impiego. Nello stesso tempo il fatto che i loro obblighi siano in larga misura contrattualmente determinati impone loro di assicurarsi un certo reddito medio minimo. Esse possono pertanto acquistare titoli governativi soltanto quando i rendimenti dei medesimi siano conformi allo standard minimo. Ma una volta assicurato un tale livello di rendimento, il carattere non-di-rischio dei titoli governativi li rende preferibili alle alternative di impiego privato.

(6) Per un'approfondita enunciazione di questa ipotesi si veda il primo volume del *Patman Report*, op. cit., pagg. 371-72 e 380.

(7) Nel citato volume del *Patman Report*, pagg. 387-89, questo assunto è esteso anche alle *Casse mutue di risparmio*.

La « nuova teoria » postula inoltre che aumenti nei rendimenti dei titoli governativi sufficienti a creare potenziali perdite in conto capitale ridurrebbero la propensione dei prestatori istituzionali (bancari e non) a spostare gli impieghi da titoli governativi a titoli di debito privato. L'assunto si basa su una supposta avversione dei prestatori istituzionali (8) ad accollarsi perdite in conto capitale. Posta questa avversione, piccoli aumenti nei rendimenti dei titoli governativi (lievi flessioni delle quotazioni) avrebbero per effetto di « bloccare » (*pin-in* o *block-in*) i titoli suddetti nei portafogli degli investitori istituzionali e di impedire a questi di espandere le consistenze dei prestiti privati a spese dei portafogli di debito pubblico (9). Un tale comportamento è esattamente l'opposto di quello implicito nell'assunto che un aumento nei rendimenti provocherebbe vendite speculative di titoli governativi.

Alle reazioni sopra richiamate si aggiungerebbe l'influenza delle aspettative che si formano come conseguenza dell'aumento dei rendimenti indotto dagli interventi della Riserva Federale. Secondo la « nuova teoria », un tale aumento provocherebbe nei prestatori un senso di incertezza circa il futuro andamento dei tassi di interesse e dell'attività economica generale. Le valutazioni soggettive del rischio di specifici prestiti diverrebbero quindi più rigorose. E si diffonderebbe la tendenza — specialmente fra istituzioni come le Compagnie di assicurazioni molto interessate ad impieghi a lungo termine — a procedere con cautela e a « stare a vedere », in quanto gli aumenti dei rendimenti sarebbero interpretati come un preannuncio di tassi ancora più elevati per i prestiti privati. Un simile contesto di aspettative renderebbe i prestatori meno inclini a rifornire di fondi il mercato privato e più portati a tenere titoli governativi o addirittura attività liquide fino a quando le cose non si siano di nuovo normalizzate.

c) *Concorrenza imperfetta e « razionamento del credito ».* -

Il terzo tema della « nuova teoria » riposa sull'assunto che taluni settori del mercato dei fondi prestabili — in particolare il settore dei prestiti bancari — sarebbero imperfettamente competitivi. I tassi ivi in vigore non sarebbero cioè determinati concorrenzialmente, nel senso stretto della parola; si tratterebbe piuttosto di « prezzi

(8) Avversione irrazionale, in quanto non basata su considerazioni di prezzi relativi. *Contra*, però, W. L. SMITH, citato più oltre nella nota (15).

(9) Cfr. ROOSA, op. cit., pag. 290; *Patman Report*, vol. cit., pagg. 371-72 e 380.

amministrati». Inoltre, come in altri mercati oligopolistici o a concorrenza monopolistica, sarebbero ivi operanti forze che darebbero luogo a rendimenti o prezzi non flessibili. Di conseguenza quei settori presenterebbero diffusi fenomeni di distribuzione di fondi con procedimenti indipendenti dal meccanismo dei prezzi, fenomeni cioè di «razionamento del credito». In situazioni del genere l'esistenza di una «fascia insoddisfatta» di mutuatari — ossia di un eccesso di domanda ai tassi in vigore — quale sarebbe tipica di una congiuntura inflazionistica, non comporta un aumento nei tassi d'interesse sufficiente ad eliminare dal mercato la domanda eccedente (10). Per questo motivo variazioni nei rendimenti (tassi) sul mercato privato non sono una caratterizzazione adeguata dell'effettiva disponibilità di credito.

Le suesposte argomentazioni, formulate sulla base della mutata struttura del mercato dei fondi prestabili, delle specifiche preferenze dei vari prestatori per i diversi tipi di impieghi, e del carattere imperfettamente concorrenziale di taluni settori del mercato globale (monetario e finanziario), costituiscono il nocciolo sostanziale della «nuova teoria» del controllo del credito. *Ciascuna delle argomentazioni suddette sottolinea — come tesi centrale — il ruolo dei prestatori anzichè quello dei mutuatari (11), e ciascuna è pro-*

(10) Una parziale enunciazione di questa tesi si può trovare in H. S. ELLIS, *loc. cit.*, pp. 253-269.

(11) Il particolare peso attribuito al comportamento dei prestatori riduce a poco ma non annulla completamente l'importanza del comportamento dei mutuatari. Certo, per la maggior parte dei sostenitori della «nuova teoria» la domanda di crediti privati può essere del tutto inelastica a variazioni dei saggi di interesse. Al riguardo però negli scritti di Roosa e di altri compaiono talune qualificazioni. Così si fa spesso presente che gli oneri d'interesse possono essere un significativo elemento di costo in settori in cui è possibile una programmazione a lunga scadenza valutabile con un elevato grado di certezza; si tratterebbe di settori che rappresentano parti importanti del mercato. Si accenna anche all'influenza che variazioni nei tassi possono esercitare sui movimenti delle scorte. Anche qui però — così come avveniva per il lato dell'offerta — l'accento principale è posto sulle ripercussioni di variazioni nei valori capitali e nelle aspettative.

Il declino del valore di mercato di poste attive in conseguenza di variazioni nei rendimenti indotte dalla Riserva Federale spingerebbe le aziende ad abbandonare programmi di investimento in considerazione delle peggiorate condizioni di liquidità. Piuttosto che investire in beni reali, le imprese cercherebbero di conservare o incrementare la loro ridotta liquidità. La propensione ad investire si ridurrebbe; e si ridurrebbe corrispondentemente la domanda di credito privato (Roosa, *op. cit.*, p. 283; *Paiman Report*, vol. cit., pagg. 367-373).

Per quanto riguarda le aspettative dei mutuatari, la «nuova teoria» postula che un aumento nei rendimenti dei titoli governativi sia interpretato come un preannuncio di restri-

*posta a sostegno dell'assunto che piccoli aumenti nei rendimenti dei titoli governativi, influenzando il comportamento dei prestatori istituzionali, possono efficacemente ridurre l'espansione del credito: talchè la Riserva Federale potrebbe, con l'impiego di tecniche di tipo classico, assolvere con successo il suo compito tradizionale senza provocare instabilità sul mercato dei titoli governativi.*

## II. L'esperienza successiva all'«accordo» fra il Tesoro e la Riserva Federale.

È impossibile nel breve spazio consentitoci delineare passo a passo la politica della Riserva Federale durante il periodo successivo all'«accordo». Ai fini del presente articolo è però necessaria e sufficiente solo una sintesi intesa a sceverare in forma generale gli intervalli di moneta «facile» da quelli di moneta «tesa». I diversi periodi saranno discriminati secondo la stessa definizione data dalla Riserva Federale degli indirizzi adottati. Ovviamente, per ragioni di spazio e per insufficienza di dati, non è possibile ricalcare rigorosamente la catena delle specifiche argomentazioni della «nuova teoria», nè esaminare l'attività di tutti i tipi di prestatori. La nostra attenzione dovrà limitarsi al comportamento generale delle più importanti categorie di prestatori. Peraltro, come già si accennò, la tesi centrale della «nuova teoria» è, sotto il profilo della politica economica, più importante dei singoli specifici assunti. E il problema di come i prestatori effettivamente gestirono i loro portafogli di titoli governativi può essere soddisfacentemente esaminato anche se mancano sufficienti informazioni per valutare questo o quell'assunto particolare (come, per esempio, il così detto effetto di «blocco» - «pinned-in» effect).

Al fine di stabilire periodi omogenei è forse bene ignorare i quattro mesi immediatamente successivi all'accordo; questo periodo, dominato da circostanze del tutto speciali, va considerato di tipo eccezionale.

zioni creditizie e un probabile sintomo di un mutamento congiunturale. Ne risulterebbero previsioni pessimistiche e più basse valutazioni del reddito ricavabile da nuovi investimenti; la propensione a prendere a prestito si attenuerebbe. In pari tempo il rialzo dei rendimenti creerebbe molte incertezze fra le case di emissione; le quali, temendo ulteriori rialzi nel prossimo futuro e difficoltà per il collocamento senza perdita dei titoli assunti, preferirebbero «stare a vedere» e consiglierebbero a potenziali mutuatari di posporre le loro iniziative.

Anche l'anno dal luglio 1951 al luglio 1952 può essere tralasciato (12). Fu questo un periodo di crescente facilità creditizia durante il quale la Riserva seguì una politica di « neutralità » piuttosto che di « contenimento ». Per l'anno nel suo insieme la modesta riduzione nei portafogli di titoli del Tesoro detenuti dalla Riserva Federale non fu sufficiente per neutralizzare l'aumento delle riserve bancarie derivanti da variazioni negli altri fattori influenti sulle riserve stesse (vedi Tab. I). I dati disponibili suggeriscono che le pressioni inflazionistiche sviluppatasi allo scoppio della guerra di Corea si erano notevolmente attenuate a metà

TABELLA I

VARIAZIONI DI TALUNI FATTORI INFLUENTI SULLE RISERVE BANCARIE  
PER INTERVALLI SEMESTRALI: GIUGNO 1951-DICEMBRE 1956  
(in miliardi di dollari) (a)

	Titoli governativi tenuti dalla Riserva Federale	Riserve auree monetarie	Circolazione fiduciaria
Luglio-Dicembre 1951 . . . . .	0,82	0,94	1,40
Gennaio-Giugno 1952 . . . . .	— 0,90	0,65	— 0,18
Luglio-Dicembre 1952 . . . . .	1,79	— 0,16	1,41
Gennaio-Giugno 1953 . . . . .	0,05	— 0,72	— 0,31
Luglio-Dicembre 1953 . . . . .	1,17	— 0,43	0,66
Gennaio-Giugno 1954 . . . . .	— 0,88	— 0,10	— 0,86
Luglio-Dicembre 1954 . . . . .	— 0,11	— 0,21	0,59
Gennaio-Giugno 1955 . . . . .	— 1,33	— 0,04	— 0,28
Luglio-Dicembre 1955 . . . . .	1,18	0,01	0,93
Gennaio-Giugno 1956 . . . . .	— 1,03	0,11	— 0,44
Luglio-Dicembre 1956 . . . . .	1,16	0,15	1,08

(a) FONTE: *Federal Reserve Bulletin*. I segni indicano movimenti effettivi, non l'influenza sulle riserve bancarie.

(12) A causa della limitata disponibilità di dati, si è fatto uso soltanto delle date « metà anno » e « fine anno » per delimitare i vari periodi. Questo criterio, anche se non rigorosamente accurato, non comporta sostanziali distorsioni. Per particolari integrativi sul periodo successivo all'« accordo », si consultino gli articoli sulla situazione creditizia pubblicati periodicamente nel *Federal Reserve Bulletin* e, per i singoli anni, l'*Economic Report of the President*.

1951 (13). E, col ridursi della domanda privata di credito, l'adeguamento al rialzo dei tassi di interesse fu meno pronunciato che nell'anno precedente.

Dopo « metà 1952 » le condizioni sui mercati del credito si fecero progressivamente più tese. Sistemato lo sciopero dell'acciaio nella prima metà del 1952, l'attività industriale riprese vivacemente; il processo di espansione continuò fino alla metà del 1953, stimolato dall'aumento delle spese dei consumatori (particolarmente in beni durevoli), da un boom dell'edilizia industriale e residenziale, e da una ricostituzione di scorte di ampie proporzioni. In questa situazione le autorità monetarie vennero sempre più orientandosi verso una politica moderatrice, come indica l'andamento dei tassi di interesse. Il rendimento dei titoli governativi aumentò più nella seconda metà del 1952 che non nell'analogo periodo dell'anno innanzi; per contro i rendimenti dei titoli privati crebbero meno. Durante il semestre successivo, peraltro, l'intera struttura dei tassi di interesse subì un rialzo molto più netto che negli analoghi periodi degli anni precedenti (vedi Tab. II). Le operazioni di mercato aperto della Riserva Federale furono più restrittive nei mesi successivi al luglio 1952 che non nell'anno precedente, giacchè (con il più alto livello di domanda di credito) gli acquisti totali non furono tali da neutralizzare in pieno nemmeno l'influenza dei movimenti nelle riserve auree e nella circolazione fiduciaria.

Altre misure furono inoltre prese per premere sui tassi di interesse. Nell'ottobre 1952 la Riserva Federale cessò di offrire diretto, continuo sostegno alle operazioni di rifinanziamento del Tesoro. In seguito, nel gennaio 1953, il tasso ufficiale di sconto fu rialzato da 1,75% a 2%; in concomitanza, gli esponenti della Riserva Federale cominciarono a rendere di pubblica ragione la loro insoddisfazione per l'alto livello del ricorso delle banche commerciali alle Banche centrali. Da ultimo, nel marzo del 1953, sopravvennero i tanto discussi mutamenti nelle modalità delle operazioni di mercato aperto. Fu allora per la prima volta affermato pubblicamente l'indirizzo delle « cambiali soltanto » (« *bills only* ») — indirizzo che restringeva le operazioni di mercato aperto della Riserva Federale al settore a brevissimo termine (cambiali del Tesoro). L'altra

(13) Si veda per es. H. G. HICKMAN, *The Korean War and the United States Economic Activity*, in Occasional Paper, 49, National Bureau of Economic Research.

modificazione delle regole operative, annunciata quasi nello stesso tempo, fu una riformulazione delle direttive impartite dal Consiglio dei Governatori all'*Open Market Committee*. Prima di allora l'indirizzo prescritto era che le operazioni di mercato aperto fossero condotte con lo scopo di « mantenere ordinati mercati per i titoli governativi USA »; dopo di allora tali operazioni dovevano essere usate soltanto « per correggere situazioni di disordine nel mercato dei titoli governativi ». Tutti questi sviluppi furono, a dir poco, perturbatori.

TABELLA II

VARIAZIONI PERCENTUALI DEI SAGGI D'INTERESSE PER TALUNI VALORI MOBILIARI PER INTERVALLI SEMESTRALI: GIUGNO 1951-DICEMBRE 1956 (a)

	Titoli del Governo USA				Obbligazioni municipali (d)	Obbligazioni di società	Carta commerciale (4-6 mesi)	Tasso medio sui prestiti bancari alle aziende economiche (e)
	Cambiali (nuove emiss.)	Certificati a 9-12 mesi (b)	Note e Buoni (3-5 anni)	Obbligazioni oltre i 12 anni (c)				
Luglio-Dicembre 1951	15,3	1,1	4,5	1,9	5,4	3,4	4,3	6,5
Gennaio-Giugno 1952	1,7	1,7	2,4	3,3	—	3,0	—	7,5
Luglio-Dicembre 1952	24,7	16,7	12,7	5,4	14,3	0,3	—	—
Gennaio-Giugno 1953	5,2	21,2	27,0	12,4	24,6	4,9	19,0	6,3
Luglio-Dicembre 1953	26,9	34,6	20,5	9,7	13,4	1,6	18,2	0,8
Gennaio-Giugno 1954	60,1	52,8	19,4	9,0	4,2	6,7	30,7	4,3
Luglio-Dicembre 1954	80,0	44,7	8,4	1,2	3,2	1,1	16,0	1,4
Gennaio-Giugno 1955	22,2	55,5	24,7	7,4	3,8	1,7	52,7	—
Luglio-Dicembre 1955	79,0	49,7	16,9	4,3	8,4	3,1	49,5	10,4
Gennaio-Giugno 1956	1,6	5,1	1,4	—	—	3,6	13,5	5,3
Luglio-Dicembre 1956	27,6	23,8	27,1	27,1	31,8	16,5	7,4	5,8

(a) FONTE: *Federal Reserve Bulletin*.

(b) Compresi i Buoni scadenti entro 9-12 mesi.

(c) Prima del dicembre 1951, il dato riguarda Buoni del Tesoro a scadenza superiore a 15 anni.

(d) Comprende i titoli di rango Aa e A, nonché Aaa e Baa.

(e) Media per 19 città, secondo le rilevazioni della Riserva Federale.

Nel maggio-giugno 1953 le autorità monetarie fecero un improvviso voltafaccia, in gran parte a causa della critica situazione creatasi sul mercato finanziario. Buona parte della responsabilità per lo sfavorevole sviluppo del mercato finanziario dall'aprile in poi spetta al Tesoro piuttosto che alla Riserva Federale, giacché

una delle principali cause dell'estrema instabilità di quei mesi fu l'emissione a lungo termine dell'aprile, le cui condizioni furono fissate dal Tesoro non dalla Riserva. Ad ogni modo il rovesciamento della politica monetaria fu benefico, dati i sintomi di recessione che erano cominciati ad apparire. I fattori che avevano portato ad alti livelli l'attività economica nell'anno precedente (spese in consumi durevoli, scorte industriali, ecc.) segnarono un notevole declino nel terzo trimestre del 1953, e in effetti non manifestarono segni di ripresa se non dodici mesi dopo; soltanto l'edilizia residenziale e commerciale continuò a ritmo sostenuto dopo la « metà 1953 ». È vero che le operazioni di mercato aperto della Riserva Federale durante l'anno e mezzo successivo al giugno 1953 mirarono di nuovo soltanto a neutralizzare l'azione degli altri fattori influenti sui movimenti delle riserve bancarie; ma, ovviamente, fino all'ottobre 1954 esse furono condotte e orientate con riguardo ad una domanda di credito notevolmente ridotta. Inoltre le percentuali di riserva obbligatoria furono abbassate nel luglio 1953, e ulteriormente nel luglio 1954, mentre il tasso ufficiale di sconto fu ridotto di  $\frac{1}{4}\%$  nel febbraio 1954 e di un altro  $\frac{1}{4}\%$  due mesi dopo (così da scendere ad un livello di  $1\frac{1}{2}\%$ ).

Per effetto di simili mutamenti, la struttura dei tassi di interesse venne progressivamente scostandosi dal più alto livello del luglio 1953. Fu soltanto a metà 1954 che i tassi a breve termine cominciarono a rialzare di nuovo, seguiti nel quarto trimestre 1954 dall'intera struttura dei tassi d'interesse.

Allorchè nel quarto trimestre del 1954 apparvero segni di ripresa, le autorità monetarie si orientarono dapprima verso una politica di « neutralità ». Questa, però, col secondo trimestre del 1955 si era mutata in una politica di decisa restrizione; e tale rimase fino all'estate 1957, anche se con taluni brevi allentamenti per neutralizzare temporanee fiacchezze del movimento economico. Lungo il periodo dal gennaio 1955 al dicembre 1956 le operazioni di mercato aperto furono tali da più che compensare l'influenza esercitata da altri fattori sulle riserve bancarie e da realizzare pertanto, come risultante, un modesto effetto restrittivo. Durante lo stesso periodo il tasso ufficiale di sconto fu rialzato sei volte, da un livello di  $1\frac{1}{2}\%$  nel marzo 1955 al  $3\%$  nell'agosto 1956. Premendo contro questa azione restrittiva, una domanda privata di credito di proporzioni eccezionalmente elevate forzò i tassi di interesse, in gene-

rale, a nuovi massimi per questo dopoguerra; i rendimenti aumentarono molto rapidamente lungo tutto il 1955, e ulteriormente crebbero negli ultimi sei mesi del 1956.

In sintesi, abbiamo dunque due distinti esempi di restrizione monetaria che possono servire come periodi di prova per la « nuova teoria »: l'anno successivo al giugno 1952 (ma specialmente i primi sei mesi del 1953) e l'intervallo di due anni dal gennaio 1955 al dicembre 1956. In ambedue i periodi la Riserva Federale fu libera di influenzare i tassi di interesse nel modo da essa ritenuto opportuno, come emerge dagli aumenti nei rendimenti che in un modo o nell'altro essa impose al mercato. Sembrerebbe pertanto che i presupposti per il tipo di comportamento che i sostenitori della « nuova teoria » prospettavano per i prestatori istituzionali si siano realizzati durante i due suddetti periodi. *Senonchè, come subito dimostreremo, i prestatori istituzionali non si comportarono conformemente al modello delineato dalla « nuova teoria ».*

a) In primo luogo, una considerazione sommaria rileva ben poco nell'attività delle *Compagnie di assicurazione vita* e delle *Casse mutue di risparmio* che suffraghi la tesi centrale della nuova teoria. Per esempio nella seconda metà del 1952 e nella prima metà del 1953 le Compagnie di assicurazione ridussero i loro portafogli (complessivi) di titoli del Tesoro di 0,28 miliardi di \$ (2,7%); e nei due anni successivi al dicembre 1954 operarono un'altra riduzione, di circa 1,5 miliardi (16,5%) (v. Tab. III). Soltanto una volta, nei primi sei mesi 1955, in presenza di tassi d'interesse in rialzo, esse aumentarono i portafogli di titoli governativi, ma di un importo molto esiguo, \$ 0,03 miliardi, pari allo 0,3%. D'altra parte come risulta dalla Tab. III, il portafoglio complessivo delle società di assicurazione in titoli del Tesoro si ridusse per importanza relativa durante ciascuno dei periodi di restrizione creditizia.

Lo stesso vale sostanzialmente per le Casse mutue di risparmio. Queste accrebbero, è vero, i loro portafogli globali di titoli governativi per un importo modestissimo nei primi sei mesi del 1953 (in una fase di netto rialzo dei tassi d'interesse); ma ridussero i portafogli stessi in ogni altro periodo di restrizione creditizia. E pure per esse si ridusse di continuo l'importanza relativa dei portafogli suddetti lungo le fasi di denaro scarso (vedi Tab. IV).

Un'occhiata ai dati dell'intero periodo post-accordo mostra peraltro che le società di assicurazione e le Casse di risparmio non limitarono i loro sforzi a ridurre i portafogli di titoli del Tesoro in tempo di restrizione creditizia, ma che, tutto sommato, realizzarono liquidazioni nette anche nei periodi di moneta facile. Ciò fa pensare che, per quanto riguarda la tesi centrale della nuova teoria, sia forse più opportuno considerare il ritmo a cui le vendite di titoli ebbero luogo che non semplicemente le variazioni nei valori assoluti; che cioè sia lecito assumere che non vi sia differenza fra 1) una situazione in cui portafogli di titoli governativi aumentano in periodi di restrizione creditizia e recedono in periodi di denaro facile, e 2) una situazione in cui il tasso di riduzione dei portafogli declina in periodi di restrizione. Di fatto la riduzione dei portafogli di

TABELLA III

ATTIVITA' TOTALI (miliardi di dollari) DELLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE VITA - TIPI DI ATTIVITA' IN PERCENTUALE DELLE ATTIVITA' TOTALI PER INTERVALLI SEMESTRALI: DICEMBRE 1949-DICEMBRE 1956 (a)

	Totale attività	Titoli del Governo USA	Altri titoli pubblici (b)	Totale titoli di aziende economiche (c)	Mutui ipotecari	Prestiti e investimenti vari
Dicembre 1949 . . .	\$ 59,56	25,6 %	4,2 %	38,9 %	21,6 %	9,6 %
Giugno 1950 . . .	61,68	24,0	4,1	39,1	23,9	9,8
Dicembre 1950 . . .	63,89	20,9	4,0	39,5	25,2	10,1
Giugno 1951 . . .	66,05	18,0	4,1	40,5	27,3	10,1
Dicembre 1951 . . .	67,98	16,1	3,9	41,2	28,4	10,4
Giugno 1952 . . .	70,33	14,7	3,6	42,5	28,9	10,3
Dicembre 1952 . . .	73,05	14,0	3,4	43,0	29,1	10,5
Giugno 1953 . . .	75,40	13,3	3,2	43,8	29,5	10,2
Dicembre 1953 . . .	78,20	12,5	3,3	44,0	29,8	10,5
Giugno 1954 . . .	80,98	11,5	3,6	44,1	30,1	10,6
Dicembre 1954 . . .	84,07	10,7	3,6	43,8	30,8	11,0
Giugno 1955 . . .	86,97	10,4	3,5	43,5	31,6	11,0
Dicembre 1955 . . .	90,22	9,5	3,4	43,2	32,6	11,3
Giugno 1956 . . .	92,88	8,6	3,7	40,0	33,7	11,1
Dicembre 1956 . . .	95,82	7,9	3,6	41,0	36,4	11,3

(a) Fonte: *Federal Reserve Bulletin*.

(b) Emissioni di Stati USA, di enti locali e esteri.

(c) Obbligazioni e azioni.

titoli governativi delle Compagnie di assicurazione e delle Casse di risparmio nell'anno successivo al giugno 1952 fu inferiore (in termini assoluti e percentuali) alla riduzione avutasi nei precedenti consimili periodi o nella successiva fase di facilità creditizia. Per contro le operazioni di vendita durante il periodo finale di restrizione (gennaio 1955-dicembre 1956) furono in generale più ampie che in ogni altro momento successivo a « metà 1952 » — ciò che indica come, almeno in questo intervallo, più alti rendimenti dei titoli del Tesoro non distogliessero gli Istituti in esame dall'approfittare delle accresciute opportunità di procedere ad ulteriori operazioni di credito privato. Anche qui, dunque, i fatti non sembrano offrire inequivoche conferme della « nuova teoria ».

b) Le banche commerciali, nel loro insieme, si comportarono un po' diversamente dalle Compagnie di assicurazione vita e dalle

TABELLA IV

DATI GLOBALI SU TALUNE SPECIFICHE ATTIVITA' DELLE CASSE MUTUE DI RISPARMIO (miliardi di dollari) - DISTRIBUZIONE PERCENTUALE PER TIPI DI ATTIVITA' PER INTERVALLI SEMESTRALI: DICEMBRE 1949-DICEMBRE 1956 (a)

Fine mese	Totale delle specifiche attività prescelte	Totale prestiti	Totale titoli governativi USA	Totale altri titoli	Totale attività liquide
Dicembre 1949 . . . . .	21,27	30,9 %	53,7 %	11,2 %	4,1 %
Giugno 1950 . . . . .	22,02	32,7	52,5	11,0	3,8
Dicembre 1950 . . . . .	22,15	36,7	49,1	10,6	3,6
Giugno 1951 . . . . .	22,55	40,0	45,3	11,0	3,8
Dicembre 1951 . . . . .	23,15	42,6	42,4	11,1	3,8
Giugno 1952 . . . . .	24,07	43,7	39,9	12,4	4,0
Dicembre 1952 . . . . .	24,92	45,5	37,8	13,0	3,7
Giugno 1953 . . . . .	25,99	46,5	36,4	13,7	3,3
Dicembre 1953 . . . . .	26,79	48,3	34,3	13,8	3,7
Giugno 1954 . . . . .	27,95	49,7	32,3	14,5	3,5
Dicembre 1954 . . . . .	28,90	51,9	30,3	14,3	3,6
Giugno 1955 . . . . .	29,98	53,9	29,0	13,8	3,3
Dicembre 1955 . . . . .	30,87	55,6	27,4	12,9	3,2
Giugno 1956 . . . . .	31,98	58,3	26,0	12,9	2,9
Dicembre 1956 . . . . .	32,86	60,2	24,2	12,6	2,8

(a) FONTI: Federal Reserve Bulletin

Casse di risparmio durante il periodo successivo all'« accordo »; ma in questa diversità la tesi centrale della « nuova teoria » trova ancora minori punti d'appoggio. Le banche, è vero, mostrarono la stessa marcata preferenza per i prestiti privati lungo l'intero periodo successivo all'« accordo »; i prestiti, in percentuale del totale « crediti e titoli », crebbero da circa il 44% a metà 1951 a quasi il 55% alla fine del 1956; per contro i portafogli di titoli governativi che costituivano all'incirca il 46% del totale « crediti e titoli » a metà 1951, si ridussero al 35% alla fine del 1956 (14). (Vedi Tab. V).

TABELLA V

PRESTITI E INVESTIMENTI IN TITOLI DI TUTTE LE BANCHE COMMERCIALI PER INTERVALLI SEMESTRALI: DICEMBRE 1949-DICEMBRE 1956

(in miliardi di dollari) (a)

Fine mese	Totale prestiti e titoli	Totale prestiti	Titoli governativi				Altri titoli
			Totale	Cambiali	Certificati	Note e Buoni	
Dicembre 1949 * . . . . .	120,20	67,01	42,81	3,86	12,69	50,35	10,23
Giugno 1950 * . . . . .	121,39	44,63	65,56	4,03	6,20	55,37	11,20
Dicembre 1950 . . . . .	126,68	52,25	62,03	4,24	1,97	55,81	12,40
Giugno 1951 * . . . . .	125,72	54,71	58,33	4,00	3,16	51,20	12,68
Dicembre 1951 . . . . .	132,61	57,75	61,52	7,34	7,66	46,51	13,34
Giugno 1952 . . . . .	134,44	59,23	61,18	6,24	7,80	47,11	14,03
Dicembre 1952 . . . . .	141,62	64,16	63,32	7,76	5,58	49,96	14,14
Giugno 1953 . . . . .	137,96	65,03	58,64	5,05	5,09	48,38	14,28
Dicembre 1953 . . . . .	145,69	67,59	63,43	5,00	10,24	48,15	14,67
Giugno 1954 . . . . .	146,83	67,34	63,51	4,70	5,57	53,20	15,54
Dicembre 1954 . . . . .	155,92	70,62	68,98	5,07	5,36	58,53	16,32
Giugno 1955 . . . . .	155,26	75,18	63,27	3,22	1,71	58,33	16,81
Dicembre 1955 . . . . .	160,88	82,60	61,59	4,22	2,32	55,04	16,69
Giugno 1956 . . . . .	160,01	86,89	56,62	2,82	1,25	52,54	16,50
Dicembre 1956 . . . . .	165,69	91,24	58,55	5,92	2,00	50,62	16,15

(a) FONTI: Federal Reserve Bulletin.

\* Per queste date si dispone solo di stime.

(14) Alla fine del 1945 i prestiti erano pari a circa il 21% del totale « crediti e titoli » per tutte le banche commerciali; i titoli governativi, per contro, costituivano allora all'incirca il 73%.

Ma, cosa abbastanza interessante, le uniche interruzioni di questa tendenza si ebbero durante periodi in cui la domanda privata di credito era fiacca. Ossia le banche commerciali nel loro insieme furono venditrici nette di titoli governativi soltanto allorchè la domanda di prestiti privati era elevata.

Nella prima metà del 1953, proprio mentre i tassi d'interesse salivano a nuovi massimi, le banche commerciali ridussero i loro portafogli di titoli governativi di circa 4,7 miliardi di \$ (7,7%). Tra la fine del dicembre 1954 e la fine del dicembre 1956 i portafogli si contrassero di nuovo di circa 10,7 miliardi di \$ (15,3%). Soltanto in due casi movimenti di restrizione creditizia della Riserva Federale si accompagnarono con aumenti nelle consistenze globali di titoli del Tesoro delle banche commerciali: precisamente, negli ultimi sei mesi del 1952, allorchè le autorità monetarie erano in realtà soltanto nella fase di transizione ad una politica di tensione monetaria, le consistenze totali crebbero di 2,1 miliardi di \$ (3,5%); e di nuovo crebbero negli ultimi sei mesi del 1956, questa volta di 1,7 miliardi di \$ (3%). Peraltro nè l'uno nè l'altro di questi aumenti fu sufficiente a impedire una contrazione complessiva in ciascuno dei due rispettivi periodi di restrizione creditizia. Per contro le banche commerciali furono nette compratrici di titoli governativi nell'ultima metà del 1951: i loro portafogli totali crebbero di 3,2 miliardi di \$ (circa 5,8%). In seguito, fra metà 1953 e fine 1954, allorchè la domanda di credito si fece di nuovo fiacca, le loro consistenze complessive di titoli governativi crebbero di più di 10 miliardi di \$, sicchè alla fine del 1954 erano ai livelli massimi raggiunti dal giugno 1947.

Va anche notato che le banche commerciali nel loro insieme non tentarono nel periodo in esame di rafforzare la loro situazione di liquidità in altre forme per compensare il generale spostamento da titoli governativi verso prestiti ai privati. In realtà, mentre ridussero le « riserve eccedenti » e aumentarono il loro indebitamento medio verso la Riserva Federale nei periodi di restrizione creditizia, non variarono le loro consistenze di titoli a breve termine (cambiali e certificati del Tesoro) così da compensare le riduzioni nelle consistenze totali di titoli governativi (vedi Tab. V). Nè tentarono, in ciascuna delle fasi in cui la domanda privata di credito era elevata, di aumentare le loro consistenze di titoli governativi con scadenza inferiore ad un anno (vedi Tab. VI).

In definitiva nel complessivo comportamento delle banche commerciali non si trova alcuna consistente base di sostegno della « nuova teoria » (15).

TABELLA VI

INDICI DI LIQUIDITA' DELLE BANCHE COMMERCIALI (TUTTE LE BANCHE)  
PER INTERVALLI SEMESTRALI: DICEMBRE 1949-DICEMBRE 1956 (a)

Fine mese	Totale consistenze titoli governativi scadenti entro un anno in percentuale del totale prestiti e titoli	Totale consistenze titoli governativi scadenti entro un anno in percentuale del totale depositi a vista e interbancari
Dicembre 1949 . . . . .	20,0 %	22,1 %
Giugno 1950 . . . . .	13,2	15,0
Dicembre 1950 . . . . .	16,4	17,5
Giugno 1951 . . . . .	8,1	8,9
Dicembre 1951 . . . . .	10,7	11,1
Giugno 1952 . . . . .	9,5	10,4
Dicembre 1952 . . . . .	12,0	12,9
Giugno 1953 . . . . .	14,2	15,9
Dicembre 1953 . . . . .	17,2	18,9
Giugno 1954 . . . . .	12,1	13,8
Dicembre 1954 . . . . .	10,1	11,4
Giugno 1955 . . . . .	5,1	5,3
Dicembre 1955 . . . . .	4,8	5,4
Giugno 1956 . . . . .	4,6	5,4
Dicembre 1956 . . . . .	7,0	8,2

(a) FONTE: *Federal Reserve Bulletin*.

Si possono naturalmente individuare casi isolati in cui variazioni di portafogli di banche commerciali furono conformi ai suoi assunti. Nell'insieme però non sembra che aumenti nei tassi d'interesse abbiano distolto le banche dall'espandere le loro consistenze di prestiti privati a spese delle consistenze di titoli del

(15) I motivi di debolezza della « nuova teoria » per questo specifico aspetto sono oggetto di interessanti considerazioni nello studio di W. L. SMITH, *On the Effectiveness of Monetary Policy*, in « The American Economic Review », settembre 1956, pp. 589-593: « in periodi di forti pressioni inflazionistiche — conclude Smith — è evidente che non si deve riporre molta fiducia nel cosiddetto "freezing-in effect" come mezzo per distogliere importanti investitori istituzionali dallo spostare fondi da titoli governativi a prestiti e titoli privati ».

Tesoro. Di fatto, come accennammo, esse mostrarono interesse per queste ultime soltanto in periodi di facilità creditizia, vale a dire quando i rendimenti dei titoli governativi declinavano (16). Ovviamente si potrebbe osservare che aumenti nei tassi d'interesse avrebbero in realtà distolto le banche commerciali — e lo stesso vale per le Compagnie di assicurazione e per le Casse di risparmio — dal ridurre i loro portafogli di titoli governativi, se altri fattori non fossero intervenuti sufficientemente forti da prevalere sull'influenza delle variazioni nei rendimenti. È un'ipotesi che non si può escludere a priori, ma che non può essere provata. È comunque dubbio che un'obiezione del genere possa essere di qualche giovamento per la « nuova teoria » — almeno per quanto riguarda le sue implicazioni di politica economica.

L'opinione così diffusa nell'immediato dopoguerra che i prestatori istituzionali fossero restii a mantenere gli ampi volumi di titoli governativi assunti (data la struttura dei tassi allora in atto) si è rivelata quindi un'esatta previsione. Giacchè l'aumento dell'importanza relativa dei prestiti privati nei portafogli istituzionali è stato un fenomeno quasi continuo lungo l'intero periodo successivo alla fine della seconda guerra mondiale. Ed è stato portato a un tal punto che oggi il totale dei prestiti privati detenuti da banche commerciali, Compagnie di assicurazione vita e Casse di risparmio è in realtà leggermente più ampio in termini relativi di quanto non fosse prima della guerra. In parte questo mutamento di struttura fu realizzato con il semplice mezzo di usare i fondi di nuova raccolta esclusivamente per prestiti privati; ma, come è stato sopra rilevato, ci fu anche un considerevole complesso di vendite di titoli governativi nel tentativo di affrettare la conversione dei portafogli istituzionali a strutture simili a quelle prebelliche.

(16) L'attuale legislazione fiscale offre una parziale spiegazione di questo fatto. Le banche, a differenza delle aziende industriali, hanno facoltà di detrarre in toto dal reddito le perdite nette in conto capitale agli effetti della determinazione del reddito imponibile; inoltre possono pagare sui guadagni netti in conto capitale la comune aliquota ridotta per i guadagni di capitale. Un simile trattamento offre incentivi a spostarsi da una all'altra posta attiva di tipo simile durante periodi di alti tassi d'interesse. Cosa ancora più importante, riduce a poco l'influenza inibitoria che potrebbe esercitare la prospettiva di una perdita in conto capitale (quale « prezzo » di uno spostamento da titoli a prestiti). È anche possibile che generali spostamenti del genere a scopi fiscali, nella misura in cui accrescono le dimensioni del mercato, rendano più facile a banche desiderose di espandere i crediti la ricerca di compratori per i loro titoli.

Naturalmente nel periodo anteriore all'« accordo », allorchè le autorità monetarie sostenevano il mercato delle emissioni del Tesoro (particolarmente delle obbligazioni a lungo termine) entro margini molto limitati, non era da attendersi che vendite anche massicce potessero influenzare sensibilmente il livello dei rendimenti. Ma è molto interessante notare che anche dopo l'« accordo », allorchè non fu più possibile contare sull'automatico sostegno della Riserva Federale, la liquidazione da parte di prestatori istituzionali di titoli di Stato continuò ad essere notevolmente ordinata. Le fluttuazioni nei tassi d'interesse, è vero, furono piuttosto marcate, valutate secondo le misure pre-accordo; ma soltanto una volta (aprile-maggio 1953) vi fu una vera crisi di mercato, e per colpa non tanto della Riserva Federale quanto del Tesoro. È solo in questo limitatissimo senso che l'implicazione più generale della « nuova teoria » è stata suffragata dagli sviluppi successivi all'accordo.

È dubbio però che questo fatto significhi gran che (se pur significa qualcosa) per la validità della « nuova teoria », sebbene ovviamente l'andamento ordinato del mercato deponga favorevolmente per la Riserva Federale per quanto riguarda la sua azione di restrizione monetaria. Il punto è che l'assunto centrale su cui erano basate le previsioni della « nuova teoria » non ha avuto convalida altrettanto favorevole dagli sviluppi successivi all'« accordo ». *Qualsiasi spiegazione del fatto che la Riserva Federale potè ritirare il suo sostegno al mercato dei titoli governativi senza provocare gravi forme di instabilità deve essere ricercata più nel comportamento degli investitori non istituzionali — elemento quasi non considerato dai sostenitori della « nuova teoria » — che non nel comportamento degli investitori istituzionali.*

Come risulta dalla Tab. VII, i portafogli di titoli governativi negoziabili in possesso di prestatori non finanziari (17) crebbero all'incirca di 22 miliardi di \$ (quasi il 33%) fra « metà 1951 » e dicembre 1956. Inoltre gli aumenti più marcati (in termini assoluti

(17) Questo complesso di prestatori, equivalente alla voce « altri » delle statistiche della Riserva Federale, è dominato dal comportamento del settore non finanziario dell'economia, particolarmente da persone singole e da società non finanziarie. Nessun dato distinto è pubblicato per la categoria degli « agenti di borsa », che fa parte della voce in questione. Sono date separatamente solo le cifre per le *Savings and Loan Associations* i cui portafogli — pure inclusi nella voce « altri » — crebbero ad un ritmo piuttosto costante, da circa 1,5 miliardi di \$ nel dicembre 1949 a quasi 2,8 miliardi nel dicembre 1956.

e percentuali) furono registrati in periodi di restrizione creditizia. Soltanto una volta durante un periodo di saggi di interesse in rialzo (la prima metà del 1956) le consistenze totali si ridussero; ma vi fu un equivalente aumento nei successivi sei mesi. Un'altra interruzione di questo regolare aumento dei portafogli non finanziari di titoli del Tesoro negoziabili si ebbe nei primi sei mesi del 1954, in un periodo in cui i tassi di interesse erano volti al ribasso; ma anche qui seguì un aumento compensativo nella seconda metà dell'anno.

Può anche presentare un qualche interesse rilevare le variazioni per « tipo » di titoli intervenute nei portafogli di carta governativa di proprietà di prestatori privati, in quanto esse riflettono

TABELLA VII

DEBITO PUBBLICO NEGOZIABILE TENUTO DALLA CATEGORIA « ALTRI INVESTITORI » (a) PER INTERVALLI SEMESTRALI: DICEMBRE 1949-DICEMBRE 1956  
(in miliardi di dollari) (b)

Fine mese	Totale	Cambiali	Certificati	Note	Buoni
Dicembre 1949 . . . . .	41,8	3,9	11,0	1,8	25,0
Giugno 1950 . . . . .	43,7	5,8	7,3	5,1	25,3
Dicembre 1950 . . . . .	44,4	7,9	1,4	10,0	24,9
Giugno 1951 . . . . .	45,6	8,4	3,2	8,8	22,1
Dicembre 1951 . . . . .	46,7	10,1	8,8	2,5	22,1
Giugno 1952 . . . . .	47,4	10,3	9,1	2,6	21,6
Dicembre 1952 . . . . .	51,0	12,5	6,4	5,0	23,1
Giugno 1953 . . . . .	53,7	13,2	6,1	5,7	24,9
Dicembre 1953 . . . . .	55,2	11,4	10,5	5,8	23,7
Giugno 1954 . . . . .	52,1	12,2	6,5	6,5	23,0
Dicembre 1954 . . . . .	55,2	12,1	9,5	7,3	22,5
Giugno 1955 . . . . .	59,3	15,2	4,0	12,5	23,9
Dicembre 1955 . . . . .	67,7	16,0	7,6	14,7	25,7
Giugno 1956 . . . . .	64,9	17,1	3,9	13,4	26,9
Dicembre 1956 . . . . .	67,7	17,7	6,0	13,4	27,0

(a) Comprende: società non-finanziarie (diverse cioè da banche e compagnie di assicurazione), persone fisiche, fondi pensione societari, istituzioni senza fini di lucro, agenti di borsa e analoghi intermediari, « savings and loan associations » (simili alle Building Societies inglesi).

(b) FONTI: *Federal Reserve Bulletin*.

presumibilmente la crescente influenza di società non finanziarie sul mercato dei titoli in questione (18). Nel periodo successivo all'accordo i portafogli dei titoli a breve sono aumentati, in termini relativi, più dei portafogli dei titoli a media e lunga scadenza; in particolare i portafogli delle cambiali del Tesoro sembra siano stati più sensibili a variazioni nei tassi d'interesse che non i portafogli di altri tipi di titoli governativi. Ciò può riflettere la propensione delle società non finanziarie a spostarsi da cambiali ad attività totalmente liquide (cassa) e viceversa, a seconda del livello del tasso delle cambiali stesse.

### III. Il significato degli sviluppi successivi all'« accordo » 1951.

A giudicare dai dati suesposti, il fattore che più d'ogni altro contribuì ad evitare che i tassi salissero più di quanto in realtà salirono sarebbe dunque stata la disposizione dei prestatori non finanziari ad assorbire larghe quantità di titoli governativi a saggi d'interesse soltanto di poco più elevati.

Con ciò non si intende negare l'intervento di altre influenze. Così, il semplice passar del tempo attutì di molto la gravità del dilemma in cui s'erano trovate le autorità monetarie nell'immediato dopoguerra. Al momento dell'« accordo » i portafogli istituzionali erano molto più vicini a condizioni di equilibrio di quanto non fossero a metà 1945. L'« accordo » d'altra parte non rappresentò una rottura veramente brusca col passato, poichè i prestatori solo gradualmente furono riportati alla prassi di saggi d'interesse flessibili. Nè le autorità, dopo l'« accordo », abbandonarono il mercato completamente alle sue proprie forze. Senza dubbio operazioni del Tesoro e del Trust Account intervennero ad alleviare pressioni, anche se soltanto in forma stagionale. Giacchè, se il debito governativo crebbe da circa 267 miliardi di \$ nel dicembre 1950 a pressochè 277 miliardi sei anni più tardi, si ebbero riduzioni nette nel totale per il secondo trimestre del 1953, per la prima metà del

(18) Nessun distinto dato per « tipo » di titoli è pubblicato sui portafogli di valori governativi detenuti da società non finanziarie (diverse cioè da banche e compagnie di assicurazione). Prevale però l'opinione che società e imprese non finanziarie siano diventate da ultimo sempre più attive sul mercato dei titoli governativi a breve termine (specialmente per le cambiali del Tesoro). Per un esame di questa crescente influenza delle società non finanziarie si veda H. P. MINSKY, *Central Banking and Money Market Changes*, nel « Quarterly Journal of Economics », maggio 1957, pp. 171-188.

1955 e per il 1956 nel suo insieme. Inoltre, la Riserva Federale, oltre a neutralizzare regolarmente le pressioni stagionali, accrebbe le sue consistenze di titoli governativi sia pure in misura modesta nel periodo compreso tra l'« accordo » e la fine del 1956 (19).

Peraltro, senza il considerevole sostegno prestato dagli acquisti del settore non finanziario, la Riserva Federale probabilmente si sarebbe vista costretta o ad assumere importi molto più ampi di

TABELLA VIII

TITOLI GOVERNATIVI TENUTI DAL SISTEMA DELLA RISERVA FEDERALE  
PER INTERVALLI SEMESTRALI: DICEMBRE 1949-DICEMBRE 1956  
(in miliardi di dollari) (a)

Fine mese	Totale	Cambiali	Certi- ficati	Note	Buoni
Dicembre 1949 . . . . .	18,9	4,8	6,3	0,6	7,2
Giugno 1950 . . . . .	18,3	3,9	5,4	3,5	5,6
Dicembre 1950 . . . . .	20,8	1,3	2,3	12,5	4,6
Giugno 1951 . . . . .	22,9	0,5	3,2	12,4	6,8
Dicembre 1951 . . . . .	23,8	0,6	12,8	5,1	5,3
Giugno 1952 . . . . .	22,9	0,4	11,8	5,6	4,4
Dicembre 1952 . . . . .	24,7	1,3	5,1	13,8	4,5
Giugno 1953 . . . . .	24,7	1,5	5,0	13,8	4,5
Dicembre 1953 . . . . .	25,9	3,0	6,0	13,3	3,7
Giugno 1954 . . . . .	25,0	2,3	6,6	13,0	3,1
Dicembre 1954 . . . . .	24,9	2,2	13,9	6,0	2,8
Giugno 1955 . . . . .	23,6	0,9	8,3	11,6	2,8
Dicembre 1955 . . . . .	24,8	1,7	6,0	14,3	2,8
Giugno 1956 . . . . .	23,8	0,9	10,9	9,2	2,8
Dicembre 1956 . . . . .	24,9	1,9	11,0	9,2	2,8

(a) FONTE: *Federal Reserve Bulletin*.

(19) Le consistenze della Riserva Federale in titoli governativi aumentarono di 2 miliardi di \$ fra fine marzo 1951 e fine dicembre 1956. Questa cifra però sopravvaluta probabilmente di qualche po' l'effetto di operazioni di mercato aperto, in ragione della loro forte influenza stagionale. Usando date omogenee, come per esempio da luglio 1951 a fine giugno 1956, o da gennaio 1952 a dicembre 1956, l'aumento appare di circa 0,8-0,9 miliardi di \$ (vedi Tab. VIII). Naturalmente, le consistenze della Riserva Federale crebbero notevolmente nei primi tre mesi del 1951 (di 1,1 miliardi di \$) per fronteggiare l'inquietudine che allora caratterizzava il mercato.

emissioni del Tesoro — con la conseguenza di un'ulteriore espansione del volume dei mezzi monetari —, oppure a consentire che i tassi d'interesse aumentassero in più marcata misura, alternativa cui indubbiamente era riluttante (20).

Il fatto che il comportamento dei prestatori non finanziari fosse stato trascurato dalla « nuova teoria » come una possibile fonte di spiegazione non significa che le sue effettive manifestazioni siano state considerate sfavorevolmente dalle autorità monetarie. Tutt'altro. La Riserva Federale è stata lieta di rilevare come, grazie a questa disposizione dei prestatori non finanziari a tenere titoli del Tesoro a tassi d'interesse soltanto di poco più elevati di quelli in vigore negli anni pre-accordo, l'espansione dei prestiti delle banche commerciali durante periodi di restrizione creditizia (a spese dei portafogli di titoli governativi) abbia avuto luogo entro un costante volume « nominale » di mezzi monetari: di rilevare cioè come essa Riserva sia stata in grado, per una ragione o per l'altra, di reggere le posizioni contro l'inflazione senza dar corso ad ampie, demoralizzanti fluttuazioni nei tassi d'interesse.

È questa tuttavia una visione soltanto parziale, una visione estremamente semplificata degli sviluppi successivi all'« accordo »: da un lato non tiene conto degli aspetti sfavorevoli del contesto sopra descritto; dall'altro, basando implicitamente la politica monetaria su tale contesto, non avverte le sfavorevoli conseguenze che potrebbero derivare da future applicazioni di restrizioni creditizie attuate con metodi classici.

Se si guarda soltanto a variazioni nel tempo del volume « nominale » dei mezzi monetari (come di recente le Autorità di controllo hanno avuto tendenza a fare), sfugge il fatto che l'economia

(20) Una tale interpretazione presuppone una notevole inelasticità a variazioni di tassi della domanda privata di fondi prestabili, nonché una disposizione da parte dei prestatori istituzionali a continuare a scambiare obbligazioni pubbliche con debiti privati anche se i rendimenti delle prime crescono sensibilmente. Ma per l'appunto per tutto il periodo post-bellico forti pressioni — a prescindere da divari di tassi — pesarono sulle banche commerciali e sulle società di intermediazione finanziaria per spingerle ad espandere i portafogli dei prestiti privati. E, stando alle risultanze degli anni post-accordo, i mutuatari — forse con l'eccezione delle amministrazioni statali e locali — non sembrarono molto influenzati (se pure lo furono in qualche misura) da variazioni nei tassi di interesse prese per sé sole. Ciò concorderebbe con l'esperienza precedente, ed è forse una delle ragioni del particolare accento che la « nuova teoria » pone sull'importanza della struttura del mercato e sul comportamento dei prestatori piuttosto che dei mutuatari.

è venuta facendo un uso sempre più intenso di quel volume durante periodi di restrizioni monetarie (21). Un tale fenomeno, illustrato nel citato studio di W. L. Smith, è implicito nel trasferimento di titoli governativi da prestatori istituzionali (ma particolarmente da banche commerciali) al settore non finanziario nel corso delle recenti fasi di stretta creditizia. Si consideri ad esempio il procedimento più importante ed evidente, di banche commerciali che, assillate da richieste di prestiti, si inducono a vendere titoli governativi: « quando questi titoli sono acquistati da investitori non bancari, vengono liquidati depositi; ma se correlativamente le banche consentono prestiti a clienti [con accreditamenti in conto], altri depositi si ricostruiscono. I depositi distrutti per effetto delle vendite di titoli sono inattivi... Per contro i depositi creati con la concessione di prestiti sono, per definizione, attivi. Onde le suddette operazioni, sebbene lascino immutato il volume (nominale) dei mezzi monetari, accrescono la quota della massa monetaria in circolazione attiva, cioè dan luogo ad un aumento di velocità », e in definitiva ad un aumento della circolazione « effettiva ». *In tal modo un più ampio e articolato debito pubblico, agevolando — in un mercato caratterizzato da una rete sempre più efficiente di istituzioni finanziarie — i trasferimenti di fondi e titoli tra i vari tipi di operatori, finisce per facilitare la mobilitazione, cioè un più intenso uso delle esistenti risorse monetarie, e per indebolire quindi anzichè rafforzare l'efficacia di una politica monetaria tradizionale* (22).

Sotto lo stesso profilo un altro sviluppo interessante è il crescente uso che i « dealers » (operatori professionali in proprio) in titoli governativi sono venuti facendo di contratti di riporto (i cosiddetti *sale and repurchase agreements*) con società non finanziarie per mantenere i loro stocks di valori (23).

(21) Anche la lettura più benevola dei testi della Riserva Federale — per esempio, dei « Rapporti annuali » sia del Consiglio dei Governatori che della Banca di Riserva Federale di New York — rivela un'assenza di preoccupazione per questo aspetto del problema del controllo monetario. Su di esso, nonchè su altri problemi sollevati in questa parte del presente articolo, si veda W. L. SMITH, *op. cit.*, pagg. 588-606.

(22) Lo SMITH, *op. cit.*, analizza a pagg. 600-603 le principali vie per cui il mercato, grazie alle sue attuali più ricche articolazioni, attua la « mobilitazione » delle risorse monetarie.

(23) Si veda MINSKY, *op. cit.*, pagg. 176-181, per l'esame di questo sviluppo. Un contratto di riporto fra un operatore in titoli e una società non finanziaria è (per citare il Minsky) « ... una vendita di strumenti del debito pubblico con un impegno di riacquisto; (ma) in realtà l'operazione è un prestito garantito denunciabile da ambedue le parti ». La

Nella misura in cui i *dealers* possono fare affidamento su simili contratti, le riserve di liquidità delle banche commerciali possono essere « spostate » dal sostegno di prestiti ai *dealers* stessi al sostegno di prestiti commerciali; e quando le banche prestano ad aziende industriali in quanto i *dealers* han potuto finanziarsi con riporti extra bancari (l'assunto che sta alla base di una simile ipotesi — assunto che pare abbia un certo fondamento nella realtà — è che i *dealers* siano per varie ragioni più capaci delle aziende industriali a mobilitare disponibilità per l'innanzi inattive), si determina un aumento nella velocità di circolazione dacchè è improbabile che la velocità dei prestiti ai *dealers* sia in genere maggiore della velocità dei prestiti commerciali. D'altra parte se, come molti sostengono, un contratto di riporto è, per società non finanziarie, un'operazione più adatta di un diretto acquisto di titoli del Tesoro, il diffondersi del suo uso rende possibile (per un'identica variazione nei saggi di interesse) trasferimenti di titoli governativi più ampi di quanto non avverrebbe altrimenti. Ciò a sua volta dà luogo ad un ulteriore aumento nella velocità attraverso i processi di « spostamento » dianzi accennati.

Un altro mutamento di struttura — lo sviluppo del mercato dei « fondi federali » — dovrebbe forse essere esaminato in questa sede anche se, ai fini della discussione che ci interessa, non ha la stessa importanza degli altri sviluppi sopra delineati. Il mercato dei « fondi federali » è semplicemente il dispositivo che permette di « commerciare » le riserve eccedenti delle banche membri della Riserva Federale, dispositivo reso possibile dalla efficiente rete di comunicazioni fornita dalla Riserva Federale stessa e dalle relazioni coi corrispondenti privati. Le banche commerciali con riserve temporaneamente eccedenti sono così in grado di prestarle a quelle con temporanee deficienze, di solito su basi giornaliere, senza garanzia e ad un tasso leggermente inferiore al tasso di sconto della Riserva Federale (24).

L'aumento dell'importanza dei « fondi federali » si è risolto in un più efficiente uso delle riserve bancarie; le banche sono oggi in grado di utilizzare le reciproche riserve eccedenti, mentre per l'ad-

sola differenza fra un riporto con una società non finanziaria e un'analoga operazione con la Riserva Federale — e si tratta di differenza importante — è che la seconda avviene sempre ad iniziativa della Riserva, mentre la prima può essere promossa dall'operatore in titoli.

(24) Cfr. MINSKY, *op. cit.*, pagg. 173-5.

dietro il sistema bancario nel suo insieme poteva presentare riserve eccedenti e lasciare richieste di credito insoddisfatte. Peraltro, a differenza delle vendite bancarie di titoli del Tesoro, la crescente mobilitazione dei « fondi federali » si traduce direttamente in un aumento della circolazione monetaria. C'è quindi maggiore probabilità che la sua influenza sia di natura transitoria; non appena raggiunto il pieno impiego dei « fondi federali », la loro importanza come ostacolo per il controllo monetario declina. Il problema si pone in fasi in cui l'impiego dei « fondi federali » venga crescendo, in fasi analoghe per esempio al periodo successivo all'« accordo ». Gli è che quando aumenta l'uso dei « fondi federali », una politica puramente passiva (che cioè tenga costante il credito concesso dalla Riserva Federale) è meno restrittiva di quanto altrimenti sarebbe.

Comportamenti e sviluppi del genere sopra descritto — se attuati come mezzi per espandere l'effettiva circolazione monetaria — sollevano il problema del grado di restrizione effettivamente realizzato dalle autorità monetarie nei periodi di politica restrittiva successivi all'« accordo ». È chiaro che questa politica non è stata tanto restrittiva quanto risulterebbe dalle semplici variazioni della circolazione monetaria nominale. L'osservazione, è ovvio, non va interpretata come una critica tout court della Riserva Federale. È improbabile che la Riserva, nelle sue stime interne, non abbia tenuto pienamente conto dell'influenza delle variazioni nella velocità di circolazione. D'altra parte può essere fondata l'opinione che il severo controllo della circolazione monetaria nominale da parte delle autorità durante i periodi di espansione dell'attività economica successivi all'« accordo » sarebbe stato eccessivo se non fossero intervenuti aumenti compensatori nella velocità.

Questa dovrebbe essere l'opinione di coloro che (per una ragione o per l'altra) considerano arma pericolosa un'aggressiva politica monetaria o che ritengono alternativamente che la politica monetaria dovrebbe tentare di recare un contributo solo modesto alla stabilità dell'economia. È per l'appunto sotto la prima prospettiva che gli interventi della Riserva successivi all'« accordo » si prestano ad un giudizio positivo. Che la Riserva Federale abbia dimostrato una notevole abilità tecnica nel riabituare i mercati monetari ai disagi di tassi d'interesse flessibili è constatazione che non può essere negata. Inoltre — cosa più importante — essa ha seguito nei periodi

recenti una via piuttosto media, con ciò evitando improvvise reazioni del mercato nell'una o nell'altra direzione, e in pari tempo mantenendo la liquidità generale dell'economia in conformità, di massima, con i fabbisogni del momento.

L'azione delle autorità può essere lodata precisamente per il fatto di non avere tentato di far troppo. È soltanto quando la politica monetaria di tipo classico è concepita come lo strumento primario (o addirittura l'unico) da impiegare contro potenti forze distabilizzatrici che gli sviluppi sopra richiamati diventano più seri nelle loro implicazioni. Essi allora sollecitano a dubitare della saggezza di contare soltanto su tecniche quantitative di controllo monetario del tipo quale la Riserva Federale ha negli ultimi tempi preferito. Misure del genere, per la loro stessa natura, mirano soltanto a controllare il totale nominale della circolazione monetaria; e quindi non possono affrontare efficientemente variazioni nel tasso di spesa basato su una data massa monetaria.

È possibile, è vero, che vi sia una qualche specie di limite massimo imposto dal contesto istituzionale ad aumenti nella velocità di circolazione, particolarmente nel periodo breve (25). Ma, anche ammettendo questa possibilità, le difficoltà non sono risolte. Non si tratta infatti semplicemente di comprimere più vigorosamente le riserve bancarie per mezzo, poniamo, di operazioni di mercato aperto che neutralizzino ogni aumento di velocità, che mantengano cioè costante l'effettiva circolazione monetaria (26). Nelle condizioni attuali è molto probabile che esistano reali ostacoli ad una rapida attuazione di uno stato di restrizione monetaria. Le autorità non possono procedere ad un passo molto rapido (27). Una politica restrizionistica non può cioè essere applicata ad un ritmo che demoralizzi i mercati mobiliari; nè possono le autorità ignorare la possibilità che un indirizzo del genere, quando intervenga d'improvviso, abbia a produrre una stretta maggiore di quella desiderata e

(25) Il Prof. MINSKY, *op. cit.*, pp. 181-84, opina che gli alti tassi di interesse prevalenti in periodi di restrizione creditizia « alimentino » innovazioni istituzionali che servono da meccanismi per aumenti ulteriori della velocità di circolazione; nel quale caso appare meno probabile, anche nel periodo breve, l'esistenza di un limite massimo per le variazioni di velocità.

(26) Su questo punto vedasi W. L. SMITH e R. J. MICKSILL, *The Effectiveness of Monetary Policy: The British Experience*, in « Journal of Political Economy », febbraio 1957, p. 35.

(27) Sugli « sfasamenti » operativi della politica monetaria tradizionale insiste lo SMITH, *op. cit.*, pp. 605-6.

a sconvolgere pertanto l'attività economica generale. È questa una critica della politica monetaria classica che è spesso sollevata anche quando si parte dal presupposto che le misure restrittive siano applicate soltanto gradualmente; tanto più forza essa acquista quando le autorità sono invitate ad esercitare una notevole pressione in un breve spazio di tempo.

In definitiva i recenti mutamenti strutturali dei mercati monetari americani (specialmente lo sviluppo del debito pubblico a breve termine) avrebbero avuto per effetto di indebolire l'influenza delle tecniche quantitative di controllo monetario; ossia, vi sarebbe oggi un più ampio intervallo di tempo fra il momento in cui è compiuto il primo passo in direzione restrittiva e il momento in cui la pressione si ripercuote sul volume della spesa.

*Sembra quindi fondata l'opportunità — su cui particolarmente insiste E. MILLER in un interessante studio (28) — di pensare seriamente ad integrare le tecniche classiche di controllo monetario oggi disponibili con l'adozione di « controlli selettivi ». A differenza delle tecniche classiche, le misure selettive possono impedire al sistema finanziario di aumentare la velocità di circolazione e con ciò ridurre il « ritardo operativo » della politica monetaria tradizionale e la tendenza del mercato all'instabilità (29).*

Un esempio di controllo selettivo è il così detto « piano di riserva secondaria », che fu molto discusso nella prima fase di questo dopoguerra. Applicato alle banche commerciali, esso comporterebbe l'imposizione di un obbligo di riserva aggiuntiva da tenere in forma di titoli del Tesoro; allo stesso modo dell'attuale obbligo di riserva liquida, la riserva in titoli sarebbe variabile a volontà delle autorità monetarie.

Tale congegno — a seconda del livello cui sarebbe fissata la riserva — impedirebbe alle banche di liquidare titoli governativi nel tentativo di espandere il volume dei crediti. Il suo significato ultimo dipende naturalmente dal grado di mobilità dei mercati del

(28) ERWIN MILLER, *Monetary Policy in a Changing World*, in « Quarterly Journal of Economics », febbraio 1956, pp. 23-43. Si veda anche ALVIN HANSEN, *The American Economy*, Ch. 3, McGraw-Hill, 1957.

(29) Sulla politica monetaria tradizionale come generatrice di forme di instabilità nell'atto stesso in cui cerca di contrastare l'instabilità dei prezzi e dell'occupazione si vedano MILLER, *op. cit.*, passim, e MINSKY, *op. cit.*, p. 184.

credito; altre istituzioni infatti — particolarmente quelle in possesso di titoli governativi e con contatti già stabiliti con i suddetti mercati — potrebbero assumersi la funzione di mobilitare disponibilità inattive quando ciò fosse impedito alle banche commerciali. Sarebbe però questo un intralcio di gravità relativa. In realtà, se alle banche commerciali dovesse essere applicato un obbligo di riserva secondaria, non ci sarebbe motivo per non estenderlo ad altri enti di intermediazione finanziaria. Sulle difficoltà amministrative che al riguardo sorgerebbero non è possibile fermarsi in questa sede. È comunque probabile che le banche commerciali rimangano i più importanti « agenti » del processo di mobilitazione di fondi inattivi, anche per effetto della loro abitudine di arricchire i portafogli di titoli del Tesoro durante periodi di fiacca domanda di credito e così di rafforzare le possibilità di resistenza a successivi indirizzi restrittivi.

Taluni settori del mercato creditizio non sarebbero, è vero, toccati da un piano di riserva secondaria, anche se questo dovesse avere ampia applicazione. Per esempio le società per l'erogazione di crediti al consumo, mediante l'emissione di loro carta commerciale, potrebbero mobilitare fondi inattivi di imprese industriali. In tal caso, di nuovo, l'imposizione di restrizioni ai tradizionali prestatori istituzionali potrebbe semplicemente spronare altri ad assumere le loro funzioni. Per ovviare a questo pericolo altri controlli selettivi dovrebbero essere imposti per specifici tipi di credito: in particolare, per il *credito al consumo* e per il *credito fondiario*, data la straordinaria importanza che oggi ambedue rivestono. Senza cercare di affrontare le complesse questioni che in proposito si pongono, il punto da sottolineare è che dispositivi del genere frenerebbero l'azione di mobilitazione di depositi inattivi (30).

Altri vantaggi deriverebbero da una estensione dei poteri delle autorità monetarie nel campo degli interventi diretti. Gli è che i controlli selettivi per essere efficaci non esigono notevoli fluttuazioni nei tassi di interesse. Se si potesse fare affidamento che variazioni nei tassi di interesse di modesta portata fossero in grado di provocare forti reazioni tra i mutuatari, non ci sarebbe motivo per sottolineare questo aspetto. Senonché, com'è noto, le risultanze di fatto sembra confermino che in molti settori del mercato dei fondi

(30) Si veda MILLER, *op. cit.*, pp. 35-38, per indicazioni su questo punto.

prestabili la domanda è insensibile a variazioni nei tassi di interesse (31).

Ora, con l'ingente massa di debiti governativi attualmente in essere, aumenti nei tassi e quindi nei costi del servizio del debito pubblico dan luogo a seri problemi. Non sempre è possibile, per motivi politici, aumentare le aliquote fiscali in misura sufficiente per controbilanciare aumenti nei costi del debito pubblico; rialzi nei tassi di interesse possono allora ripercuotersi a danno di particolari iniziative del generale programma governativo, e comunque porre problemi di redistribuzione dei proventi fiscali.

D'altra parte, una pressione al ribasso sui prezzi dei titoli governativi — conseguente a rialzi nei tassi d'interesse — potrebbe compromettere una politica di restrizione monetaria forzando la Riserva Federale a sostenere il mercato. Nè questo timore vale solo per il futuro: quantunque la politica monetaria operi con notevoli sfasamenti, il trasferimento di titoli governativi al settore non finanziario non potrebbe continuare per sempre. Una volta che i prestatori non istituzionali avessero esaurito le loro disponibilità liquide inattive, un rifiuto da parte della Riserva Federale di comprare sul mercato aperto provocherebbe ampie fluttuazioni nei tassi di interesse. È dubbio che le autorità nonostante le loro proteste, potrebbero tollerare aumenti nei rendimenti ancora più marcati di quelli avuti fino a questa estate del 1957.

C'è infine il problema dell'influenza esercitata da variazioni nei valori capitali, problema cui si è prestato di recente particolare attenzione (32). Esso si pone oggi in quanto, a differenza di ciò che avveniva, diciamo, nel secolo scorso, le « attività » di ogni tipo sono attualmente molto più liquide o più facilmente trasferibili. Dal punto di vista della politica monetaria tale evoluzione potrebbe essere un vantaggio; ma c'è il pericolo che l'ampiezza delle fluttuazioni dei tassi di interesse indispensabile per realizzare un efficace controllo del mercato creditizio sia tale da avere effetti sfavorevoli sulle aspettative generali degli operatori. Poichè le autorità non possono trascurare il rischio di introdurre nell'economia un

(31) Tra i pochi settori che mostrano segni di sensibilità a variazioni nei tassi di interesse, vi è quello dei finanziamenti per le amministrazioni statali e locali (particolarmente per la costruzione di scuole). Dal punto di vista del benessere sociale, è questo forse un danno, danno che potrebbe essere ovviato solo con interventi diretti.

(32) Per un'interessante impostazione si veda HANSEN, *op. cit.*, Ch. III.

grado ancora più marcato di instabilità col perseguire una politica di restrizione monetaria solo con strumenti classici, forme integrative di controllo diretto diventano tanto più necessarie se la politica monetaria vuole conservare una funzione importante.

Sarebbe probabilmente erroneo supporre che le autorità americane non siano consapevoli di questi aspetti a favore di un maggior ricorso a controlli diretti; e forse in avvenire, se le pressioni inflazionistiche dovessero essere più forti di quanto sono state negli anni recenti, potrebbero di nuovo mostrarsi propense ad impiegarli. Peraltro, nella recente esperienza inflazionistica, il loro atteggiamento è stato di crescente riluttanza. Non è possibile arguire se la decisione di puntare esclusivamente su tecniche monetarie tradizionali sia una questione di principio; tutto quello che si può dire è che evidentemente la Riserva Federale non ha finora avvertito il bisogno di poteri integrativi.

Il progetto di riserva secondaria sopra richiamato, ebbe, è vero, l'appoggio della Riserva al tempo in cui Eccles era a capo del Consiglio dei Governatori. Ma anche allora fu un appoggio contrastato da opposizioni interne; e fu ritirato quando (nel 1948) Mac Cobe sostituì Eccles. Ormai da qualche tempo la Riserva Federale si oppone all'introduzione di obblighi di questo o d'altro genere. Inoltre proprio di recente essa si è espressa, dopo una lunga indagine (33), contro la reintroduzione di controlli sul credito al consumo. Di questi ultimi si era fatto uso durante la guerra di Corea, sebbene i poteri necessari fossero stati concessi alle autorità monetarie anteriormente all'«accordo» — in un tempo cioè in cui le operazioni di sostegno alla pari del mercato ostacolavano un completo impiego delle tecniche tradizionali. Anche sulla questione dell'autonomia delle Banche Centrali — questione che non è senza connessione con il problema dei controlli diretti — la Riserva Federale ha mutato avviso negli ultimi anni. Prima dell'«accordo» essa propugnava la costituzione di un Comitato interministeriale col compito di coordinare le attività di tutte le istituzioni federali investite di attribuzioni di qualsiasi tipo in materia monetaria. Ma l'interesse per tale innovazione non fu riconfermato

(33) Su questa indagine riferirà H. LANDSBERG, nel prossimo numero di « Moneta e Credito ».

nel 1952 al tempo dell'indagine parlamentare del sottocomitato Patman.

Prima di concludere un cenno va fatto alle *operazioni di consolidamento* come tecnica di controllo monetario. Il Tesoro ha tentato lungo gli ultimi anni di ricorrervi; e la letteratura economica ha cominciato a prestarvi una certa attenzione (34). Poichè il processo di trasferimento di debito pubblico da prestatori finanziari a prestatori non finanziari è in parte reso possibile dall'esistenza di un'ampia massa di debito fluttuante, un'operazione di consolidamento potrebbe essere d'aiuto per le autorità di controllo. Senonchè la recente esperienza è stata piuttosto deludente; e sembra che non diversa potrà essere per lo più in avvenire, a meno che gli organi responsabili non siano dotati (e facciano effettivo uso) di controlli diretti come strumenti integrativi degli interventi di consolidamento. Il Tesoro americano cercò, è vero, di aumentare leggermente la scadenza media del debito pubblico negoziabile durante il più recente periodo di facilità creditizia (1953-54). Ma durante i successivi due anni e mezzo il terreno guadagnato fu riperduto; tanto che oggi la scadenza media è alquanto più breve che nel 1952 (35).

La questione di fondo è naturalmente quella del costo (pagamento di più alti interessi) delle operazioni di consolidamento; inoltre per il momento è difficile prevedere quando operazioni del genere potranno avere luogo su vasta scala. Stando alla recente condotta del Tesoro, è improbabile che possano cadere durante periodi di restrizione creditizia. Nè sembra consigliabile affrontarle durante una fase di recessione o peggio ancora di depressione, anche se per una ragione diversa (operazioni di consolidamento tenderebbero in tal caso a mantenere i tassi a lungo termine al di sopra del livello cui altrimenti tenderebbero).

In sostanza sembra che siano necessari abbastanza lunghi intervalli di stabilità, accompagnati da bassi tassi di interesse, per poter ottenere buoni risultati da operazioni di consolidamento; ed anche allora i vantaggi del consolidamento maturerebbero soltanto in successivi periodi di restrizione creditizia. Se peraltro si facesse uso di

(34) Si vedano specialmente W. M. DACEY, *The Floating-Debt Problem*, in « Lloyds Bank Review », aprile 1956; e la serie di articoli di KING, BALOGH e altri autori nei numeri di aprile-novembre 1956 di « The Banker ».

(35) Si veda E. L. DALE, *Managing the U.S. Debt is Anderson's Big Task*, in « The New York Times », 4 agosto 1957, sect. 4.

controlli diretti, in modo che i tassi di interesse fossero più bassi, le operazioni di consolidamento potrebbero essere più ragionevolmente tentate come immediato mezzo di controllo di pressioni inflazionistiche.

#### IV. Conclusioni.

Lo scopo delle considerazioni sopra esposte sulla base di recenti contributi di economisti anglosassoni è stato di mettere in evidenza l'importanza che per le autorità monetarie presenta e i problemi che loro pone l'esistenza di un vasto debito pubblico. Ovviamente il problema non si presenta oggi negli stessi termini dell'immediato dopoguerra; ma non è per questo meno serio. Preminente su ogni altra preoccupazione al termine della seconda guerra mondiale era il timore che l'abbandono delle operazioni di sostegno delle quotazioni dovesse portare a un collasso dei mercati dei valori mobiliari. Di fatto però, e pur con qualche momento difficile, nulla del genere accadde quando nel marzo 1951 fu compiuto l'ultimo atto di rottura con la politica del tempo di guerra. È probabile che il trapasso non sarebbe stato così liscio se i mercati fossero stati lasciati liberi prima. Ma, cosa più importante, il fatto che fu possibile tornare ad una politica monetaria più tradizionale senza gravi conseguenze non può essere spiegato sulla base delle argomentazioni della « nuova teoria ». Al contrario: le rilevazioni di fatto indicano che alla disposizione dei prestatori non finanziari a tenere titoli governativi e non già alla ritrosia dei prestatori istituzionali a liquidarli si deve se fu possibile alla Riserva Federale di evitare interventi su larga scala a sostegno del mercato.

Tale sviluppo non presenta solo aspetti positivi. Esso ha anche significato che aumenti compensativi nella velocità di circolazione hanno accompagnato (e ostacolato) i tentativi di restrizione monetaria delle autorità di controllo. L'importanza dell'esistenza di un vasto debito pubblico sta per l'appunto nel fatto che ha facilitato l'espansione dell'« effettiva » circolazione monetaria. Esso ha contribuito a ridurre quel tanto di efficacia che la politica monetaria classica conservava, giacchè le tecniche tradizionali di controllo quantitativo non possono dominare i tentativi di più intensa utilizzazione di un dato volume « nominale » di mezzi monetari.

Per questa ragione l'esistenza stessa di un vasto debito pubblico suggerisce la necessità di un maggiore ricorso a metodi diretti o selettivi di controllo monetario.

La Riserva Federale, almeno nelle sue dichiarazioni ufficiali, si è dimostrata troppo incline a sottovalutare le deficienze della politica monetaria classica. Nessun'altra interpretazione può ragionevolmente darsi del suo rifiuto a cercare poteri integrativi di controllo. Un atteggiamento del genere non va giudicato come necessariamente contestabile, semprechè la politica monetaria sia considerata come uno strumento ausiliario e si faccia affidamento soprattutto su misure fiscali. È perciò motivo di preoccupazione che alla politica monetaria tradizionale si cerchi invece di addossare un carico più pesante di quello che può portare.

JOHN H. KAREKEN