

Tecniche del controllo monetario: osservazioni critiche su un'opera del professor Aschheim

1. Introduzione: il significato di tecnica.

Di norma, l'obiettivo di una politica monetaria discrezionale è quello di influire sul livello e sulla composizione della domanda globale agendo principalmente, ma non sempre esclusivamente, sulle decisioni di spesa del settore privato (1).

Per fissare le idee, supponiamo che le due menzionate variabili-obiettivo (per adottare la terminologia del Tinbergen) (2) siano funzioni note e stabili dell'offerta di moneta (convenzionalmente definita), di un ventaglio, anch'esso noto, di tassi d'interesse, e delle disponibilità liquide di un determinato gruppo di istituzioni. Forzando leggermente la terminologia del Tinbergen, possiamo definire queste ultime come variabili strumentali « indirette » o « mediate ».

In generale, il diretto controllo delle autorità monetarie non si estende alle variabili strumentali « mediate », ma solo a quelle che potremmo definire « immediate » o « dirette » le quali, naturalmente, differiscono nelle varie situazioni istituzionali. Di norma, tuttavia, in sistemi finanziari sviluppati alle autorità monetarie viene oggi riconosciuto un certo controllo, che può anche essere completo, sulle riserve di liquidità delle banche, sui coefficienti di riserva obbligatoria, sui tassi attivi della banca centrale, sull'ampiezza e sulla composizione del portafoglio titoli della stessa e, in alcuni casi, su alcuni tassi d'interesse « amministrati », sia attivi sia passivi, praticati da determinate istituzioni finanziarie.

(1) Cfr. *Report of the Committee on the Working of the Monetary System* (Rapporto Radcliffe), Cmnd. 827, H.M.S.O., 1959, paragrafo 397. In seguito citato come *Rapporto Radcliffe*.

(2) J. TINBERGEN, *Economic Policy: Principles and Design*, Amsterdam, 1956.

Da quest'angolo visuale, la problematica relativa alla « tecnica monetaria » consiste nell'uso (o nella scelta) migliore delle variabili strumentali « dirette », dato un più o meno definito sistema di obiettivi in termini di variabili strumentali « mediate ». Questo è, a mio avviso, il problema centrale del recente ed interessantissimo libro del Prof. Aschheim (3).

È abbastanza chiaro che il suo tema è molto limitato, se raffrontato, poniamo, a uno studio della politica monetaria nel suo complesso. In pratica, poichè non si conoscono con sufficiente precisione le relazioni che legano la domanda globale alle variabili strumentali « mediate », un controllo monetario tecnicamente « efficiente » può rivelarsi « inefficace » sul più ampio piano economico sia perchè tra le variabili strumentali « indirette » su cui far leva si sono scelte quelle « sbagliate » (teoria monetaria inadeguata qualitativamente), sia perchè, pur essendo state prescelte quelle « giuste », le pertinenti funzioni di domanda sono fortemente insensibili o troppo lente nel reagire alla manovra per permettere alla politica monetaria di operare nella direzione desiderata come fattore di stabilizzazione (teoria monetaria inadeguata quantitativamente).

Dilungandomi su questi punti piuttosto ovvi, non ho affatto inteso svalutare l'opera di Aschheim. Nel mio schema di classificazione, l'analisi dettagliata degli strumenti « indiretti » è il compito della teoria monetaria. Discussioni di tecnica, tuttavia, presuppongono spesso l'accettazione di questa o quella teoria monetaria particolare, in quanto procedono sull'ipotesi implicita che l'efficienza « tecnica » del controllo monetario, nella mia definizione, sia condizione necessaria e sufficiente per la sua efficienza « economica » complessiva. Ma la proposizione è corretta soltanto se la sottintesa teoria monetaria è adeguata sia qualitativamente sia quantitativamente. Nelle pagine che seguono mi limiterò ad esaminare la esplicita analisi delle tecniche fatta da Aschheim, ma non la sua sottintesa teoria monetaria come io la interpreto, nè le sue logiche ma pur sempre implicite conclusioni sul potenziale contributo della politica monetaria alla stabilizzazione economica nel breve periodo. Ovviamente, divergenze su questi punti potrebbero rivestire una grande importanza nel valutare nel suo complesso la posizione di Aschheim,

(3) J. ASCHHEIM, *Techniques of Monetary Control*, Baltimore, 1961, pp. ix-164. In seguito citato come ASCHHEIM.

ma non sono, in verità, strettamente rilevanti ai fini del suo studio sulle tecniche. Per la maggior parte, pertanto, le tralascierò.

2. L'origine del dilemma tecnico.

È evidente che problemi di tecnica monetaria, secondo la mia definizione, poichè sono intimamente legati a questioni di teoria, hanno grande rilevanza per l'attuale controversia sulla politica monetaria e per il lavoro di Aschheim. In verità, l'intero svolgimento dell'analisi di Aschheim risente della sua opinione su quello che, a mio modo di vedere, è il nocciolo della recente polemica. Perciò appare necessario, prima di tutto, farne brevemente cenno.

Nell'immediato dopoguerra, la politica monetaria quale strumento di stabilizzazione nel breve periodo era in ribasso per due ragioni principali. Da un lato, la semplicistica teoria della domanda globale allora in voga faceva grande assegnamento sul tasso d'interesse considerato da molti economisti la variabile strumentale « indiretta » dalla quale dipendeva sostanzialmente la domanda globale. Dall'altro, ricerche empiriche sembravano accreditare l'opinione che sia gli investimenti privati sia il rapporto consumo-reddito erano insensibili a variazioni nei tassi d'interesse, almeno lungo l'arco sperimentato nella pratica. Il contributo della teoria monetaria consisteva, perciò, nel suggerire che per controllare la domanda globale erano necessarie variazioni estremamente ampie nei tassi.

Allo stesso tempo si affermava, tuttavia, che la grande espansione del debito pubblico trasferibile in possesso di istituzioni finanziarie faceva sì che la loro stabilità e il loro sviluppo sarebbero stati seriamente danneggiati da forti variazioni nei tassi. Dunque, nella sua prima forma il dilemma poteva sintetizzarsi nella proposizione che per i fini della politica monetaria si imponevano ampie variazioni nei tassi, mentre le stesse erano indesiderabili (4) e potevano anche fornire un rimedio più dannoso del male, considerando le esigenze di stabilità e di sviluppo del mercato monetario e di quello finanziario nel più lungo periodo.

Da questo punto si sono sviluppate due tendenze. Seguendo la prima, alcuni economisti si sono mostrati inclini ad accettare l'opi-

(4) Cfr., ad esempio, R. F. MUSGRAVE, *Income, Employment and Public Policy*, New York, 1950; argomentazioni sostanzialmente uguali si trovano nel *Rapporto Radcliffe*, paragrafi 487-492.

nione che, a fini di politica anticiclica, i provvedimenti monetari discrezionali esplicano un'efficacia estremamente limitata, derivandone esplicitamente o implicitamente il corollario dell'esigenza di far affidamento principalmente su misure fiscali (5). Seguendo la seconda, altri economisti hanno modificato la teoria monetaria dando rilievo non agli effetti sui costi o sugli incentivi causati da variazioni nei tassi d'interesse, ma alla dipendenza della domanda globale dalle « disponibilità liquide », la variabile strumentale « indiretta » veramente critica. Secondo questa « nuova » teoria, perciò, il fine primo dei provvedimenti monetari non è quello di rendere i prenditori di prestito meno disposti ad indebitarsi, ma quello di indurre i prestatori ad essere meno propensi a concedere credito. Se questa nuova impostazione si giustifica empiricamente nel senso di provvedere un'utile misura del campo d'azione per la politica monetaria anticiclica, quali ne sono le conseguenze a carattere « tecnico »?

Su questo piano, tuttavia, la « nuova » teoria monetaria si è dimostrata compatibile con due opposte opinioni. Secondo la prima, il controllo effettivo delle disponibilità liquide, in considerazione della potenziale capacità delle istituzioni finanziarie di monetizzare il debito pubblico, richiede la concessione alle autorità monetarie di nuovi strumenti di controllo non soltanto sulle banche ma anche sulle istituzioni finanziarie non bancarie. Questo punto di vista, che è da far risalire a certe proposte del primo periodo post-bellico di Marriner Eccles, allora Presidente del Consiglio dei governatori del Sistema della Riserva Federale (6), fu accuratamente considerato nel Rapporto Radcliffe (7); un certo esame gli è stato anche dedicato nel Rapporto della Commissione per la moneta e il credito (8). Di recente, l'opera di Gurley e Shaw ha fornito una poderosa e sistematica giustificazione teorica a questa tendenza del pensiero monetario (9). In sostanza, la tesi può sintetizzarsi nella proposizione che l'esistenza di un ampio debito pubblico negoziabile ha così

(5) Questa sembra in sostanza la conclusione raggiunta dal Comitato Radcliffe, che tuttavia tenne pienamente conto della « nuova » teoria delle disponibilità liquide.

(6) MARRINER ECCLES, *Methods of Restricting Monetisation of Public Debt by Banks*, « Federal Reserve Bulletin », 1947 (ristampa di una dichiarazione fatta dinanzi al Comitato per la moneta e le banche della Camera dei Rappresentanti).

(7) *Rapporto Radcliffe*, paragrafi 506-511.

(8) *Report of the Commission on Money and Credit*, New Jersey, 1961, pp. 100-102.

(9) J. G. GURLEY e E. S. SHAW, *Money in a Theory of Finance*, Washington, 1960. Si veda anche la bibliografia citata da АСШННВМ, p. III, nota 1.

seriamente *indebolito* le tradizionali tecniche di controllo monetario da rendere necessarie nuove procedure amministrative.

La seconda interpretazione di questa teoria afferma esattamente il contrario; essa considera l'esistenza di un ampio debito pubblico trasferibile come un fattore che *facilita* il controllo delle disponibilità liquide attraverso l'uso delle esistenti e familiari tecniche. Proprio perchè, sostengono i suoi seguaci, i portafogli delle istituzioni finanziarie sono pieni di titoli pubblici e la stabilità e la politica delle stesse sono legate al valore dei rispettivi portafogli, piccole variazioni nel prezzo dei titoli (tassi d'interesse) hanno un grande peso sulla propensione delle istituzioni finanziarie a concedere prestiti (10). Poichè le tecniche tradizionali possono prontamente determinare piccole variazioni, sono le grandi dimensioni del debito pubblico, si conclude, a rendere possibile l'efficace controllo delle disponibilità liquide, la « nuova » variabile critica.

La disputa tra i sostenitori degli opposti punti di vista, va notato, è di natura « tecnica »: il comune problema riguarda il modo migliore per controllare le disponibilità liquide, la linea di divisione è la rispettiva attitudine verso il debito pubblico. Questo ultimo indebolisce le tecniche tradizionali per gli uni, le rafforza per gli altri. Fondamentale è la posizione che si assume su questo problema, tendendo essa ad influenzare, se non addirittura a determinare, l'intera analisi tecnica successiva. Aschheim si schiera, nei termini di questa breve e piuttosto semplificata impostazione, col mio secondo gruppo. Egli considera, pertanto, l'ampio debito pubblico negoziabile oggi in essere negli Stati Uniti d'America come un fattore che aumenta l'efficienza potenziale delle tecniche esistenti e in particolare delle operazioni di mercato aperto. Poichè questo suo giudizio ha tanta rilevanza cominciamo con l'esaminare le ragioni che hanno indotto il nostro autore a formularlo.

3. La posizione di Aschheim.

Nella mia impostazione, l'opinione di Aschheim sull'effetto dell'esistenza di un ampio debito pubblico trasferibile è di vitale importanza per la sua analisi. È un po' sorprendente, perciò, che egli non

(10) Il testo più noto è quello di R. V. ROSA — in *Money, Trade and Economic Growth*, New York, 1951, pp. 270-295 — riprodotto in « Moneta e Credito », dicembre 1951, pp. 407 e segg.: *I saggi d'interesse e la Banca centrale*.

dia piena spiegazione delle ragioni che lo hanno indotto a considerare vantaggiosa, dal punto di vista tecnico, l'esistenza del debito pubblico. Per l'importanza che la questione riveste, riporto integralmente (11) la più ampia spiegazione della sua posizione che ho potuto trovare:

«Di molto più vasta portata è un'altra considerazione. Le grandi dimensioni e la larga distribuzione del debito pubblico — che pur han dato origine al timore che una politica monetaria restrittiva sia frustrata da aumenti compensativi nella velocità di circolazione — accrescono, invece, l'influenza diretta della banca centrale sulle istituzioni finanziarie in generale. Senza l'espansione del debito pubblico, la politica monetaria convenzionale si ridurrebbe in sostanza alla variazione dei coefficienti di riserva, alla manovra del risconto e all'azione di persuasione, le quali tutte si applicano direttamente alle sole banche commerciali. Con l'espansione del mercato dei titoli pubblici al punto da abbracciare la gran massa delle istituzioni finanziarie e con la crescita del portafoglio titoli della banca centrale in relazione alla base di riserva della circolazione monetaria, le operazioni di mercato aperto vengono ad esercitare un effetto diretto sulle attività di prestito e di investimento delle istituzioni finanziarie in generale. Pertanto, è lo sviluppo del debito pubblico che ha allargato la zona di contatto diretto tra le autorità monetarie e le varie istituzioni finanziarie, ampliato l'interdipendenza tra i vari settori del mercato monetario e di quello finanziario, accresciuto la sostituibilità tra attività finanziarie. Conseguentemente, gli effetti diretti della politica monetaria sulle istituzioni finanziarie di ogni tipo sono stati rafforzati piuttosto che indeboliti».

Questo passo, a me sembra, si può sintetizzare nell'affermazione che, possedendo le istituzioni finanziarie ragguardevoli portafogli di titoli pubblici negoziabili, sul cui valore di mercato possono influire operazioni di mercato aperto, queste ultime devono esercitare un'influenza generale sull'intero settore finanziario. Perciò, l'esistenza di un grosso debito pubblico negoziabile allarga il raggio d'azione delle tecniche monetarie sino ad abbracciare attraverso il mercato dei titoli, oltre le banche commerciali, l'intera gamma delle istituzioni finanziarie.

(11) ASCHERIM, p. 131. Vi sono altri passi nel libro in cui si fanno affermazioni similari o ad essa collegate; cfr., ad esempio, pp. 11-17.

La difficoltà di questo passo risiede nell'ambiguità della parola « influenza ». Poiché le istituzioni finanziarie possiedono titoli pubblici trasferibili il cui valore di mercato è sensibile ad interventi ufficiali, è evidente che, in un certo senso, le autorità monetarie sono « a contatto » con tutte le istituzioni finanziarie e sono in grado, di conseguenza, di esercitare una qualche « influenza » su di esse. Ma una tale proposizione, di scarso significato nel quadro del controllo monetario, nulla contribuisce alla soluzione del reale problema concernente le conseguenze tecniche di un grosso debito pubblico negoziabile.

Probabilmente un passo avanti si può fare distinguendo nella controversia due aspetti. Il primo riguarda le contrapposte caratteristiche di due sistemi in cui rispettivamente un grosso debito pubblico è nelle mani soprattutto di istituzioni finanziarie e un debito pubblico molto piccolo è distribuito soltanto tra unità familiari. Il secondo aspetto, ai nostri fini più importante, ha riguardo agli strumenti tecnici appropriati per il controllo, a fini anticiclici, delle disponibilità liquide in un sistema con ampio debito pubblico negoziabile.

Considerando un sistema del secondo tipo, cioè con modesto debito pubblico, supponiamo che, in periodo di espansione dell'attività economica, le autorità monetarie diano l'avvio ad una politica di vendite di mercato aperto. Ne consegue una riduzione delle riserve bancarie; poiché, per ipotesi, le banche non hanno titoli da vendere, vi è un effetto diretto sulle disponibilità liquide e sui tassi applicati al settore privato. I clienti cui dalle banche non è più concesso credito cercano altre fonti di finanziamento; ma le istituzioni finanziarie non bancarie, non possedendo anch'esse *ex-hypothesis* titoli pubblici, non li possono « sostituire » con debiti privati (12). Conseguentemente, i prenditori di prestiti possono ottenere fondi solo vendendo nuovi titoli privati di debito alle unità familiari attraverso il mercato delle nuove emissioni (13). In un tal sistema sembra plausibile inferire che la variabilità « ciclica » nell'offerta di fondi al settore produttivo è probabilmente piuttosto bassa. Inoltre, tutte le istituzioni finanziarie reagiscono con immediatezza alla politica ufficiale, anche se non posseggono titoli pub-

(12) Se esse posseggono debito privato trasferibile, la « sostituzione » è ancora possibile.

(13) Direttamente o attraverso intermediari. Se si sceglie questa seconda alternativa, sono le unità familiari che « sostituiscono » fondi oziosi con la quasi moneta creata dagli intermediari finanziari.

blici. L'efficacia delle operazioni di mercato aperto in queste circostanze sembra chiara, nonostante che i suoi effetti sulle disponibilità liquide siano limitati alle sole banche.

Consideriamo ora un sistema nel quale, al contrario, un debito pubblico di grandi dimensioni è posseduto per la maggior parte da istituzioni finanziarie, incluse le banche, che possono « sostituire » debito privato a quello pubblico. Questo sistema si comporterà come quello precedente soltanto se l'effetto delle operazioni di mercato aperto è quello d'impedire ogni « sostituzione ». In effetti, per controllare con uguale efficacia un sistema con ampio debito pubblico mediante vendite di mercato aperto sarebbe necessario sterilizzare tutti i titoli pubblici in mano a istituzioni finanziarie; per ottenere una efficienza maggiore si dovrebbe verificare addirittura una sostituzione nei loro portafogli di debiti privati con titoli pubblici.

Guardando al problema in questa prospettiva, l'unica conclusione appropriata da trarre sembra essere che l'esistenza di un ampio debito pubblico negoziabile deve aumentare *potenzialmente* la variabilità ciclica della provvista di fondi per il settore privato, in quanto le istituzioni che possiedono titoli pubblici, come lo stesso Aschheim sostiene, *possono* operare la « sostituzione » (14). Pertanto, non si può logicamente inferire dalle dimensioni del debito pubblico e dalle sue connesse caratteristiche di negoziabilità l'efficienza delle operazioni di mercato aperto; di quest'ultima si può parlare soltanto in relazione alla scelta degli strumenti tecnici che meglio rispondono al controllo « ciclico » delle disponibilità liquide in un determinato sistema, date le caratteristiche del suo debito pubblico. E a ciò si può dar risposta solo con ricerche empiriche sul comportamento delle istituzioni finanziarie. *A priori*, un debito pubblico negoziabile di grandi dimensioni appare tecnicamente neutrale; è un indicatore con le punte rivolte in due direzioni diametralmente opposte.

Ciò non significa che il comportamento delle istituzioni finanziarie non possa esser tale da render prontamente controllabili con operazioni di mercato aperto le variazioni cicliche nell'offerta di fondi al settore produttivo. Ma Aschheim non fornisce prove per dimostrare che un tal comportamento si riscontra negli Stati Uniti d'America. Concettualmente due tipi di prova sarebbero idonei a questo proposito. In primo luogo, si potrebbero raccogliere dati sta-

(14) ASCHHEIM, pp. 129-130.

tistici, con ricerche econometriche o d'altro tipo, sulle reazioni delle principali istituzioni finanziarie a variazioni indotte dalle autorità monetarie nei tassi di rendimento dei titoli e nelle riserve bancarie. In secondo luogo, dovrebbe essere possibile calcolare sino a che punto i prenditori di prestiti sono costretti dalle reazioni delle istituzioni finanziarie a contrarre debiti altrove, presso fonti insolite e poco familiari, indizio sicuro che il controllo delle disponibilità liquide ha « funzionato » effettivamente. Questa ovviamente fu la via seguita dal Comitato Radcliffe (15).

Secondo la mia interpretazione, Aschheim sembra ammettere che l'esistenza di un grosso debito pubblico negoziabile accresce potenzialmente le fluttuazioni cicliche delle disponibilità liquide. Allo stesso tempo, tuttavia, egli sembra affermare che attraverso un certo meccanismo, per me niente affatto chiaro, la mera esistenza di un grosso debito pubblico trasferibile assicura sempre un adeguato grado di controllo sulle disponibilità liquide. Ciò può tradursi nella proposizione che grazie alle dimensioni e alle caratteristiche di trasferibilità del debito pubblico si determina nelle istituzioni finanziarie un tipo di comportamento che assicura il controllo monetario attraverso le operazioni di mercato aperto; ma a giustificazione di questa conclusione ben poco offre l'analisi di Aschheim. A mio giudizio, non è senza significato che il passo citato all'inizio di questo paragrafo sia stato scritto da Aschheim proprio per controbattere l'asserzione che il controllo delle disponibilità liquide richiede l'estensione di controlli quantitativi anche sulle istituzioni finanziarie non bancarie. Difficilmente si può affermare, però, che nel volume sia indicato un meccanismo che giustifichi siffatte conclusioni.

Questa disquisizione, in verità piuttosto lunga, si proponeva non di dimostrare l'erroneità della posizione di Aschheim, ma di chiarire: *a*) che il problema del debito pubblico è di fondamentale importanza; *b*) che la trattazione di Aschheim a questo proposito non è convincente. Fortunatamente, gran parte della sua dettagliata analisi degli strumenti tecnici presenta un interesse ed un valore largamente indipendenti dalle sue convinzioni a proposito del debito pubblico. L'intera costruzione di Aschheim, tuttavia, non può essere più solida delle sue fondamenta, e queste a mio giudizio non sono

(15) Il Comitato Radcliffe, ovviamente, non si limitò ad esaminare le esperienze dei prenditori di prestiti, ma allargò l'indagine al comportamento dei mutuant.

solidissime. Tenendo presenti queste osservazioni, passiamo ora a considerare in maggior dettaglio l'esame dedicato da Aschheim a particolari tecniche delle banche centrali.

4. Aschheim e le operazioni di mercato aperto.

Il volume di Aschheim, come egli stesso afferma nella prefazione (16), tratta delle tecniche che la banca centrale può applicare al sistema monetario e finanziario americano. Le sue raccomandazioni di politica monetaria, perciò, sono valide solo se esaminate in questo specifico quadro istituzionale; in molti casi, tuttavia, la sua analisi è, potenzialmente, di generale applicazione. In questo come nei successivi paragrafi, mi limiterò a considerare soprattutto la sua analisi generale, cioè l'aspetto di maggior interesse per i lettori non americani, piuttosto che le sue conclusioni di politica valide per i soli Stati Uniti.

Assoluto è il giudizio di Aschheim sulle operazioni di mercato aperto: esse costituiscono la più efficace tecnica a disposizione della banca centrale. « Nessuno strumento della banca centrale — egli scrive (17) — e in verità nemmeno tutti gli altri presi insieme possono rivaleggiare con le operazioni di mercato aperto quanto a potere di controllo conferito alle autorità monetarie ». Più in là, egli riafferma la sua posizione scrivendo (18): « Secondo le conclusioni di questo studio, della variazione anticiclica delle riserve obbligatorie, del risconto discrezionale a tassi non penalizzatori e dell'azione di persuasione morale si può fare a meno, se si fa pienamente uso delle operazioni di mercato aperto ».

Come si vedrà, questo giudizio presuppone che le operazioni di mercato aperto siano effettuate su titoli di qualsiasi scadenza e non soltanto su quelli a breve (19). Purtuttavia, a causa della posizione molto netta di Aschheim, è bene esaminare il suo pensiero accuratamente. Nel far ciò è necessario ricordare che la superiorità di un particolare tipo di controllo (per determinati fini in termini di certe variabili strumentali « indirette ») non ci dice nulla e non

(16) ASCHHEIM, p. VII.

(17) ASCHHEIM, p. 12.

(18) ASCHHEIM, *loc. cit.*

(19) ASCHHEIM presenta un'eccellente e, a mio giudizio, convincente critica del principio che le operazioni di mercato aperto devono essere limitate ai titoli a breve, nel capitolo IV del suo volume, pp. 53-82.

dovrebbe implicare nulla sulla efficacia di mutamenti in queste variabili per il raggiungimento degli scopi ultimi della politica monetaria, cioè sull'efficienza complessiva di una politica monetaria anticiclica.

Cominciamo con l'esaminare l'analisi di Aschheim sui vantaggi delle operazioni di mercato aperto rispetto alle variazioni nei coefficienti di riserva. Poichè, almeno nel Regno Unito, il problema principe della politica monetaria negli anni recenti è stato generalmente quello di frenare la domanda, ci limiteremo al caso in cui « in presenza di una fortissima domanda privata di crediti, l'obiettivo immediato di una politica monetaria restrittiva sia quello di frenare la sostituzione dei titoli pubblici con prestiti commerciali da parte delle banche » (20). Ciò presuppone, a mio avviso, che le banche non abbiano riserve « eccedenti » e che il volume dei crediti sia determinato dal lato dell'offerta (21).

La tesi di Aschheim è che, in tale situazione, variazioni nelle riserve obbligatorie che generano una data contrazione nei depositi bancari comportano, rispetto ad equivalenti operazioni di mercato aperto, un effetto di « reddito » ed un effetto di « liquidità » che spingono le banche alla sostituzione di titoli pubblici con prestiti a privati. La variazione dei coefficienti di riserva, perciò, si rivela metodo meno efficace nel frenare la « sostituzione » — l'obiettivo, per ipotesi, dell'azione della banca centrale.

L'analisi di Aschheim può essere illustrata dall'esempio di cui alla tavola che segue (22). Assumiamo che il sistema bancario si trovi nella Posizione 1, per ipotesi una posizione preferita di portafoglio. Ponendo che vendite di mercato aperto riducano le riserve di una unità, ne consegue che le banche si muoveranno verso un nuovo portafoglio, per ipotesi ancora preferito, dato dalla Posizione 2. Supponiamo ora che, partendo dalla Posizione 1, un'uguale riduzione nei depositi totali sia provocata da un aumento del coefficiente di riserva. Se le banche riducono i crediti dello stesso ammontare di cui alla Posizione 2, si avrà una nuova posizione data dal Portafoglio 3. La tesi di Aschheim si sviluppa ora con la dimostrazione che a causa dei differenti effetti di « reddito » e di « liquidità » propri delle due tecniche se il Portafoglio 2 è una posizione preferita, non può esserla il Portafoglio 3. Egli dimostra, inoltre, che la

(20) ASCHHEIM, p. 23.

(21) Cioè, che la domanda eccedentaria per crediti bancari è positiva o nulla.

(22) Tale analisi è mutuata da: D. C. ROWAN, *A Note on Open Market Operations versus Variations in Reserve Requirements*, « Economic Journal », giugno 1962, pp. 471-477.

posizione preferita raggiunta dalle banche dopo l'aumento del coefficiente di riserva corrisponderà qualitativamente al Portafoglio 4, che contiene più crediti e meno titoli pubblici.

RIAGGIUSTAMENTI NEI PORTAFOGLI DELLE BANCHE

	Posizione iniziale	Posizione successiva a:		Possibile posizione finale dopo variazione nei coefficienti di riserva	
		Operazioni di mercato aperto	Variazione nei coefficienti di riserva		
	Portafoglio 1	Portafoglio 2	Portafoglio 3	Portafoglio 4	
Depositi	100	90	90	90	
Riserve	10	9	10	10	
Attività fruttifere {	Titoli	40	35	34	33
		Crediti	50	46	46
Percentuale di riserva	10	10	11	11,1	

La sua tesi, in breve, è la seguente: ogni variazione nei coefficienti di riserva riduce le attività produttive di reddito più di quanto non faccia un'equivalente operazione di mercato aperto. Contraendosi i profitti delle banche in misura maggiore, l'utilità marginale di questi ultimi, spinta all'insù, incoraggia la sostituzione di attività a basso rendimento (titoli pubblici) con prestiti a privati che fruttano un interesse maggiore. Questo è l'effetto di « reddito ».

Aschheim, inoltre, afferma che il Portafoglio 3 ha caratteristiche di maggior liquidità per le banche del Portafoglio 2. « A titolo di esemplificazione, se il coefficiente di riserva è del 10% e i depositi bancari scendono da 100 a 80, soltanto 2 unità delle 20 necessarie alla cassa per il rimborso dei depositi sono disponibili. D'altro canto, se la percentuale di riserva è del 20 e i depositi calano da 100 a 80, delle 20 unità 4 sono a disposizione. Perciò, il più alto coefficiente di riserva riduce l'utilità marginale della « monetabilità » delle attività bancarie, spingendo le banche commerciali a sacrificare la liquidità per ottenere guadagni addizionali » (23). Questo è l'effetto di « liquidità ».

(23) ASCHHEIM, p. 24.

Aschheim conclude: « Ambedue gli effetti, di « reddito » e di « liquidità », causati da coefficienti (di riserva più alti) spingono le banche a sostituire i titoli pubblici con crediti a privati in misura maggiore di quanto non farebbero in risposta a vendite sul mercato aperto da parte delle autorità monetarie » (24). Per la stessa ragione, variazioni nei coefficienti di riserva creano una più grave tensione sul mercato dei titoli che le operazioni di mercato aperto (25). Perciò, i due metodi non sono perfetti sostituti, come è stato talora sostenuto, nè d'altra parte la manovra delle riserve obbligatorie offre maggior protezione al mercato dei titoli pubblici (26).

A quest'analisi si possono muovere varie obiezioni (27). In primo luogo la tesi di Aschheim, che si riferisce specificamente al periodo breve, sembra assumere che il saggio d'interesse non è influenzato

(24) ASCHHEIM, *loc. cit.*(25) Poichè questa affermazione è stata posta in dubbio, eccone una prova semplice. Poniamo che E sia il totale delle attività produttive di reddito possedute dalle banche, cosicchè $E \equiv B + A$, dove: $B \equiv$ titoli, $A \equiv$ crediti.Assumiamo, inoltre, che $C \equiv$ cassa, $D \equiv$ depositi.Ne consegue che $D = C + B + A$ e $\Delta(B + A) = \Delta D - \Delta C$.Ponendo che la variazione nei depositi dovuta a variazione nel coefficiente di riserva sia ΔD_1 e quella causata da operazioni di mercato aperto ΔD_2 , si ha che

$$\Delta D_1 = \Delta(B_1 + A_1) = \Delta D_2 = \Delta(B_2 + A_2) + \Delta C_2$$

poichè, con la variazione dei coefficienti di riserva, $\Delta C = 0$.

Ora, ΔC_2 , la variazione nelle riserve di cassa, è uguale in valore al totale delle vendite di titoli da parte della banca centrale, mentre ΔB_2 sono le vendite del sistema bancario indotte da operazioni di mercato aperto.

Poichè

$$\Delta(B_1 + A_1) = \Delta(B_2 + A_2) + \Delta C_2$$

se ambedue i metodi sono egualmente efficienti nel restringere le anticipazioni cioè

$$\Delta A_1 = \Delta A_2$$

si ha che

$$\Delta B_1 = \Delta B_2 + \Delta C_2$$

vale a dire che le vendite di titoli indotte da variazioni nei coefficienti di riserva sono esattamente uguali alla somma delle alienazioni di titoli provocate dalle operazioni di mercato aperto (ΔB_2) più le stesse vendite iniziali.

Evidentemente se $\Delta A_1 < \Delta A_2$, cioè una variazione nelle riserve è meno efficace nel ridurre i crediti, allora $\Delta B_1 > \Delta B_2 + \Delta C_2$ e la variazione dei coefficienti di riserva importa più ampie vendite di titoli.

Quindi, per ogni data variazione nei depositi, quanto più una tecnica è efficace nel ridurre i crediti, tanto più protegge il mercato dei titoli.

(26) Sempre che, ovviamente, non sia più efficace nel frenare i crediti.

(27) Per una più ampia discussione, si veda il mio articolo citato alla nota (22).

da operazioni sul mercato dei titoli. Abbandonando quest'ipotesi, se le banche, invece di lasciar scadere i titoli, decidono di ridurre la consistenza del proprio portafoglio mediante vendite, queste ultime possono provocare perdite di realizzo. Ad esempio, supponiamo che ambedue i metodi riducano i crediti dello stesso ammontare (Portafogli 2 e 3): ebbene, nonostante le vendite complessive di titoli sul mercato siano uguali in entrambi i casi, *le vendite effettuate dalle stesse banche*, e perciò le loro perdite in linea capitale, sono maggiori quando la contrazione è ottenuta mediante variazione nei coefficienti di riserva. Poichè, manovrando le riserve obbligatorie, una data riduzione nei crediti causa più gravi perdite di realizzo, le banche possono essere meno disposte a vendere titoli se, come talora s'afferma, esse sono particolarmente sensibili a perdite di capitale effettivamente verificatesi (28). Se ciò è vero le banche possono ridurre i crediti ancor più di quanto non farebbero in seguito ad operazioni di mercato aperto. Se non erriamo, i vantaggi offerti rispettivamente dalle due tecniche devono dipendere, al margine, dalla forza relativa degli effetti di « reddito », di « liquidità » e di « perdite da realizzo ». Un'analisi puramente qualitativa non è più sufficiente a provare l'assunto di Aschheim. Per un'appropriata valutazione delle due tecniche son necessarie, invece, ricerche quantitative sul comportamento delle banche, ed Aschheim non ne fornisce.

In secondo luogo, è ipotizzabile che le due tecniche abbiano effetti diversi sulla fiducia dei banchieri, cioè sulla loro valutazione del rischio connesso ai crediti. V'è motivo di credere che ciò possa effettivamente verificarsi: variazioni nei coefficienti di riserva causano effetti d'« urto » non associati con le operazioni di mercato aperto.

Ad esempio, supponiamo che le banche siano organismi che massimizzano, subordinatamente ad un vincolo di portafoglio, una funzione di utilità del tipo:

$$U = f(y, s, l)$$

(28) Questa reattività delle banche è posta in dubbio da alcuni autori poichè le banche possono detrarre le perdite derivanti da realizzo dal reddito soggetto a imposta. Si veda P. A. SAMUELSON, *Reflections on Monetary Policy*, « Review of Economics and Statistics », agosto 1960. Sono grato a H. N. Goldstein per avermi ricordato l'importanza dell'argomentazione. Va tuttavia notato che qualche prova a suffragio della reattività delle banche a perdite di realizzo fu data innanzi al Comitato Radcliffe.

in cui y è il reddito monetario, s un indice del rischio connesso al credito, l un indice di liquidità e $\frac{\partial u}{\partial y}, \frac{\partial u}{\partial l} > 0$, mentre $\frac{\partial u}{\partial s} < 0$.

In queste circostanze, per ogni determinato grado di incertezza « generale », possiamo considerare s come una funzione della proporzione dei crediti. La nostra ipotesi sull'effetto di « urto » presuppone semplicemente che lo spostamento di questa funzione, *diverso* per ognuna delle due tecniche, sia più forte se causato da variazioni nei coefficienti di riserva. Evidentemente, se quest'ipotesi è ben fondata, la manovra delle riserve obbligatorie renderà la concessione di crediti meno attraente rispetto al possesso di titoli, per ogni dato gruppo di rendimenti relativi. Quest'argomentazione si basa sull'implicito assunto che le variazioni nei coefficienti di riserva sono avvenimenti rari, a carattere straordinario, che perciò provocano reazioni insolite, del tutto eccezionali da parte del sistema bancario. È questo un punto importante, poichè la tesi di Aschheim può essere interpretata nel senso che essa affronta, sia pure implicitamente, il tema della superiorità dell'una sull'altra tecnica nel caso che si chiedesse alla banca centrale di optare a favore di una delle due una volta per tutte. Impostare il problema in questi termini importa un confronto tra operazioni di mercato aperto e variazioni frequenti, a carattere ordinario, dei coefficienti di riserva. Se le variazioni sono frequenti, l'effetto d'urto causato da ognuna tenderà ad essere piccolo e con ogni probabilità potrà essere trascurato (29). Tuttavia, a me sembra poco saggio stabilire un raffronto tra le due tecniche in questo modo, almeno nel contesto degli Stati Uniti.

Nel comparare strumenti tecnici sulla base di considerazioni teoriche, l'uno può preferirsi all'altro in ogni circostanza, cioè quale che sia la situazione economica, se e soltanto se le ipotesi, in verità piuttosto deboli, sul comportamento delle istituzioni finanziarie (nel nostro caso, delle banche) indicano che la tecnica prescelta ha sempre un grado di efficienza uguale o maggiore di quella scartata. A questo proposito l'analisi di Aschheim, per quanto interessante e suggestiva, non mi convince. Se questa conclusione è corretta, ambedue le tecniche possono tornare utili; il problema vero diventa allora quello di determinare, in ogni data circostanza, la loro « combinazione ottima ».

(29) ASCHHEIM a p. 27 identifica l'effetto « d'urto » con quello sui profitti delle banche commerciali.

Quantunque il fatto sorprenda un po', Aschheim non sviluppa il confronto tra le due tecniche sino a considerare la loro azione, attraverso il mercato dei titoli, sulle istituzioni finanziarie non bancarie. Tale influenza, essendo trascurabili gli effetti quantitativi diretti, si esercita, presumibilmente, attraverso la variazione dei saggi di rendimento sui titoli. Ciò fa ritenere che l'effetto di sostituzione nel breve periodo sarà massimo per le istituzioni non bancarie se le variazioni più forti si verificheranno per quei tassi di interesse cui importanti istituzioni siano particolarmente sensibili. Quali essi siano, è questione di fatto, non di teoria. Invero, se si desidera provocare un effetto selettivo lungo l'arco delle scadenze, la bilancia pende a favore delle operazioni di mercato aperto. La spiegazione del fenomeno risiede semplicemente nel fatto che, verificandosi una variazione nei coefficienti di riserva, tutte le vendite di titoli sono effettuate dalle banche, le quali presumibilmente si liberano di titoli prossimi alla scadenza. Con le operazioni di mercato aperto, al contrario, una parte delle vendite totali è effettuata dalla banca centrale. Se quest'ultima, secondo la raccomandazione di Aschheim, non è ancorata al principio che gli interventi son da effettuarsi soltanto mediante cambiali del tesoro, potrebbe deliberatamente usare le iniziali vendite ufficiali per ottenere nei tassi alcune variazioni appropriatamente selezionate — il che potrebbe rivelarsi vantaggioso. Di contro, è sempre possibile sostenere che variazioni nei coefficienti di riserva a carattere « straordinario » hanno una notevole influenza sulla fiducia nutrita dalle istituzioni finanziarie non bancarie e quindi sulla loro disposizione ad effettuare « sostituzioni »; ciò, in pratica, è forse di maggior rilievo per il controllo delle loro disponibilità liquide. Ovviamente, si tratta di una semplice estensione del precedente ragionamento sviluppato a proposito delle banche.

5. Aschheim e le riserve obbligatorie supplementari.

Secondo la sua tesi che le operazioni di mercato aperto, se non più soggette al vincolo che ne limitano l'applicazione alle cambiali del tesoro soltanto, costituiscono il più efficace strumento a disposizione della banca centrale, Aschheim nel III capitolo del suo libro ha dovuto negare la necessità di riserve di secondo grado in titoli quale mezzo per controllare le variazioni cicliche nelle disponibilità delle istituzioni finanziarie. In quest'ambito, va notato, le argomentazioni

di Aschheim si riferiscono, per larga parte, alla specifica esperienza degli Stati Uniti.

Riserve di secondo grado in titoli sono state proposte, come egli stesso ricorda (30), per una varietà di motivi: per proteggere i depositanti, per isolare una parte del debito pubblico dagli effetti di una politica monetaria restrittiva, per promuovere lo sviluppo di un mercato dei titoli pubblici, per controllare la « sostituzione » da parte delle istituzioni finanziarie. In quel che segue, discuterò soltanto l'ultimo di questi motivi.

Sul piano teorico Aschheim fa due considerazioni fondamentali. Primo, se l'imposizione di tali riserve deve essere d'aiudio nel controllo della « sostituzione », i coefficienti devono essere abbastanza alti da costringere la banca a conservare titoli che altrimenti avrebbe venduto. Per usare la sua terminologia, essi devono coprire alcuni portafogli « extra-marginali » di titoli (31). In ciò non si può non concordare.

Secondo, qualora i coefficienti non coprano tutti questi portafogli, essi avranno l'effetto « contrario » di stimolare la « sostituzione ». Ciò si verifica, egli afferma, perchè essi esercitano effetti di « liquidità » e di « reddito » che aumentano al margine la convenienza relativa del debito privato (32). Mentre l'effetto di « liquidità », in questo contesto, è sostanzialmente identico a quello già discusso, non lo è affatto l'effetto di « reddito ». Val la pena di esaminarlo.

Secondo Aschheim, l'effetto di « reddito » si verifica perchè l'imposizione di riserve supplementari in titoli « isola » una parte del debito pubblico dalle conseguenze di una politica monetaria restrittiva. Allora i tassi di mercato di alcuni titoli posseduti in prevalenza dalle banche non aumenterebbero di quanto si sarebbe diversamente verificato. Dal suo punto di vista, l'imposizione di tali coefficienti « riduce il tasso di profitto su una certa parte delle attività fruttifere delle banche... il che importa per le stesse un reddito inferiore a quello che potrebbero altrimenti ottenere » (33). Sorge così il problema dell'utilità marginale del reddito addizionale con i soliti risultati in tema di « sostituzione ».

(30) ASCHHEIM, pp. 36-39.

(31) ASCHHEIM, pp. 41-45.

(32) ASCHHEIM, *loc. cit.*

(33) ASCHHEIM, p. 42.

Nel breve periodo, un aumento dei tassi può accrescere gli utili delle banche soltanto a condizione che queste ultime riacquistino, con il ricavato di quelli venuti a scadenza, titoli del debito pubblico. Perciò, l'effetto di « reddito » descritto da Aschheim dipende dai limiti entro cui l'« isolamento » frena l'aumento dei tassi d'interesse e dai limiti entro i quali le banche posseggono titoli a breve con scadenza nel periodo interessato. Poichè negli Stati Uniti tra un quarto ed un quinto dei titoli detenuti dalle banche hanno una vita residua inferiore ad un anno, la perdita « contabile » nei guadagni riguarda quasi un quarto del portafoglio titoli in un periodo di dodici mesi.

Inoltre, i prezzi dei titoli scendono solo se le vendite da parte delle banche sono massicce. La singola banca, perciò, risente di un « effetto di reddito » soltanto se:

- a) essa ritiene che le altre banche avrebbero *venduto* titoli determinando il rialzo dei saggi, mentre
- b) essa ha potuto incassare i titoli venuti a scadenza, senza incorrere perciò in perdite di realizzo.

A prescindere dalle possibilità che un simile effetto di « reddito » si verifichi nel sistema finanziario americano, composto da un gran numero di banche relativamente piccole, è difficile pensare che esso operi nel breve periodo in un sistema caratterizzato da un ristretto numero di grandi banche. Inoltre, proprio come le riserve obbligatorie in titoli, col frenare le vendite degli stessi, non ne fanno alzare il rendimento, così, presumibilmente, col restringere l'espansione dei crediti, mantengono alti i relativi tassi. Infine, quand'anche tutte le banche fossero esonerate dall'obbligo della riserva e operassero le opportune « sostituzioni », non ne deriva necessariamente che *ex-post* i loro redditi sarebbero superiori. I guadagni sui titoli mantenuti e su quelli rimpiazzati potrebbero, *ex-post*, non coprire i costi netti di sostituzione in termini di perdita di reddito da titoli e forse anche di reddito da crediti, se la domanda privata per questi ultimi fosse anelastica.

Quantunque quest'argomento abbia, forse, un lieve interesse teorico, è tuttavia di scarsa rilevanza pratica, poichè al riguardo è l'effetto di « liquidità » di Aschheim che ha maggior significato. L'atteggiamento, in alcuni periodi, delle banche commerciali australiane nei riguardi dei « depositi in conto speciale » sembra suggerire

che l'effetto di « liquidità » causato dall'obbligo di possedere determinate attività « liquide » si verifichi realmente (34). Laddove i portafogli obbligatori di titoli sono cospicui, le banche sembrano sentirsi più sicure e perciò più propense a lasciar diminuire la loro liquidità.

Una seconda linea di attacco Aschheim la individua nelle difficoltà particolarmente ardue di imporre riserve di secondo grado in titoli, sia pure alle sole banche, ove, come negli Stati Uniti, queste ultime sono molto numerose e non hanno un portafoglio omogeneo di attività. Egli trae la conclusione che in pratica il coefficiente di riserva dovrebbe essere fissato o molto basso (con conseguenze « negative » da parte delle banche con ampi portafogli di titoli), o così alto da porre in gravi difficoltà alcune banche, o addirittura in misura diversa da banca a banca con la conseguenza di sollevare inevitabilmente l'accusa di discriminazione. Per tutte queste ragioni egli è dell'avviso che il controllo dell'attività creditizia delle banche potrebbe essere assicurato più semplicemente stabilendo una percentuale di prestiti, secondo le proposte già avanzate da Kahn e Bronfenbrenner e suggerite, in casi di emergenza, anche dal Comitato Radcliffe (35). Per quel che concerne le banche, la conclusione è probabilmente corretta.

Aschheim non estende la sua analisi sulle riserve di secondo grado in titoli al di là delle banche. Ciò discende logicamente dall'aver negato valore alla tesi di Gurley e Shaw e dall'esser egli convinto dell'efficacia di operazioni selettive di mercato aperto, a causa dell'esistenza di un ampio debito pubblico, nel controllare effettivamente le istituzioni finanziarie. Ciò contrasta fortemente con l'orientamento del Comitato Radcliffe che dedicò a questo argomento una analisi dettagliata, dimostrandosi scettico, almeno per il breve periodo, sulla idoneità dei tassi d'interesse a controllare i crediti bancari o almeno le politiche creditizie delle istituzioni finanziarie non bancarie (36).

(34) Cfr. H.W. ARNDT, *The Special Account Procedure as a Technique of Central Bank Control*, « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », dicembre 1960, p. 249 e Dr. H. C. COOMBS, *The Development of Monetary Policy in Australia*, E.S. & A. Bank Research Lecture, Queensland, 1955, p. 16, citato anche da ARNDT.

(35) M. BRONFENBRENNER, *A Loan Ratio for Inflation Control*, « Journal of Political Economy », ottobre 1951, pp. 420-433. R. F. KAHN, *Radcliffe Committee Minutes of Evidence*, Q. 10993-10994. *Rapporto Radcliffe*, paragrafo 527.

(36) *Rapporto Radcliffe*, paragrafi 508-509.

6. Aschheim e gli intermediari finanziari.

Aschheim dedica un apposito capitolo del suo libro alla discussione critica della nuova « teoria del finanziamento che ricomprende la teoria monetaria », di solito associata particolarmente con gli scritti di Gurley e Shaw (37). Una parte considerevole della trattazione riguarda questioni teoriche e di definizione, ma nelle ultime sezioni l'analisi è volta agli effetti di questa teoria per una politica monetaria anticiclica.

Aschheim deriva dall'analisi di Gurley e Shaw la seguente proposizione di politica monetaria valida per il breve periodo: « La banca centrale controlla la quantità di moneta regolando il volume delle riserve disponibili delle banche commerciali. Allorquando la domanda globale in termini monetari minaccia di diventare eccessiva, la banca centrale può restringere tali riserve. Reagendo alla nuova situazione di stretta creditizia, le banche inaspriscono i requisiti standard per concessioni di credito e rialzano i tassi attivi. Se le banche commerciali fossero la sola fonte di credito per i possibili mutuatari, la politica monetaria restrittiva sarebbe certamente efficace. Poichè, tuttavia, il credito può ottenersi anche da altre istituzioni finanziarie, le cui operazioni non sono soggette al controllo quantitativo della banca centrale, l'efficacia della politica monetaria restrittiva è gravemente compromessa » (38).

Ciò comporta che la « sostituzione » da parte delle istituzioni finanziarie, attivando fondi sino a quel momento tenuti oziosi, può accrescere la velocità della moneta in termini di reddito.

« Ciò... è considerato — nelle parole di Aschheim — un sabotaggio su larga scala attuato con un aumento della velocità di circolazione di un'offerta di moneta costante. Il rimedio a questa situazione si ritiene che debba ricercarsi nel controllo diretto della velocità mediante la regolazione quantitativa non solo delle banche ma anche delle altre istituzioni finanziarie » (39).

(37) Per riferimenti bibliografici si rinvia alla precedente nota (19).

(38) ASCHHEIM, p. 130.

(39) ASCHHEIM, *loc. cit.*

Per respingere queste argomentazioni, Aschheim enuncia due proposizioni. La prima, contenuta in un passo citato *in extenso* in un precedente paragrafo (40), afferma che, a causa dell'esistenza di un debito pubblico di grandi dimensioni, tutte le istituzioni finanziarie sono influenzate dalle operazioni di mercato aperto. Questa, a mio parere, non è una risposta soddisfacente, in quanto dà per ammesso ciò che in effetti andrebbe dimostrato, vale a dire che le operazioni di mercato aperto, in pratica, generano in misura sufficiente l'effetto che Aschheim invoca per esse.

La sua seconda proposizione è che « ogni aumento a carattere inflazionistico nella velocità di circolazione può essere neutralizzato da un'ulteriore riduzione nella quantità di moneta » (41). Ciò, nuovamente, riesce poco convincente poichè il problema sembra impostato più in termini algebrici che economici.

La prima argomentazione, sull'efficacia delle operazioni di mercato aperto, fa perno su una serie di punti per i quali Aschheim non fornisce prova; eccone una lista incompleta:

a) In quale misura la possibilità di far ricorso ad istituzioni finanziarie non bancarie oscilla lungo il ciclo?

b) Quali istituzioni o gruppi di istituzioni determinano in misura maggiore le fluttuazioni osservate?

c) Di quanto tali fluttuazioni riducono realmente l'efficacia anticiclica della politica monetaria?

d) Se la risposta al quesito sub c) è « in misura significativa », quali sono le ragioni per supporre che operazioni di mercato aperto, sia pure selettive, smorzerebbero sufficientemente tali oscillazioni?

A questi quesiti risposte favorevoli (alle operazioni di mercato aperto) non possono essere inferite con sicurezza dal fatto che esiste un debito pubblico trasferibile di grandi dimensioni.

La seconda affermazione, sulla possibilità di « neutralizzare » gli aumenti di velocità, richiede anch'essa un esame critico. Come Aschheim scrive citando W. L. Smith, la « neutralizzazione » degli aumenti di velocità può richiedere, nel breve periodo, variazioni così forti nella quantità di moneta da causare un crollo nella fiducia

(40) ASCHHEIM, p. 131, riportato a p. 68 di quest'articolo.

(41) ASCHHEIM, p. 132.

degli operatori economici (42). Parimenti nel lungo periodo, qualora se ne facesse uso frequente, potrebbe generare un declino secolare nell'importanza delle banche (43). Perciò, la variabile importante da determinare esattamente diventa: quale grado di « neutralizzazione » è con ogni probabilità necessario? Noi non lo sappiamo e Aschheim non ci illumina in proposito.

Molto correttamente Aschheim afferma che nel respingere una politica di neutralizzazione « saremmo giustificati se si dimostrasse che i provvedimenti per la regolazione diretta della velocità fossero non soltanto possibili ma anche scevri di quei pericoli per le aspettative degli operatori economici che la politica di « neutralizzazione » potrebbe comportare » (44). Ma l'argomentazione si può rovesciare. Come non v'è *presunzione* alcuna a pro della « neutralizzazione », così non ne esiste, d'altra parte, a favore di estesi controlli sulle disponibilità liquide. La decisione, perciò, deve incentrarsi sulla prova e, come lo stesso Aschheim ammetterebbe, quest'ultima può giustificare differenti conclusioni in situazioni istituzionali diverse. È mia convinzione che nelle controversie sulla politica monetaria anticiclica si sia raggiunto uno stadio in cui discussioni a carattere generale e qualitativo apportano ricavi marginali sempre più piccoli. È necessario, per citare il Comitato Radcliffe, « uno sforzo maggiore per quantificare gli effetti di provvedimenti monetari e più in generale economici, e per superare i formidabili ostacoli pratici e teorici che ne impediscono la precisa misurazione » (45).

Naturalmente, sarebbe ingiusto criticare Aschheim per non aver fornito la « precisa misurazione » invocata dal Comitato Radcliffe. Tuttavia pertinente critica a questa parte del suo volume è l'assenza di indicazioni sul tipo di prova dal quale egli stesso o altri studiosi potrebbero sperare di raggiungere conclusioni utili per il breve periodo. Certamente, in mancanza di tale prova non si può sostenere che Aschheim abbia con la sua critica diminuito in qualche modo la forza dell'analisi di Gurley e Shaw. Ciò che ha raggiunto è l'enunciazione di un opposto punto di vista. Il problema fondamentale resta ancora aperto.

(42) W. L. SMITH, *On the Effectiveness of Monetary Policy*, « American Economic Review », settembre 1956.

(43) Su questo punto può essere ancora invocata l'esperienza australiana.

(44) ASCHHEIM, p. 132.

(45) *Rapporto Radcliffe*, paragrafo 474.

7. Conclusioni.

Nell'ambito del mandato impostosi, il Prof. Aschheim ha scritto un acuto ed interessante volume che merita, ripagandolo ampiamente, un accurato studio.

Strutturalmente il libro consiste di un certo numero di saggi separati volti ad illustrare l'efficienza relativa dei vari strumenti a disposizione della banca centrale. Non tutti i saggi sono stati esaminati in questa rassegna (46); due o tre soltanto sono stati estesamente analizzati. Quest'articolo, perciò, non permette una valutazione complessiva del lavoro di Aschheim, cosa che del resto non mi ripromettevo. Piuttosto, ho cercato di porre l'accento sulle fondamentali posizioni di Aschheim su questioni di tecnica, e in particolare di attirare l'attenzione su quelle che, nella mia opinione, richiedono ulteriore esame.

La prima, secondo me, deriva dal fatto che l'opinione di Aschheim a proposito di un importante problema, l'esistenza di un ampio debito pubblico trasferibile, è affetta da una latente contraddizione. In molti punti del suo volume egli ammette o addirittura sottolinea che l'esistenza di un tal debito e lo sviluppo del mercato che l'accompagna, facilita il processo di « sostituzione ». Ciò, come abbiamo visto, accresce la potenziale elasticità ciclica della offerta di fondi al settore privato da parte delle istituzioni finanziarie. Cionondimeno, è sua convinzione — che riposa su ragioni mai spiegate, a mio avviso, in misura sufficientemente chiara — che proprio le dimensioni del debito e la sua trasferibilità facilitano il controllo della banca centrale; appunto da ciò deriva il suo netto giudizio sull'efficacia delle operazioni di mercato aperto.

Secondo punto debole: questa contraddizione latente, giammai risolta sul piano teorico, non viene chiarita nemmeno su quello empirico. Sebbene fornisca una notevole messe di dati di fatto, Aschheim ne dà ben pochi con riferimento a questo problema cruciale. Eppure dovrebbe essere possibile non solo raccogliere dati sulle fluttuazioni, lungo il ciclo, delle disponibilità liquide delle istituzioni finanziarie, ma anche identificare il contributo dei principali gruppi di istituzioni

(46) Questa recensione ha tralasciato quasi completamente i seguenti capitoli del volume di ASCHHEIM: Cap. 4 (Del principio che limita ai soli titoli a breve le operazioni di mercato aperto); Cap. 5 (Tasso ufficiale di sconto, tasso di risconto e altri saggi d'interesse); Cap. 6 (Dell'azione di persuasione morale) e Cap. 8 (Del controllo dei depositi vincolati).

finanziarie alle oscillazioni cicliche; tali dati fornirebbero una misura approssimativa del problema. Il successivo passo in avanti consisterebbe nel valutare in qualche modo l'idoneità delle operazioni di mercato aperto a controllare le fluttuazioni cicliche. Chiedere tutto ciò è certamente chiedere molto, ma senza questi elementi non è possibile accettare con fiducia l'opinione di Aschheim sulle operazioni di mercato aperto, soprattutto quando tanti autori dimostrano lo stesso scetticismo del Comitato Radcliffe proprio su questo argomento. È necessario conoscere molto di più, in termini quantitativi, sul comportamento delle istituzioni finanziarie prima di potersi formare opinioni abbastanza sicure. Aschheim non amplia le nostre conoscenze in materia; nè fornisce alcuna prova, nel caso avesse voluto seguire l'approccio alternativo, circa gli effetti sui prenditori di prestiti di vendite di mercato aperto. La sua grande fiducia nelle tecniche di mercato aperto, perciò, presta il fianco a dubbi.

Inoltre, visto in un ambito generale, più che con riferimento specifico al sistema americano, il grande affidamento di Aschheim sulle operazioni di mercato aperto è sostanzialmente relativo (47). Ad esempio, egli suggerisce argomentazioni interessanti ma, a mio avviso, non probanti per giudicare della loro superiorità rispetto a variazioni delle riserve obbligatorie. Tuttavia, non è affatto escluso che nessuna delle due tecniche sia di molta utilità. Le automobili possono funzionare meglio a paraffina che ad acqua, ma non vanno efficientemente con nessuna delle due. La paraffina è in migliore posizione rispetto all'acqua lungo la scala dell'inefficienza, ma non viene certo raccomandata per questo motivo. Da persone di buon senso preferiamo la benzina; ma in molti sistemi istituzionali, quantunque forse non negli Stati Uniti, un'efficace politica monetaria anticiclica potrebbe richiedere la benzina dell'eterodossia. Se in queste circostanze sarebbe meglio non fondare grandi speranze sulla politica monetaria anticiclica, è un altro problema. È certamente significativo, però, che il Comitato Radcliffe al riguardo si mostrò guardingo e finì con l'accettare la tesi che i provvedimenti monetari in tempi normali esplicano una funzione secondaria nel guidare lo sviluppo dell'economia.

Inoltre, è un vero peccato che Aschheim, seguendo la traccia da lui stesso fissata, limiti l'analisi così strettamente a problemi tecnici.

(47) Aschheim, ovviamente, limita il suo ragionamento agli Stati Uniti d'America.

Infatti in nessun passo rende esplicito quale contributo alla stabilizzazione egli s'attenda dalla politica monetaria. Poichè il tono del suo libro, sotto il profilo tecnico, è ottimistico, resta il sospetto, forse ingiustificato, che egli possa identificare l'efficienza tecnica con l'efficienza economica. Ad un certo punto, ad esempio, egli scrive: « È largamente ammesso che, per la flessibilità nell'adattarsi a mutevoli circostanze, la politica monetaria è superiore a quella finanziaria » (48). È questa un'affermazione familiare la cui prova raramente viene fornita, e difficilmente potrebbe esserlo. Se si vuol affermare che gli effetti dei provvedimenti monetari sulla *domanda globale* sono più facilmente reversibili di quelli provocati da provvedimenti finanziari, l'affermazione probabilmente non è corretta e nella migliore delle ipotesi è dubbia. Se invece si vuol sostenere soltanto che la direzione delle operazioni di mercato aperto è più facilmente reversibile di quella, poniamo, delle variazioni d'imposta, la proposizione è forse corretta, ma di dubbia importanza economica. Che Aschheim ripeta l'affermazione senza definire la « flessibilità » o darne una qualche prova empirica, è fonte di dubbio (49). Una più esplicita enunciazione del suo punto di vista sulla funzione della politica monetaria potrebbe aver chiarito la distinzione tra l'efficienza tecnica e quella economica.

Vorrei aggiungere, infine, che se in questo articolo ho abbondato in critiche, lo si deve alle caratteristiche dello studio di Aschheim che le ha stimulate. Meritano ampia critica solo i lavori, purtroppo pochi, che meglio mettono a fuoco problemi importanti, e quello del Prof. Aschheim lo fa in maniera chiara, informativa, intelligente. Il suo libro merita d'esser letto, ma, a mio avviso, non presenta una convincente difesa dell'« ortodossia » monetaria.

DAVID C. ROWAN

(48) ASCHHEIM, p. 48.

(49) Mi dichiaro colpevole per aver fatto io stesso ricorso al dogma della « flessibilità ».