

## Sull'esecuzione di programmi monetari: il caso italiano

### 1. Introduzione.

Contrastanti sono le opinioni degli economisti sulla politica monetaria. Il Samuelson, ad esempio, ritiene che « essa sia di grande efficacia nello stimolare, stabilizzare o deprimere un'economia moderna » (1). Ponendosi da un diverso angolo visuale, il Governatore della Banca d'Italia, Carli, sostiene invece che « un'azione incentrata esclusivamente o prevalentemente sulla contrazione della domanda globale attraverso misure monetarie è apparsa inadeguata ai fini di un efficace controllo della congiuntura... » (2).

Quale che sia la verità, alcuni problemi teorici vanno tuttavia affrontati, prima di inoltrarsi in una discussione che concerne più le tecniche, ossia gli strumenti di applicazione, delle politiche monetarie che la scelta delle medesime.

Non si può non concordare col Mundell quando afferma che « la struttura di un sistema di interventi contiene strumenti per il conseguimento di obiettivi che a loro volta hanno carattere strumentale ad un altro livello » (3). È necessario, però, distinguere in ogni circostanza fra obiettivi e strumenti: più precisamente, fra gli aggregati o variabili il cui controllo le autorità monetarie si prefiggono come fine da raggiungere per se stesso (variabile-obiettivo) e quelli la cui manovra è meramente strumentale per il conseguimento dello scopo (strumenti).

(1) P. SAMUELSON, *Reflections on Central Banking*, « The National Banking Review », vol. I, 1963, p. 15.

(2) BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 1963*, p. 484.

(3) R. A. MUNDELL, *On the Selection of a Program of Economic Policy with an Application to the Current Situation in the United States*, in « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », 1963, p. 264. Sullo stesso problema si veda anche STREETEN, in « Banca Nazionale del Lavoro - Quarterly Review », n. 69, giugno 1964.

Sembra appropriato, perciò, scegliere quale variabile-obiettivo un aggregato al « livello più alto della gerarchia », per usare l'efficace espressione del Mundell. Sorgono a questo punto i primi interrogativi. La politica monetaria, ad esempio, deve mirare al controllo della sola offerta di moneta, o estendersi anche a quello della liquidità, come sembra indicare il Rapporto Radcliffe (4)? La risposta va ricercata nelle caratteristiche economiche ed istituzionali proprie di ogni sistema; tuttavia, è da preferirsi, ove possibile, l'aggregato più vasto, la liquidità del pubblico, poichè quest'ultima è tra i fattori che maggiormente influenzano la domanda globale per beni e servizi.

Assumendo che l'andamento di un aggregato sia funzionalmente legato a quello della variabile-obiettivo, è possibile restringere l'azione di controllo a quell'unico fattore? Persino gli economisti che non nascondono il loro scetticismo verso le « regole di comportamento » elaborate dagli econometrici, non possono sottrarsi alla necessità di enunciare un qualche « teorema » che giustifichi questo procedimento di semplificazione (5). Ovviamente, un aggregato non va scelto per la sua attraente semplicità, se è difficile ritenere che si muova di concerto con la variabile-obiettivo. Altro errore è l'assumere sempre l'esistenza di relazioni lineari, supponendo, ad esempio, che se l'emissione di biglietti aumenta, l'offerta di moneta s'accresce anch'essa allo stesso saggio.

Moderna caratteristica dei programmi di stabilizzazione è la determinazione di limiti superiori o « tetti » per alcuni aggregati. Ovviamente, si tratta di espedienti pratici nell'attuazione della politica monetaria, non avendo essi di per sé significato alcuno; la loro fissazione è strumentalmente diretta a provocare un certo effetto desiderato sull'andamento della principale variabile-obiettivo, la liquidità. Se il risconto della banca centrale viene assoggettato ad un limite massimo, ciò si fa indubbiamente al solo scopo di contenere l'offerta di moneta o il livello della liquidità nell'economia. Il fallimento di molti programmi di stabilizzazione nel conseguire l'obiettivo principale è da imputarsi, nella maggioranza dei casi, a fattori accidentali o alla contraddittoria applicazione dei suddetti limiti massimi. Sfortunatamente una così facile spiegazione ha di-

(4) Cfr. A. GAMBINO, *Il governo della liquidità*, in questa Rivista, 1960, pp. 3-24.

(5) P. SAMUELSON, *loc. cit.* Egli richiama il teorema di Tobin.

stratto l'attenzione dal più importante problema di accertare, nel caso particolare, l'idoneità dei « tetti » come strumento di politica (6).

Un altro problema concerne la scelta dell'« obiettivo della manovra monetaria » (7), definito come l'andamento desiderato lungo un periodo di tempo della variabile-obiettivo, ad esempio, la liquidità. La finalità ultima che ci si ripromette dall'azione monetaria può essere il ritorno ad una posizione di equilibrio esterno o la ripresa dell'espansione economica, ma le autorità monetarie cercheranno sempre di tradurre un simile scopo in un obiettivo monetario, ad esempio, una percentuale massima di variazione nella liquidità dell'economia durante un certo intervallo. Trattandosi di un mero punto di riferimento per la politica monetaria, dovrebbe essere considerato flessibile, mutato frequentemente, e fissato soltanto per il periodo breve (8).

Ciò non deve suonare incondizionata approvazione della tendenza a « quantificare » gli obiettivi della politica monetaria; nè implica che un « bilancio monetario » andrebbe formalmente approvato al pari di quello pubblico. Tuttavia, la discussione di un programma di politica monetaria acquisterebbe maggior significato se fosse data una dimensione numerica ai diversi effetti di decisioni alternative. Sebbene queste ultime siano di ordine qualitativo ripromettendosi spesso di determinare solo variazioni nella tendenza dei fenomeni monetari (maggiori o minori crediti, più forte stretta creditizia, ecc.), purtuttavia sembra estremamente utile poter esprimere i fini della nostra politica in maniera misurabile.

Gli obiettivi della manovra monetaria sono fissati di frequente riferendosi a quanto è accaduto l'anno precedente e/o alla tendenza attesa per altre grandezze nell'anno corrente. Ad esempio, ci si può ripromettere, rispetto all'anno prima, di diminuire, smorzare o anche

(6) Un articolo pubblicato sugli « IMF Staff Papers » descrive i « tetti » attualmente adottati in un gran numero di programmi di stabilizzazione intrapresi con l'assistenza del Fondo Monetario Internazionale. Purtroppo, quest'articolo non esamina criticamente la loro idoneità a raggiungere obiettivi monetari generali. Si veda: G. DORRANCE-W. WHITE, *Alternative Form of Monetary Ceilings for Stabilization Purposes*, « IMF Staff Papers », vol. IX, n. 3, novembre 1962.

(7) Che si distingue dalla « variabile-obiettivo ».

(8) È difficile non concordare col Samuelson sul rifiuto di formule automatiche, ad esempio, un aumento della liquidità del 3 per cento l'anno; non sarebbero altro che « un singolo atto discrezionale che trascende, per la sua arroganza e per la sua potenziale capacità di recar danno, qualunque sequela di decisioni improntate alla più sciocca discrezionalità che si possa immaginare ». Si veda: P. SAMUELSON, *loc. cit.*

ridurre a zero il tasso di aumento dell'offerta di moneta (9); oppure di non accrescere la liquidità più del reddito reale o del reddito reale e della popolazione congiuntamente, e così via. In condizioni di stabilità, ovviamente, non v'è alcun bisogno di fissare un obiettivo di manovra: in tal caso « politiche neutrali » saranno in atto, limitandosi le autorità monetarie « ad opporsi lievemente al vento », a temperare le fluttuazioni eccessive nella liquidità dovute a fattori accidentali o stagionali.

Determinate la variabile-obiettivo e le finalità della manovra, alle autorità monetarie resta l'arduo compito di usare degli strumenti a propria disposizione nella maniera più atta a raggiungere lo scopo. È proprio con l'intento di essere d'aiuto in questa strategia che il presente articolo è stato scritto; suo fine principale è la costruzione di un modello elementare che possa giovare alle autorità nella condotta della politica monetaria. Illustrato con dati relativi all'economia italiana, il modello è valido per periodi brevi, al massimo di un anno.

## 2. Un modello per la politica monetaria in Italia.

L'elementare modello proposto si ripromette meramente di chiarire le relazioni esistenti tra l'andamento di certe grandezze da una parte e le variazioni nella liquidità totale dall'altra (10). I suoi elementi o componenti basilari sono dati da alcuni aggregati primari, facilmente quantificabili in base alle statistiche disponibili, sufficientemente omogenei per composizione e chiaramente riflettenti nella loro dinamica certi fenomeni macroeconomici (ad esempio, il deficit di bilancio, la situazione della bilancia dei pagamenti, ecc.). Sei sono

(9) È da notare la pratica di fissare, in certe situazioni inflazionistiche, come obiettivo della manovra monetaria, una variazione nel saggio di variazione (ad esempio, rallentamento del ritmo di espansione, sua riduzione alla metà o a un terzo, ecc.). Quando la mentalità inflazionistica ha radici profonde (scala mobile dei salari, ecc. ecc.), dell'inflazione in atto ci si rende conto solo quando assume l'aspetto di un'« accelerazione » nel tasso di espansione monetaria. Un rallentamento è spesso simile, negli effetti, alla deflazione, se il mondo degli affari si attende un certo tasso d'inflazione e lo sconta. Perciò, soltanto una sensibile variazione nel tasso dell'espansione monetaria determinerà quelle reazioni (risparmio forzato, maggiori investimenti, ecc.) che solitamente si accompagnano all'inflazione o alla deflazione.

(10) Per una più analitica descrizione di un analogo modello valido per le economie latino-americane, si veda il mio scritto *Bases analíticas de la política económica*, CEMLA, Mexico City, 1960.

i fondamentali aggregati primari scelti, raggruppati nelle due categorie di « autonomi » e « sensibili » (si veda Tab. 2 in Appendice).

L'andamento di alcuni di essi non è facilmente modificabile nel breve periodo dalle autorità monetarie; non potendosi, perciò, considerare strumentali, sono classificati come « fattori autonomi » o variabili indipendenti:

1) *La bilancia dei pagamenti*, cioè la variazione in un dato intervallo della posizione netta sull'estero del sistema bancario, comprendente nel nostro caso la Banca d'Italia, l'Ufficio Italiano dei Cambi e le aziende di credito. L'andamento di questa variabile è il risultato di decisioni precedenti e di condizioni economiche sulle quali non possono influire le autorità monetarie, almeno nel breve periodo. In un sistema a cambi flessibili questo aggregato potrebbe essere annoverato tra i fattori sensibili, poichè la banca centrale presumibilmente userebbe delle riserve valutarie in molti casi per regolare la liquidità, piuttosto che per stabilizzare il tasso di cambio.

2) *La situazione di cassa del Tesoro* per operazioni di bilancio, cioè la variazione in un certo intervallo, riferendoci all'Italia, nel conto corrente per il servizio di tesoreria presso la Banca d'Italia, nei buoni ordinari del Tesoro posseduti dalla banca centrale e dalle aziende di credito e in ogni altro saldo di debito o di credito del Tesoro con la Banca d'Italia. Essa rappresenta, tuttavia, una variabile indipendente soltanto nei limiti in cui è imputabile a operazioni ordinarie di bilancio e non a transazioni in linea capitale causate dalla gestione del debito pubblico oppure dall'attività di prestatore o di mutuuario della Tesoreria nei confronti delle aziende di credito o del settore privato. Come per la bilancia dei pagamenti, queste variazioni di cassa riflettono decisioni precedenti (il bilancio) che, almeno nel breve periodo, non possono agevolmente modificarsi. Ovviamente, è facile obiettare che una certa possibilità di manovra esiste, ad esempio, « ritardando » o « accelerando » l'esecuzione di programmi già approvati dal Parlamento, come si fa attualmente in Italia. Tuttavia, una sostanziale variazione nella politica finanziaria abbisogna di tempo per produrre effetti.

3) *Il programma di ammasso del grano*, vale a dire la variazione in un dato intervallo degli effetti di ammasso posseduti dalla Banca d'Italia e dalle aziende di credito. Tali effetti, riscontati in pratica automaticamente dalla Banca d'Italia, equivalgono a biglietti. L'andamento di questo fattore rifletterà principalmente l'ampiezza del raccolto granario e l'altezza dei prezzi ufficiali del grano. Dopo l'approvazione dei provvedimenti granari, la banca centrale può valutare questa variabile ma non influenzarla.

I fattori, aggregati o variabili più direttamente e più efficacemente manovrati dalle autorità monetarie italiane e perciò maggiormente « sensibili » al controllo della banca centrale sono:

1) *Le operazioni in valuta delle banche*: la variazione in un dato intervallo della posizione netta sull'estero delle aziende di credito. Questo fattore è classificato tra i sensibili poichè la Banca d'Italia in questi anni ha spesso prescritto alle aziende di credito di conformarsi a certe regole generali nelle loro operazioni con l'estero (vedi p. 240).

2) *Le operazioni in conto capitale della Tesoreria*: nel caso italiano si tratta della variazione in un intervallo temporale nella posizione di cassa del Tesoro (conto corrente con la Banca d'Italia, buoni ordinari del Tesoro posseduti dalla Banca d'Italia e dalle aziende di credito, ed altre ragioni di debito o di credito del Tesoro verso la Banca d'Italia) nei limiti in cui è da ascrivere a transazioni in conto capitale con il sistema economico. Queste ultime sono costituite principalmente da emissioni o da rimborsi di titoli del debito pubblico, da prestiti agli operatori economici o a enti pubblici, dalla raccolta del risparmio postale, ecc. Di questo aggregato si può modificare l'andamento con mere decisioni amministrative, i cui effetti si ripercuotono piuttosto rapidamente. La decisione presa all'inizio del 1963 di non rinnovare alla scadenza circa 200 miliardi di buoni poliennali del Tesoro mirava al preciso fine di ottenere immediati effetti sulla liquidità, al pari dei provvedimenti presi all'inizio del 1964 quando nuove emissioni di titoli furono collocate tra il pubblico piuttosto che presso la Cassa Depositi e Prestiti, ente finanziato indirettamente dal Tesoro.

3) *I risconti e le anticipazioni*: in Italia questa voce si riferisce alla variazione in un certo intervallo nel volume complessivo delle operazioni di risconto e di anticipazione effettuate dalla Banca d'Italia o dall'Ufficio Italiano dei Cambi a favore delle aziende di credito e degli Istituti speciali di credito. Mentre in altri paesi il potere discrezionale della banca centrale può essere limitato da disposizioni legislative, in Italia queste operazioni sono interamente rimesse al giudizio della banca centrale e ne hanno costituito sempre uno dei principali strumenti di politica monetaria.

Un'identità (*definitional equation*), basata sull'uguaglianza tra attività e passività nel bilancio della banca centrale, lega questi aggregati primari ad un altro, più generale, che rappresenta le passività liquide delle autorità monetarie verso il pubblico e verso le banche, denominate anche « moneta della banca centrale » (MBC).

I fattori sensibili si ipotizza che siano manovrati dalle autorità monetarie con l'intento di modificare questo aggregato situato « ad uno stadio elevato della gerarchia ». Le passività liquide della banca centrale includono in Italia la circolazione dei biglietti, i depositi delle aziende di credito presso la stessa, i buoni ordinari del Tesoro e gli effetti di ammasso tenuti dalle aziende di credito, perchè considerati perfettamente liquidi. In breve, MBC si compone della circolazione dei biglietti e delle altre attività liquide delle aziende di credito non rappresentate da banconote.

L'equazione che spiega le variazioni nella moneta della banca centrale ( $\Delta MBC$ ), durante un intervallo di tempo, in termini di fattori autonomi ( $\Delta FA$ ) e fattori sensibili ( $\Delta FS$ ) è la seguente:

$$\Delta FA + \Delta FS + \Delta U = \Delta MBC$$

in cui  $\Delta U$  rappresenta la variazione nelle voci non classificate.

La tabella 1 riporta queste equazioni (11) per il 1960-63 (si veda Tab. 2 in Appendice):

TABELLA 1  
MONETA DELLA BANCA CENTRALE E SUOI FATTORI  
(miliardi di lire)

	$\Delta FA$	$\Delta FS$	$\Delta U$	$\Delta MBC$
1960	384	- 277	13	120
1961	332	266	- 40	558
1962	75	592	1	668
1963	- 592	1.354	- 60	702

Come si è già notato,  $\Delta MBC$  non può considerarsi un obiettivo monetario in sé, ma soltanto uno strumento per il raggiungimento di una finalità più generale, come la variazione nella liquidità totale.

(11) Un'illustrazione di queste equazioni per l'Italia nel periodo 1960-63 è data nella tabella 2 in Appendice.

Per poter disporre di un quadro unitario del più vasto campo della politica monetaria, si è cercato di fondere le voci del bilancio consolidato Banca d'Italia - Ufficio Italiano dei Cambi con altri dati sulla liquidità bancaria e sulla bilancia dei pagamenti. A questo scopo, i dati relativi ai Buoni ordinari del Tesoro, agli effetti di ammasso nei portafogli delle aziende di credito, e alla posizione netta sull'estero delle aziende sono stati derivati dalle serie stati-

Prima di discutere la « relazione funzionale » esistente tra  $\Delta MBC$  e la variazione nella liquidità totale, è necessario descrivere due altri fattori che, principalmente legati al comportamento delle banche e del pubblico, solo in parte risentono l'influenza della banca centrale. Si tratta delle variazioni nei coefficienti di liquidità delle banche,  $r$  (12), e di preferenza del pubblico per i biglietti,  $c$  (13).

tiche disponibili e integrati nella situazione contabile della banca centrale. Perciò, le « attività nette », in questo bilancio « corretto » delle autorità monetarie centrali, includono: 1) l'oro e le riserve in valuta estera del sistema bancario, inclusa la posizione netta sull'estero delle aziende di credito; 2) i crediti sul Tesoro della banca centrale e i buoni ordinari del Tesoro detenuti dalle aziende di credito; 3) gli effetti di ammasso sia presso la Banca d'Italia sia presso le aziende di credito; 4) i risconti e le anticipazioni alle aziende di credito e agli Istituti speciali di credito da parte della Banca d'Italia e dell'UIC. Dal lato delle passività troviamo 1) la circolazione dei biglietti al netto delle giacenze di cassa della banca centrale; 2) i depositi delle aziende di credito presso la Banca d'Italia; 3) i Buoni ordinari del Tesoro e gli effetti d'ammasso tenuti in portafoglio dalle aziende di credito come parte della propria liquidità. Per costruire questo nuovo bilancio è sufficiente aggiungere a destra e a sinistra del bilancio consolidato Banca d'Italia - UIC, le voci che si riferiscono alle aziende di credito (posizione netta sull'estero, buoni ordinari del Tesoro, effetti d'ammasso).

Soltanto le variazioni nette annuali sono state riportate nella tabella 2 dell'Appendice. Per definizione, la somma algebrica di queste variazioni deve essere zero; se una voce (la MBC, ad esempio) è posta in evidenza, essa risulta necessariamente uguale alla somma di tutte le altre. Nel determinare il segno dei fattori, è necessario accertare dapprima se la variazione riguarda un'attività netta o una passività netta (-) delle autorità monetarie centrali. Si noti che le passività nette sull'estero delle aziende di credito figurano in questa impostazione come un'attività della banca centrale, quasi quest'ultima e non le banche estere avesse fornito loro la liquidità. Ogni aumento delle attività o diminuzione di passività ha segno (+); una riduzione delle attività o un accrescimento delle passività ha segno (-). L'opposto vale per la creazione della moneta della banca centrale (aumento di  $MBC = +$ ).

Il fattore bilancia dei pagamenti, voce (1a), è misurato dalla variazione nelle attività nette (riserve nette di oro e divise estere del sistema bancario); un avanzo, cioè un aumento è contrassegnato da un segno (+), un disavanzo dal segno (-). La voce (1b) rappresenta un credito sul Tesoro e il suo aumento, cioè un disavanzo della gestione pubblica, appare con un segno (+), il che vale anche per le voci 1c, 2b e 2c. La voce 2a costituisce una passività per le aziende di credito se la posizione netta delle medesime è creditoria in quanto si suppone che le loro disponibilità in divisa affluiscano alla banca centrale; è viceversa un'attività se la posizione netta è passiva per le aziende, come accade attualmente in Italia, e un aumento dell'indebitamento netto verrà indicato col segno (+).

Per racciordare l'impostazione descritta con quella della Banca d'Italia (si veda GAMBINO, loc. cit.), si deve tener presente che la somma algebrica di 1(a) e 2(a) dà il « settore estero » e che quella di 1(b) e 2(b) è uguale al « settore Tesoro », escluse le variazioni dei buoni del Tesoro ordinari nei portafogli delle aziende di credito. La voce 1(c) è identica in ambedue gli schemi.

(12) Il coefficiente  $r$  è calcolato dividendo la liquidità bancaria — costituita dalla cassa contante, dai depositi presso la banca centrale, dai buoni ordinari del Tesoro e dagli effetti d'ammasso — per il totale dei depositi in conto corrente e a risparmio.

(13) Si ottiene dividendo la circolazione totale dei biglietti e delle monete nelle mani del pubblico per la liquidità totale del pubblico.

Per poterne tener conto nella nostra equazione, l'effetto sulla liquidità di variazioni in  $r$  e in  $c$  deve essere quantificato (14). La tabella 3 dell'Appendice pone in luce come sono variati negli ultimi quattro anni questi coefficienti e quale è stato il loro apporto alla liquidità.

Si hanno a disposizione, così, tre importanti fattori ( $\Delta MBC$ ,  $\Delta r$  e  $\Delta c$ ) che sommati danno praticamente il totale dell'« espansione primaria » (EP).

L'unico problema che resta è quello di correlare l'espansione primaria (EP) con l'espansione totale (ET) della liquidità, cioè con la nostra variabile-obiettivo; il che si ottiene facilmente applicando a EP la formula del moltiplicatore del credito (15):

$$ET = EP \frac{1}{r + c(1-r)} \quad (16)$$

Il modello, stabilendo una relazione tra le variazioni nei nostri aggregati primari e quelle della variabile-obiettivo, risulta utile a scopi di analisi, previsione e programmazione, sempre che si rammentino le sue limitazioni.

Nella tabella 4 in Appendice si dà, per l'Italia, il moltiplicatore implicito del credito, ottenuto dividendo l'espansione totale per l'espansione primaria, e quello calcolato con la precedente formula in base ai valori dei coefficienti  $r$  e  $c$  all'inizio del periodo; le differenze sono minime e possono ascrivere ad arrotondamenti e altri errori. L'altezza del moltiplicatore del credito negli ultimi anni è andata costantemente aumentando; dal 2,3 nel 1960 si passa al 2,6 nel 1961, al 2,7 nel 1962 e ad un massimo del 2,8 nel 1963. Ciò significa che una data « iniezione di liquidità » avrà ora un più ampio effetto sulla liquidità totale che nel 1960. Come è noto, all'origine dell'azione moltiplicativa vi è il rapido rinnovo di depositi e prestiti da parte del sistema bancario.

(14) I valori di  $\Delta r$  e  $\Delta c$  si calcolano sottraendo dalla liquidità bancaria effettivamente esistente ad una certa data quella che si sarebbe verificata se  $r$  fosse rimasto allo stesso livello dell'anno precedente. Se i valori effettivi sono più elevati di quelli calcolati,  $\Delta r$  avrà segno negativo, avendo il sistema bancario, in questo caso, assorbito e perciò sterilizzato un certo ammontare di liquidità. Il calcolo di  $\Delta c$  è identico.

(15) Si veda: E. SCHNEIDER, *Le determinanti del potenziale di credito delle banche commerciali in un sistema monetario composito di grado unico*, in questa Rivista, 1955, pp. 187-97.

(16) I coefficienti  $r$  e  $c$  sono quelli accertati per la fine del periodo precedente.

### 3. Tendenze e politiche monetarie recenti in Italia.

La serie di tabelle pubblicate in Appendice offre una applicazione all'Italia del modello di politica monetaria descritto nelle precedenti pagine. L'esistenza di un « modello » che in se stesso costituisce un'interpretazione di certe relazioni, semplifica molto il lavoro di analisi, preparatorio ad ogni programmazione.

Come si deduce dalla figura 1 e dalla tabella 2, il saggio annuale di aumento della liquidità totale del pubblico (17), principale variabile-obiettivo della politica monetaria, subì una accelerazione dal 14 per cento nel 1960 ad un massimo del 18 per cento nel 1962, quindi una decelerazione al 13,2 per cento nel 1963. Ancor più accentuato risulterebbe il rallentamento nel corso dell'ultimo anno, se si considerassero periodi più brevi: trimestri o mesi. Uguale andamento ebbero le variazioni nell'offerta di moneta: un'accelerazione nel saggio di aumento dal 13,69 per cento nel 1960 al 18,26 per cento nel 1962 e una decelerazione al 12,79 per cento nel 1963.

Fissando l'attenzione sulla moneta della banca centrale (MBC) si nota (Fig. 1) che all'aumento percentuale elevatissimo avutosi tra il 1960 e il 1961 si contrappose nel 1963 un rallentamento appena percettibile. La ragione di ciò apparirà in tutta la sua evidenza in seguito, trattando delle accentuate oscillazioni nei coefficienti  $r$  e  $c$ . Il saggio di aumento del credito bancario rimase, invece, piuttosto stabile per tutto il periodo in esame.

Questi sono i risultati di una serie di decisioni di politica monetaria che dapprima hanno reso possibile l'espansione della liquidità e successivamente l'hanno frenata. La tabella 4 dell'Appendice è sintetizzata nel testo dalla figura 2 e dalla tabella 3 che illustrano la partecipazione dei singoli fattori o componenti alla creazione di liquidità in ogni anno.

Il contributo dei fattori autonomi (FA) si ridusse fortemente tra il 1960 e il 1962, passando dal 56 all'8 per cento; nel 1963 esso fu negativo, determinando una accentuata contrazione. Ovviamente, ciò riflette il rovesciamento di posizione della bilancia dei pagamenti italiana durante il periodo in esame: l'avanzo nei confronti dell'estero di 320 miliardi di lire (512 milioni di dollari) in media nel 1960 e nel 1961 fu seguito dal grosso deficit di 778 miliardi (1.245 milioni

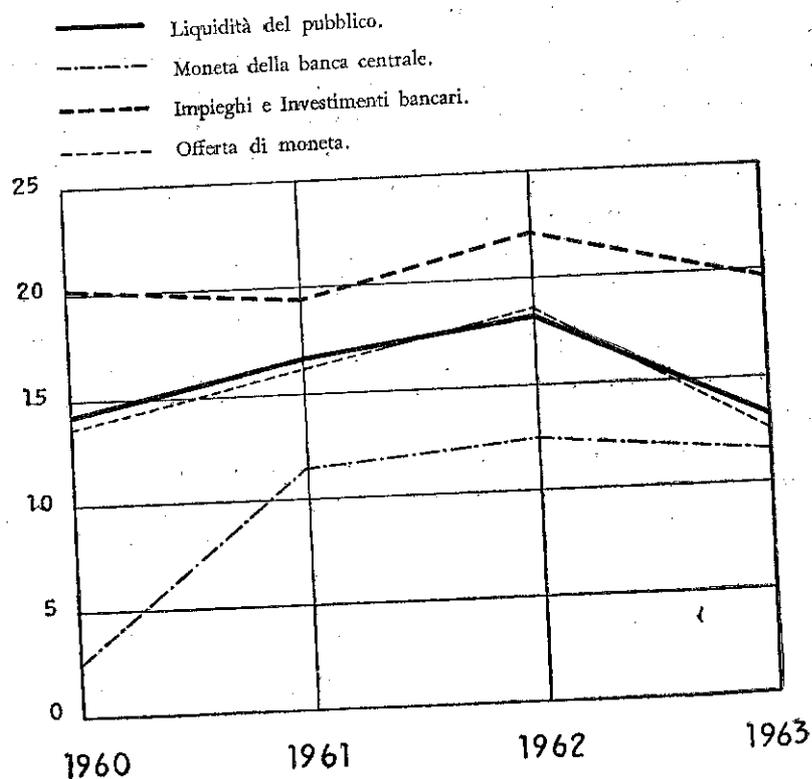
(17) Biglietti, monete, depositi in conto corrente e a risparmio.

ANDAMENTO DI ALCUNI INDICATORI MONETARI  
(variazioni percentuali)

TABELLA 2

	Liquidità del pubblico A	Moneta della banca centrale B	Impieghi e investimenti bancari C	Offerta di moneta D
1960	14,04	2,53	20,01	13,69
1961	16,67	11,46	19,48	16,34
1962	18,03	12,31	22,03	18,26
1963	13,22	11,52	19,54	12,79

Fig. 1 - ANDAMENTO DI ALCUNI INDICATORI MONETARI  
(variazioni percentuali)



di dollari) nel 1963. Gli altri fattori autonomi, vale a dire la posizione di cassa del Tesoro per operazioni correnti di bilancio e gli effetti di ammasso, contribuirono anch'essi all'espansione, ma in lieve misura, fatta eccezione probabilmente per il 1963 quando il deficit di bilancio toccò i 193 miliardi di lire (si veda Tab. 2 in Appendice).

I fattori che solo indirettamente possono essere controllati dalle autorità monetarie ( $\Delta c$  e  $\Delta r$ , cioè gli effetti monetari di variazioni nei coefficienti di liquidità delle banche e di preferenza del pubblico per i biglietti) ebbero dapprima rilevanti effetti sull'espansione della liquidità; poi perdettero gradualmente d'intensità (si vedano Tab. 3

TABELLA 3  
PRINCIPALI COMPONENTI DELL'ESPANSIONE PRIMARIA  
(in per cento del totale)

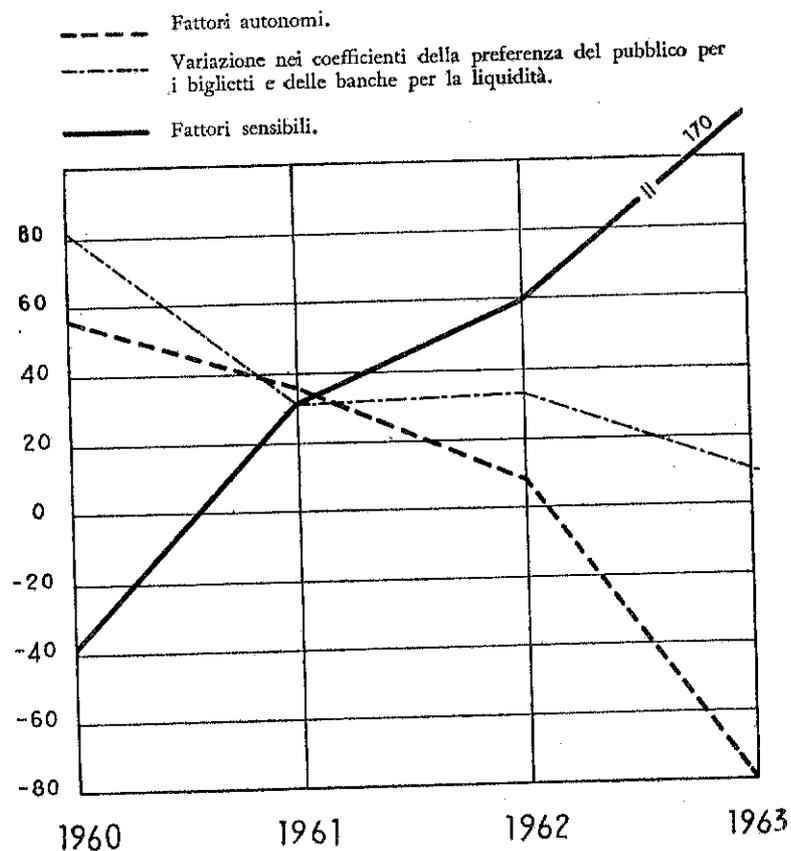
	Fattori autonomi A	Variazione nelle preferenze del pubblico per i biglietti e delle banche per la liquidità B	Fattori sensibili C
1960	56	81	- 37
1961	35	32	33
1962	8	33	59
1963	- 82	12	170

e Fig. 2, nonché Tab. 4 e Fig. 3). Nel 1963 il loro apporto fu pari soltanto al 12 per cento dell'espansione primaria. Come si desume dalla tabella 4 dell'Appendice, l'espansione dovuta alla riduzione del coefficiente di liquidità delle aziende di credito ammontò a 461 miliardi di lire nel 1960 ( $r$  diminuì dal 29,7 al 25,1 per cento), a circa 230 miliardi sia nel 1961 sia nel 1962 e a 129 miliardi nel 1963. Non va dimenticato che le aziende di credito nel 1959 emergevano da un periodo di bassa congiuntura con un ampio margine di riserve libere e che nel 1962 il limite superiore delle riserve obbligatorie fu ridotto dal 25 al 22,5 per cento.

Le tre variabili sensibili (operazioni in valuta delle aziende di credito, gestione del debito pubblico, risconti e anticipazioni) determinarono una contrazione nel 1960; negli anni seguenti contribuirono in misura crescente ad aumentare la liquidità. Nel 1963 esse furono praticamente le uniche componenti ad imprimere un impulso

inflatorio tanto forte non solo da neutralizzare il sostanziale effetto riduttivo dovuto al deficit della bilancia dei pagamenti ma da determinare in aggiunta un aumento del 12 per cento nella moneta della banca centrale.

FIG. 2 - PRINCIPALI COMPONENTI DELL'ESPANSIONE PRIMARIA  
(in per cento del totale)



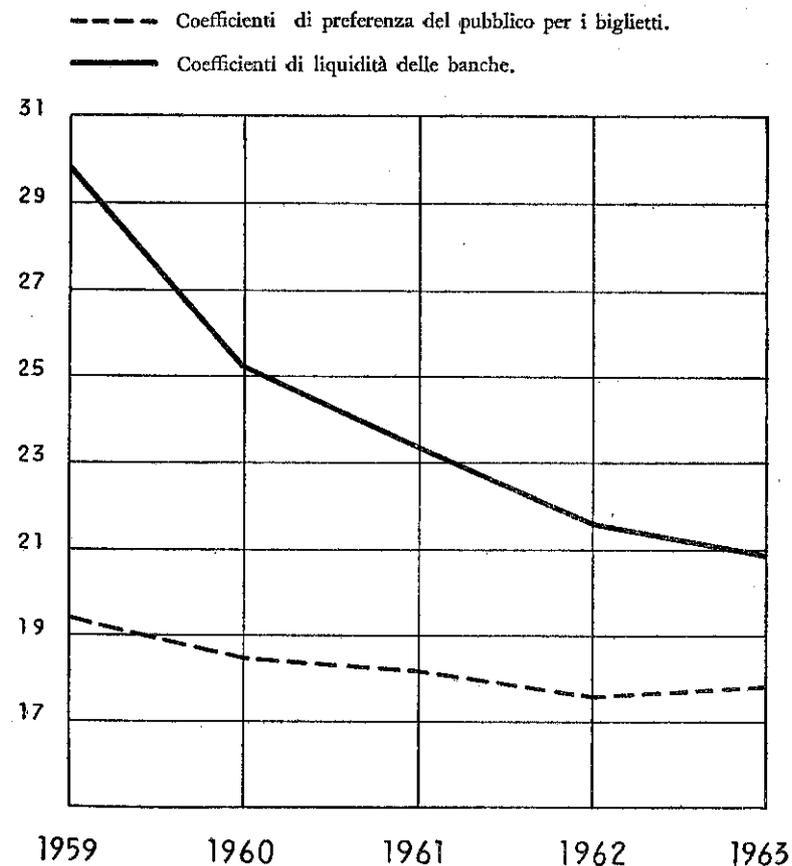
Sull'andamento dei fattori sensibili durante il 1960-63, illustrato nella tabella 2 dell'Appendice, si può osservare:

a) Operazioni in valuta delle aziende di credito. Con una disposizione del novembre 1959 le aziende di credito italiane furono autorizzate a mantenere una propria posizione in valuta. Nell'agosto del 1960 furono invitate ad eliminare entro il dicembre l'eventuale

TABELLA 4

ANDAMENTO DEI COEFFICIENTI  $c$  E  $r$ 

	Coefficiente di preferenza del pubblico per i biglietti	Coefficiente di liquidità delle banche
	A	B
1959	19,29	29,66
1960	18,35	25,13
1961	18,11	23,23
1962	17,55	21,54
1962	17,71	20,74

FIG. 3 - ANDAMENTO DEI COEFFICIENTI  $c$  E  $r$ 

posizione debitoria netta verso l'estero; a questo fine la Banca d'Italia fornì entro limiti la valuta necessaria, mediante riporti. Nell'ottobre 1962 la disposizione dell'agosto 1960 fu abolita, ma nell'agosto 1963 la Banca d'Italia fece pressioni sulle aziende di credito affinché riducessero il proprio indebitamento verso l'estero. In sintesi queste furono le decisioni di politica valutaria relative a questo aggregato; va notato, però, che la Banca d'Italia ha spesso cercato di temperare la rigidità di queste regole con transazioni *ad hoc*, come riporti in valuta (*swaps*) e depositi di divise estere presso le banche.

Nel dicembre 1961, ad esempio, per mantenere le aziende di credito in una situazione di liquidità, l'UIC aveva in deposito presso di esse la somma di 302 milioni di dollari. Essendo i depositi equivalenti a euro-dollari da usarsi per operazioni a favore di residenti, si trattò in sostanza di iniezioni di liquidità, e tali furono chiamate. Queste operazioni cessarono quando la riduzione nel coefficiente di riserva obbligatoria dal 25 al 22,5 per cento nel gennaio 1962 migliorò la situazione di liquidità delle aziende di credito.

La posizione netta in valuta sull'estero delle aziende di credito (18), debitoria per 175 milioni di dollari nel dicembre 1959, fu pareggiata nel dicembre 1960. Gradualmente si venne poi costituendo una posizione attiva netta che nell'ottobre 1962 ammontava a 93 milioni di dollari. L'abrogazione del divieto di mantenere uno sbilancio passivo verso l'estero nell'ottobre 1962 indusse le aziende di credito a procurarsi notevoli depositi di euro-dollari a tutto l'agosto 1963 queste avevano ottenuto sui mercati esteri un totale di 750 milioni di dollari. Tra l'agosto 1963 e la fine del maggio 1964 la riduzione nell'indebitamento netto verso l'estero ha raggiunto i 311 milioni di dollari.

Nella tabella 2 dell'Appendice appare soltanto l'effetto finale in lire di queste operazioni, che nel 1960 portarono ad una contrazione di 112 miliardi. Dopo il 1960, quando entrarono in vigore le limitazioni, e sino all'ottobre 1962, allorchè furono abrogate, l'apporto di tali operazioni fu trascurabile, mentre tra l'ottobre 1962 e l'agosto 1963 divenne elevatissimo. Nel 1963, nonostante i rimborsi effettuati dopo l'agosto, si verificò un'espansione di 410 miliardi di lire.

b) Operazioni in linea capitale del Tesoro. È questo un aggregato piuttosto difficile da calcolare per il gran numero di operazioni che vi rientrano e per la difficoltà di ottenere dati statistici. In quattro

(18) Esclusa la posizione sull'estero in lire e valute inconvertibili.

classi principali si possono classificare le operazioni di questo tipo: 1) raccolta di risparmio attraverso le casse postali; 2) gestione del debito pubblico; 3) emissione di buoni ordinari del Tesoro; 4) acquisto di titoli o concessione di mutui da parte della Cassa Depositi e Prestiti. Attingendo alle Relazioni annuali della Banca d'Italia è stato possibile costruire la tabella 5, che fornisce il dettaglio della voce unica « Operazioni in linea capitale del Tesoro » riportata nella tabella 2 dell'Appendice.

OPERAZIONI IN LINEA CAPITALE DEL TESORO  
(indebitamento verso il pubblico = -)

TABELLA 5

	1960	1961	1962	1963
	(miliardi di lire)			
1. Raccolta del risparmio postale (Cassa Depositi e Prestiti) . . . . .	-211	-272	-371	-422
2. Titoli del debito pubblico (operazioni in conto capitale) . . . . .	...	129	135	156
3. Buoni ordinari del Tesoro . . . . .	-45	-97	-28	131
4. Principali mutui e acquisti di titoli da parte della Cassa Depositi e Prestiti . .	226	267	342	532
5. Voci non classificate (*) . . . . .	-158	-28	82	135
Totale . . . . .	-188	-1	160	532

(\*) Inclusi i debiti esteri, i debiti ed i crediti a medio termine e, per il 1960, la gestione del debito pubblico.

Queste operazioni del Tesoro determinarono una contrazione nel 1960 e nel 1961; provocarono invece una crescente espansione nel 1962 e, in special modo, nel 1963, divenendo in quest'ultimo anno la causa principale dell'aumento nella moneta della banca centrale. La più analitica tabella 5 indica le due voci che hanno registrato le più importanti variazioni: 1) I buoni ordinari del Tesoro, di cui si ebbe una vendita netta alle banche e al pubblico dal 1960 al 1962 mediante emissioni aperte, esercitarono un'azione restrittiva. Nel 1963 vi furono rimborsi netti, e quindi un effetto inflatorio, di 131 miliardi, in larga misura a causa del nuovo sistema di emissione (dal dicembre 1963 i buoni ordinari del Tesoro sono venduti all'asta cui possono partecipare le sole aziende di credito) e anche per effetto della nuova disposizione sul limite minimo del 10 per cento da osser-

vare per la riserva obbligatoria in contanti. 2) I prestiti netti e gli acquisti di titoli da parte della Cassa Depositi e Prestiti aumentarono più del doppio tra il 1960 e il 1963, raggiungendo il livello di 532 miliardi di lire; la difficile situazione finanziaria degli enti locali e le tensioni del mercato finanziario spiegano questa massiccia assistenza fornita dalla Cassa al sistema economico nel 1963.

c) Risconti e anticipazioni. Si tratta delle anticipazioni fatte dalla Banca d'Italia e dall'Ufficio italiano dei cambi alle aziende di credito e agli Istituti speciali di credito a valere su effetti di commercio e su titoli di Stato o da quest'ultimo garantiti. L'apertura di crediti da parte della banca centrale è discrezionale; le aziende di credito, di norma, depositano un certo volume di titoli, ottenendone una linea di credito che utilizzano mano a mano che ne ravvisano la necessità. Nelle sue statistiche sulla liquidità bancaria la Banca d'Italia include il credito aperto non ancora utilizzato, ma per motivi di omogeneità non lo si è considerato in questo modello. Si sarebbero dovuti comprendere, infatti, nella liquidità del pubblico i fidi accordati non ancora utilizzati, il che è impossibile per mancanza di dati (19). Nell'aprile 1964 il credito aperto dalla Banca d'Italia e non ancora utilizzato ammontava a 317 miliardi di lire.

Risconti e anticipazioni si accrebbero di 23 miliardi nel 1960, di quasi 200 miliardi mediamente nel 1961 e nel 1962, di ben 412 miliardi nel 1963. Parte di questi fondi, però, fu ottenuta mediante depositi di valuta estera presso l'Ufficio Italiano dei Cambi.

#### 4. Il modello quale strumento di programmazione.

Lo schema illustrato in questo articolo ha in comune con altri modelli di interrelazioni il difetto di essere basato in larga misura su identità derivate nel nostro caso dall'uguaglianza tra attività e passività nei bilanci delle banche. Quantunque sia corretto valersene *ex-post*, per fini di programmazione, o *ex-ante*, lo schema va usato con estrema cautela a causa dell'interdipendenza di vari fattori che reagiscono in maniera imprevedibile. Ad esempio, se si fanno variare i fattori sensibili, tutti gli altri ne risentiranno gli effetti e il loro andamento normale ne sarà alterato.

(19) Per la definizione di liquidità bancaria adottata, si veda nota (12).

Nell'analizzare le tendenze in Italia nel 1963 non è possibile affermare, ad esempio, che sarebbe bastato contenere l'espansione degli aggregati suscettibili di manovra in 955 miliardi per limitare l'aumento della liquidità del pubblico nel massimo del 6 per cento (20). Molto probabilmente, in una situazione di questo tipo il disavanzo nella bilancia dei pagamenti sarebbe stato più piccolo, oppure i coefficienti di liquidità delle aziende di credito sarebbero stati più bassi o più alti, ecc. Inoltre, come il Governatore della Banca d'Italia ha spesso avvertito, vi sono stretti legami tra l'espansione creditizia e l'andamento del mercato dei capitali, cosicché diviene anche più difficile valutare, per un più lungo spazio di tempo, le conseguenze di politiche alternative (21).

Poiché l'ipotesi del *coeteris paribus* è più probabile che valga nel periodo brevissimo, ogni programmazione o bilancio monetario basato su questo modello dovrebbe estendersi soltanto a pochi mesi, ad esempio tre. I bilanci monetari, infatti, devono essere continuamente aggiornati sulla base dei più recenti dati noti o stimati, in funzione dell'andamento dei fattori che possono essere soltanto previsti.

Nè va dimenticato il ritardo col quale sono pubblicate le statistiche relative agli aggregati più complessi. In Italia, ad esempio, del bilancio della banca centrale si può disporre dopo un mese circa, ma i dati sull'offerta di moneta e sulla liquidità totale del pubblico appaiono spesso dopo quattro mesi. Diagnosticare il presente o il recente passato non è un'esercitazione senza costrutto, ma un utilissimo punto di riferimento per l'azione delle autorità monetarie. Da ciò discende la necessità di un modello che permetta di inferire dalle variazioni di pochi e noti aggregati (come la bilancia dei pagamenti o il bilancio pubblico) le tendenze delle variabili-obiettivo.

Nel costruire un bilancio monetario, l'ordine dei vari stadi attraverso i quali ha proceduto l'analisi dovrà essere invertito: nel primo verrà fissato l'obiettivo della manovra monetaria; il secondo consisterà nella previsione o nel calcolo della variazione probabile

(20) Il calcolo è effettuato considerando il 6 per cento di 17.318 miliardi (liquidità alla fine del 1962, come risulta dalla tabella 1 in Appendice), pari a 1.039 miliardi, dividendo il risultato per 2,6 (moltiplicatore del credito) e sottraendo dal quoziente di 400 miliardi i 97 miliardi costituiti da  $\Delta c + \Delta r$ : la MBC è perciò uguale a 303 miliardi. Poiché i fattori autonomi incluso  $\Delta u$  sono pari a -652 miliardi, gli aggregati sensibili avrebbero potuto espandersi per 955 miliardi; in effetti, essi si accrebbero di 1.354 miliardi.

(21) La stessa critica si può rivolgere all'equazione dello scambio; anche la formula del Fisher è un'identità (*definitional equation*).

nei coefficienti  $c$  ed  $r$  e dei loro effetti sulla liquidità ( $\Delta r$  e  $\Delta c$ ); al terzo si effettuerà il calcolo dell'espansione primaria, dividendo l'espansione totale per il moltiplicatore, e quindi quello della variazione nella moneta della banca centrale ( $EP - \Delta c - \Delta r = MBC$ ); la stima o il calcolo delle variabili indipendenti costituirà il quarto stadio; nel quinto ed ultimo si otterranno per differenza i fattori sensibili ( $\Delta MBC - \Delta FA = \Delta FS$ ). Le autorità monetarie dovranno quindi suddividere l'ammontare disponibile tra i tre aggregati manovrabili nonchè tra le loro componenti.

*Nella tabella 6 è riportato uno schema di bilancio monetario per l'Italia valido per il 1964 e basato sull'ipotetico obiettivo della manovra monetaria di determinare, nel corso dell'anno, un'espansione della liquidità del 7 per cento.*

BILANCIO MONETARIO PER L'ITALIA NEL 1964

TABELLA 6

Descrizione	Ammontare (in miliardi di lire)
1. <i>Primo stadio</i> : Obiettivo della manovra monetaria: espansione del 7 per cento nella liquidità del pubblico (7 per cento di 19.607 miliardi) . . . . .	1.372
2. <i>Secondo stadio</i> : Coefficienti $c$ ed $r$ ipotizzati invariati rispetto al livello del 1963 (20,7 e 17,7): $\Delta c + \Delta r =$ . . . . .	—
Moltiplicatore del credito = $\frac{1}{0,207 + 0,177 (1 - 0,207)}$ . . . . .	2,88
3. <i>Terzo stadio</i> : Aumento in MBC (obiettivo della manovra monetaria diviso per il moltiplicatore, al netto di $\Delta c$ e $\Delta r$ ) o $\Delta MBC$ . . . . .	476
4. <i>Quarto stadio</i> : Fattori autonomi . . . . .	- 420
(1) bilancia dei pagamenti . . . . .	-700
(2) Tesoro . . . . .	200
(3) effetti d'ammasso . . . . .	80
5. <i>Quinto stadio</i> : Fattori sensibili (per differenza) . . . . .	896

A causa dei pesanti disavanzi ipotizzati per la bilancia dei pagamenti e per il Tesoro, quest'esempio permette di affermare che un considerevole aumento nei fattori sensibili sarebbe perfettamente compatibile con un moderato aumento nella liquidità, poniamo del 7 per cento. Le conseguenze di scelte alternative per il 1964 sugli aggregati primari possono facilmente dedursi da questo modello.

Stimati i fattori autonomi ed i coefficienti  $c$  ed  $r$ , si può passare a determinare, indifferentemente: a) l'espansione nella liquidità

generata in certe condizioni da un'ipotizzata variazione nei fattori sensibili, o viceversa b) i limiti entro i quali i fattori sensibili dovranno essere contenuti per ottenere certi obiettivi della manovra monetaria.

A questo punto s'impone una piccola digressione: nell'esempio della tabella 6 si sono supposti stabili i coefficienti  $r$  e  $c$ , poichè la situazione di liquidità del sistema bancario italiano alla fine del 1963 era molto tesa. Le riserve bancarie liquide, vale a dire al netto di quelle obbligatorie pari al 22,5 per cento dei depositi, ammontavano soltanto al 2,6 per cento dei depositi. (Non s'è tenuto conto del margine disponibile nei conti di anticipazione presso la Banca d'Italia.) La quota libera è talmente modesta che non sono probabili spostamenti di rilievo.

Ovviamente, le variazioni nei coefficienti di riserva obbligatoria costituiscono sempre un'arma potente che la Banca d'Italia può adoperare per accrescere o restringere la liquidità. Ipotizzando che si faccia ricorso alla manovra delle riserve, sarebbe necessario calcolare  $\Delta r$  e tenerne conto nel nostro bilancio monetario.

Il coefficiente  $c$  sembra avere un andamento più stabile; la sua caduta dal 19,3 nel 1959 al 17,6 nel 1962 si verificò regolarmente, al saggio di quasi il 3 per cento l'anno; nel 1963 si ebbe un leggero aumento. Per il 1964, molto dipenderà dal grado di stretta creditizia prevalente nell'anno, ma l'ipotesi di quasi-stabilità o di una modesta flessione sembra giustificata.

V'è tra gli economisti chi preferisce ragionare in termini di espansione creditizia piuttosto che di espansione della liquidità. I banchieri, che nel discutere di politica monetaria prediligono anch'essi riferirsi agli attivi bancari, è molto probabile che fissino il proprio obiettivo in termini di espansione creditizia. Il nostro modello permette di passare dall'obiettivo liquidità a quello creditizio utilizzando un bilancio semplificato delle aziende di credito. Naturalmente, v'è un margine di errore piuttosto ampio (si veda Tab. 6 in Appendice) a causa di alcune voci non classificate nella situazione consolidata, come il patrimonio e le partite minori di debito e di credito. A fini di programmazione, i vari passaggi della tabella 6 in Appendice vanno riformulati, partendo dall'aumento totale dei depositi (che fa parte dell'obiettivo), aggiungendo i risconti, le anticipazioni e gli altri finanziamenti della Banca d'Italia (fattori sensibili) e detraendo la variazione nella liquidità delle banche dovuta al previsto andamento del coefficiente  $r$ .

### 5. Alcune osservazioni sull'andamento stagionale.

Fissato l'obiettivo della manovra monetaria per il periodo relativamente lungo di un anno, si rende necessario valutarne le conseguenze per intervalli intermedi, ad esempio trimestrali. Quotidiane decisioni devono essere prese circa i fattori sensibili e ciascuna di esse deve essere coerente per quanto possibile con l'obiettivo generale.

In assenza di oscillazioni stagionali o accidentali, per ottenere gli obiettivi trimestrali sarebbe sufficiente dividere per quattro quelli annuali. Ma le influenze stagionali sono notevoli; in Italia esse agiscono sugli andamenti della liquidità totale, della preferenza del pubblico per i biglietti, della liquidità bancaria, nonché sulle tre variabili indipendenti (bilancia dei pagamenti, posizione di cassa del Tesoro per operazioni ordinarie di bilancio e operazioni di ammasso di grano).

Non rientra nell'ambito di quest'articolo una discussione della stagionalità; tuttavia, un'indagine anche frettolosa dell'andamento stagionale di certi aggregati o coefficienti in Italia permette di meglio valutare le attuali tendenze sulla base di dati parziali, che, al momento in cui scriviamo, coprono soltanto il primo trimestre del 1964. Va sottolineato che *il nostro fine è soltanto quello di illustrare un metodo, non di avanzare effettive previsioni.*

#### a) Liquidità totale

Per la liquidità totale, nel periodo 1959-63, si è calcolata la media mobile di cinque trimestri, con centro nel terzo. I dati grezzi

TABELLA 7

LIQUIDITA' TOTALE: SCARTI PERCENTUALI DALLA MEDIA MOBILE  
(cinque trimestri con centro nel terzo)

Anno	I	II	III	IV
1960	...	- 2,4	- 0,1	2,8
1961	- 0,6	- 2,3	- 1,6	3,3
1962	- 0,5	- 2,2	- 1,5	3,6
1963	0,3	- 1,4	...	...
media	- 0,3	- 2,1	- 1,1	3,2

della liquidità totale hanno posto in luce regolari scarti della tendenza, espressa dalla media mobile: al di sotto della linea di fondo per i primi tre trimestri e al di sopra per l'ultimo, come mostra la tabella 7.

Nel marzo il livello di liquidità è in media dello 0,3 per cento inferiore alla media mobile, in giugno del 2,1, in settembre dell'1,1; in dicembre, al contrario, è superiore del 3,2 per cento. Ipotizzando che questo andamento stagionale sia rispettato nel 1964, un calcolo elementare permette di stabilire che se obiettivo della manovra monetaria è un aumento annuo del 7 per cento nella liquidità, la variabile-obiettivo rispetto al dicembre 1963 deve essere dell'1,8 per cento inferiore sia nel marzo sia nel giugno 1964 mentre ha da essere superiore nel settembre dello 0,9 e nel dicembre, ovviamente, del 7 per cento (22).

TABELLA 8

STAGIONALITA' IN ITALIA DEI COEFFICIENTI  $r$  E  $c$ 

	Coefficiente $r$	Coefficiente $c$
1959 dicembre	29,66	19,29
1960 marzo	29,49	17,85
giugno	27,43	17,81
settembre	27,49	17,59
dicembre	25,13	18,35
1961 marzo	26,01	17,27
giugno	24,14	17,19
settembre	25,13	17,39
dicembre	23,23	18,11
1962 marzo	23,57	16,56
giugno	21,39	16,73
settembre	21,84	16,98
dicembre	21,54	17,55
1963 marzo	22,81	16,83
giugno	21,96	17,29
settembre	22,07	17,18
dicembre	20,74	17,71

(22) La correzione si effettua ponendo il valore del dicembre uguale a 100, sottraendo il coefficiente di stagionalità per lo stesso mese (3,2 per cento), aggiungendo l'aumento ipotizzato in ogni trimestre (1/4 di 7 per cento in marzo, 1/2 in giugno, ecc.) e aggiungendo algebricamente il coefficiente di stagionalità del singolo trimestre. Per marzo si ha:  
 $100 - 3,2 = 96,8 + 1,7 = 98,5 - 0,3 = 98,2$  ( $100 - 98,2 = 1,8$ ).

b) I coefficienti  $c$  ed  $r$ 

Calcoli uguali o simili possono farsi per accertare le oscillazioni stagionali nei coefficienti  $c$  ed  $r$ ; il loro andamento durante il periodo 1960-63 è riassunto nella precedente tabella 8.

È evidente che il coefficiente  $c$  tende ad aumentare in dicembre quando la domanda di biglietti da parte del pubblico raggiunge un massimo, mentre cade in misura rilevante nel primo trimestre dell'anno. Il coefficiente  $r$  sembra muoversi in direzione opposta nei due citati periodi a causa del riflusso di biglietti dall'economia verso le banche. Non si può affermare che i due movimenti si compensino perfettamente, avendo in passato determinato un'espansione, in verità non molto forte, nel corso del primo trimestre.

## c) I fattori autonomi

Nel cercare di « indovinare » il presente o il recente passato non è necessario formulare ipotesi su questi aggregati o destagiona-

ANDAMENTO DEI FATTORI AUTONOMI IN ITALIA  
(miliardi di lire)

TABELLA 9

	Bilancia dei pagamenti	Situazione di cassa del Tesoro per operazioni ordinarie di bilancio	Effetti d'ammasso	Totale
1960 1° trimestre . . .	- 74	13	- 9	- 70
2° » . . .	39	- 122	- 6	- 89
3° » . . .	272	66	7	345
4° » . . .	39	149	10	198
1961 1° trimestre . . .	- 60	2	- 23	- 81
2° » . . .	101	- 255	- 2	- 156
3° » . . .	243	39	37	319
4° » . . .	77	143	30	250
1962 1° trimestre . . .	- 53	36	- 25	- 42
2° » . . .	- 15	- 268	18	- 265
3° » . . .	209	47	27	283
4° » . . .	- 110	150	59	99
1963 1° trimestre . . .	- 168	160	- 12	- 20
2° » . . .	- 257	- 233	- 11	- 501
3° » . . .	- 70	- 5	11	- 64
4° » . . .	- 283	271	5	- 7

lizzarli poichè alcuni sono resi noti relativamente presto. Per effetto della stagionalità il primo trimestre è generalmente il più avverso per la nostra bilancia dei pagamenti, mentre il terzo è il migliore. La posizione di cassa del Tesoro dovuta a operazioni correnti di bilancio segna un forte avanzo nel secondo trimestre e il massimo deficit nell'ultimo. Nei primi due trimestri l'insieme delle variabili indipendenti determina un assorbimento di moneta della banca centrale, negli altri due, invece, una creazione che è massima nel terzo (si veda Tab. 9).

## 6. Le previsioni per il 1964.

Non sono ancora noti i dati sulle effettive tendenze della nostra variabile-obiettivo nel primo trimestre del 1964. Al momento in cui scriviamo (giugno 1964), le uniche informazioni complete sull'andamento della liquidità sono quelle apparse nella Relazione annuale della Banca d'Italia e si arrestano al 31 dicembre 1963.

MONETA DELLA BANCA CENTRALE E SUOI FATTORI  
(gennaio-marzo 1964)  
(miliardi di lire)

TABELLA 10

1. Fattori autonomi	
a) bilancia dei pagamenti . . . . .	- 272
b) situazione di cassa del Tesoro per operazioni ordinarie di bilancio . . . . .	191
c) effetti d'ammasso . . . . .	...
Totale . . . . .	- 81
2. Fattori sensibili	
a) posizione netta sull'estero delle aziende di credito . . . . .	- 124
b) operazioni in linea capitale del Tesoro . . . . .	- 180
c) risconti e anticipazioni . . . . .	149
Totale . . . . .	- 155
3. Voci non classificate . . . . .	28
ΔMBC . . . . .	- 208

Per un'economia che intende adottare un programma di stabilizzazione sarebbero necessari dati più aggiornati.

Il modello illustrato permette una grossolana previsione dell'andamento che la liquidità dovrebbe seguire. Inoltre, consente di calcolare la nostra variabile-obiettivo per il resto dell'anno in base a varie ipotesi, ad esempio, che la tendenza del trimestre gennaio-marzo abbia a continuare.

La variazione nella moneta della banca centrale ( $\Delta\text{MBC}$ ) e i fattori che la determinano sono stimati nella tabella 10 sulla base dei dati disponibili. Se si assumesse una perfetta compensazione tra le variazioni nei coefficienti  $c$  ed  $r$ , le flessioni nell'espansione primaria e nella moneta della banca centrale sarebbero uguali ( $\Delta\text{EP} = \Delta\text{MBC} = -208$  miliardi nel caso  $\Delta c + \Delta r = 0$ ). Tuttavia è probabile che in fase di stretta creditizia la diminuzione stagionale in  $c$  sia più ampia dell'aumento anch'esso stagionale in  $r$ ; perciò, si è previsto l'effetto combinato di  $\Delta c + \Delta r = 75$  miliardi. Determinata così in 133 miliardi la riduzione nell'espansione primaria, per effetto del moltiplicatore del credito (2,9) si ha la contrazione di 383 miliardi di lire nella liquidità totale del pubblico nel primo trimestre 1964. La flessione rispetto al dicembre 1963 (19.607 miliardi) risulterebbe dell'1,9 per cento.

TABELLA 11

PREVISIONI PER IL 1964 BASATE SULL'ANDAMENTO DEL PRIMO TRIMESTRE

	Linea di tendenza	Coefficiente di stagionalità (in per cento)	Andamento della liquidità (dic. 1963 = 100)	Espansione primaria (miliardi di lire)	Liquidità (miliardi di lire)
1963 dicembre . . .	96,8	3,2	100,0	—	19.607
1964 marzo . . .	98,4	- 0,3	98,1	- 133	19.224*
giugno . . .	100,0	- 2,1	97,9	10	19.195*
settembre . . .	101,6	- 1,1	100,5	177	19.705*
dicembre . . .	103,2	3,2	106,4	402	20.862*

(\*) Stime.

Applicando i coefficienti di stagionalità calcolati nel paragrafo precedente, si ottiene l'andamento della liquidità nel corso del 1964; la sua tendenza è all'aumento, al tasso del 7 per cento l'anno.

Il volume della moneta della banca centrale, nell'ipotesi che non si abbiano altre variazioni in  $c$  e in  $r$ , diminuirebbe nel secondo trimestre, aumenterebbe nel terzo e si accrescerebbe di circa 402 miliardi nel quarto. Il limite massimo di aumento per i fattori sensibili potrebbe fissarsi non appena l'andamento delle variabili indipendenti è reso noto o può essere stimato con maggiore approssimazione.

Dati parziali disponibili per il bimestre aprile-maggio 1964 sembrano indicare che la tendenza del primo trimestre si è protratta nei successivi due mesi. In questo periodo, poichè la posizione verso l'estero è stata grosso modo in equilibrio e il modesto disavanzo del Tesoro è stato compensato da una flessione nel risconto, la variazione nella moneta della banca centrale è stata probabilmente ben al di sotto dell'ammontare indicato nella tabella 11, che include, però, anche il mese di giugno nel limite annuale del 6-7 per cento circa.

## 7. Conclusioni.

È innegabile la necessità di porre degli obiettivi alla politica monetaria, fissati quantitativamente e per brevi periodi, specialmente quando si rende imperativo il risanamento della situazione economica. Tale esigenza è maggiormente avvertita allorchè le autorità monetarie e quelle governative devono concordare un organico sistema di interventi. È evidente che non si può valutare adeguatamente l'efficacia di provvedimenti fiscali volti a raggiungere scopi quali, ad esempio, la modifica del processo di utilizzazione del reddito attraverso lo spostamento di risorse dai consumi agli investimenti o il miglioramento della bilancia dei pagamenti, senza dapprima stimare la dimensione probabile dei fenomeni monetari al momento della loro applicazione.

Se la scelta dell'obiettivo della manovra monetaria pone problemi complessi, di non minore importanza è l'attuazione del programma stabilito; in verità, ciò rientra più propriamente nel

dominio della tecnica o arte del banchiere centrale. Tuttavia, poichè la messe di dati statistici che si rende continuamente disponibile abbisogna di essere organizzata e sistemata, è opportuno utilizzarla nel quadro di un modello di interrelazioni in grado di stabilire un rapporto tra l'uso degli strumenti monetari e il probabile andamento della variabile-obiettivo.

Un modello di tal fatta è utile a scopi di analisi, di previsione e di programmazione. Nell'analisi degli andamenti, esso è di aiuto nello stimare ciò che è accaduto o che sta accadendo e nell'individuare le cause di certi negativi risultati economici. Nelle previsioni, permette una più chiara intelligenza di quel che ci si può attendere in base a certe ipotesi. Nella programmazione, infine, serve alla preparazione di un bilancio monetario capace di « tradurre » l'obiettivo generale della manovra monetaria in una serie di limiti superiori o « tetti » per gli aggregati primari (risconto, operazioni di mercato aperto, ecc.), per i quali quotidiane decisioni devono essere prese.

Va sottolineato che estremamente pericoloso sarebbe il fissare separatamente per ciascun aggregato primario uno specifico obiettivo in relazione alla rispettiva tendenza passata, a prescindere dalle variazioni in altri aggregati della stessa « costellazione ». Ciò che conta è la risultante finale del movimento congiunto di tutte le variabili. Perciò, sarebbe errato stabilire obiettivi di manovra monetaria con riferimento ai fattori sensibili senza conoscere il probabile andamento delle variabili autonome che, nel breve periodo, seguono il proprio libero corso.

La caratteristica della congiuntura economica italiana nel 1963 e nella prima metà del 1964 è stata l'avvio da una situazione di inflazione abbastanza vivace e di disavanzo nella bilancia dei pagamenti verso condizioni di maggiore stabilità. A causa delle difficoltà di applicare un ideale complesso di provvedimenti anticongiunturali, il compito di effettuare il mutamento di rotta è ricaduto principalmente sulle autorità monetarie, che lo hanno affrontato con gran cautela, senza ricorso a forme dirette di controllo, operando quasi esclusivamente sulle variabili che abbiamo definite « sensibili ». Questa politica si iniziò nel terzo trimestre del 1963 e la sua pressione è aumentata gradualmente nei mesi successivi sino ad oggi.

Da qualche tempo, i suoi effetti sono divenuti chiaramente evidenti sotto forma di un rallentamento nel saggio di aumento della liquidità e, con un ritardo leggermente maggiore, nel tasso di espansione del credito. Su base annua quest'ultimo dal 25 per cento nel settembre 1963 è sceso al 13 per cento nell'aprile 1964, mentre il tasso di aumento della liquidità dal 18 per cento circa nel giugno 1963 ha ridotto il suo ritmo al 6-7 per cento nel marzo di quest'anno.

BRUNO BROVEDANI

## APPENDICE STATISTICA

TABELLA 1

ANDAMENTO DELLA LIQUIDITA'  
(miliardi di lire)

	1959	1960	1961	1962	1963
<b>A. Liquidità totale del pubblico</b> . . . . .	11.028	12.576	14.672	17.318	19.607
1. Biglietti . . . . .	2.127	2.308	2.657	3.040	3.473
2. Conti correnti . . . . .	4.084	4.753	5.558	6.675	7.485
3. Depositi a risparmio . . . . .	4.755	5.437	6.368	7.507	8.544
4. Moneta metallica . . . . .	62	78	89	96	105
<b>B. Liquidità delle aziende di credito</b>	2.622	2.561	2.770	3.055	3.324
1. Depositi presso la Banca d'Italia	861	755	867	1.063	1.350
2. Buoni ordinari del Tesoro . . . . .	1.541	1.588	1.680	1.726	1.712
3. Effetti di ammasso . . . . .	110	102	101	72	36
4. Cassa contante . . . . .	110	116	122	194	226
<b>C. Totale della moneta della banca centrale (A<sub>1</sub>+B)</b> . . . . .	4.749	4.869	5.427	6.095	6.797
<b>D. Espansione nella moneta della banca centrale (variazioni di C)</b> . . . . .	—	120	558	668	702
<b>E. Espansione nella liquidità totale (variazioni di A)</b> . . . . .	—	1.548	2.096	2.646	2.289

Fonte e metodo: (A<sub>1</sub>) Bollettino della Banca d'Italia, anno XIX, n. 1, Tab. 2, col. Circolazione; al netto dei biglietti e delle monete nelle casse delle aziende di credito, di cui a Tab. 21. (A<sub>2</sub>) Id., Tab. 10, col. Conti correnti. (A<sub>3</sub>) Id., Tab. 24, col. Depositi a risparmio, rettificati. (A<sub>4</sub>) Id., Tab. 8, col. Biglietti e monete di Stato.  
(B<sub>1</sub>) Id., Tab. 2, col. Aziende di Credito - Depositi. (B<sub>2</sub>) Id., Tab. 23, col. Buoni del Tesoro ordinari - Aziende di credito e Istituti centrali di categoria. (B<sub>3</sub>) Banca d'Italia, Relazione annuale 1963, p. 329. (B<sub>4</sub>) Vedi nota A<sub>1</sub>.

TABELLA 2

MONETA DELLA BANCA CENTRALE: ESPANSIONE E SUOI FATTORI  
(variazioni in miliardi di lire)

	1960	1961	1962	1963
<b>1. Fattori autonomi</b>				
a) Bilancia dei pagamenti (disavanzo = -)	276	361	31	- 778
di cui: partite correnti . . . . .	(171)	(226)	(156)	(- 556)
b) Tesoro (avanzo di cassa = -)	106	- 71	- 35	193
c) Effetti d'ammasso . . . . .	2	42	79	- 7
Totale . . . . .	384	332	75	- 592
<b>2. Fattori sensibili</b>				
a) Posizione netta sull'estero delle aziende di credito (diminuzione nelle passività nette sull'estero = -)	- 112	26	283	410
b) Operazioni in linea capitale del Tesoro (indebitamento netto verso il mercato = -)	- 188	- 1	160	532
c) Risconti e anticipazioni alle aziende di credito e agli Istituti speciali di credito	23	241	149	412
Totale . . . . .	- 277	266	592	1.354
<b>3. Fattori non classificati</b> . . . . .	13	- 40	1	- 60
Totale dell'espansione di MBC (1) . . . . .	120	558	668	702

(1) Emissione di biglietti, passività a breve verso le aziende di credito, buoni ordinari del Tesoro, effetti d'ammasso nei portafogli delle aziende di credito. Variazioni annuali.  
Fonte e metodo: (1a) Bollettino della Banca d'Italia, anno XIX, n. 1, Tab. 49, col.

VARIAZIONI NEI COEFFICIENTI DI LIQUIDITA'  
(miliardi di lire)

TABELLA 3

	1959	1960	1961	1962	1963
1. Biglietti in circolazione . . . . .	2.127	2.308	2.657	3.040	3.473
2. Liquidità totale del pubblico . . . . .	11.028	12.576	14.672	17.318	19.607
Coefficiente <i>c</i> (1:2 × 100) . . . . .	19,29	18,35	18,11	17,55	17,71
3. Liquidità delle aziende di credito . . . . .	2.622	2.561	2.770	3.055	3.324
4. Totale dei depositi presso le aziende di credito . . . . .	8.839	10.190	11.926	14.182	16.029
Coefficiente <i>r</i> (3:4 × 100) . . . . .	29,66	25,13	23,23	21,54	20,74
5. Correzione (Δ <i>c</i> ) . . . . .	—	118	35	96	- 32
6. Correzione (Δ <i>r</i> ) . . . . .	—	461	227	239	129

Fonte e metodo: (1) Si veda Tab. 1, voce A<sub>1</sub>. (2) Si veda Tab. 1, voce A. (3) Si veda Tab. 1, voce B. (4) Si veda Tab. 1, voci A<sub>2</sub>+A<sub>3</sub>. (5) Calcolata applicando il coefficiente *c* dell'anno precedente alla liquidità del pubblico e sottraendo il risultato ottenuto dai biglietti in circolazione nell'anno a cui la correzione si riferisce (se il valore calcolato è maggiore, il segno è positivo). (6) Calcolata applicando il coefficiente *r* dell'anno precedente al totale dei depositi presso le aziende di credito e sottraendo il risultato ottenuto dalla liquidità delle aziende di credito nell'anno cui la correzione si riferisce (se il valore calcolato è maggiore il segno è positivo).

TABELLA 4

ESPANSIONE E FATTORI DELLA LIQUIDITA' TOTALE  
(miliardi di lire)

	1960	1961	1962	1963
1. Espansione totale della moneta della banca centrale . . . . .	120	558	668	702
2. Espansione nella emissione di monete metalliche . . . . .	16	11	7	9
3. Correzione (Δ <i>c</i> ) . . . . .	118	35	96	- 32
4. Correzione (Δ <i>r</i> ) . . . . .	461	227	239	129
5. Totale dell'espansione primaria . . . . .	715	831	1.010	808
6. Espansione totale della liquidità del pubblico . . . . .	1.548	2.096	2.646	2.289
7. Moltiplicatore implicito del credito . . . . .	2,17	2,52	2,62	2,83
8. Moltiplicatore calcolato del credito . . . . .	2,31	2,57	2,69	2,83

Fonte e metodo: Voci 1 e 2 dalla Tab. 1; voci 3 e 4 dalla Tab. 3. Voce 8 calcolata con la formula  $\frac{I}{r+c(1-r)}$  (ove i valori di *c* ed *r* presi dalla Tab. 3 sono quelli del precedente anno).

Saldo bilancia valutaria. 1(b) Banca d'Italia, Relazione annuale 1963, p. 244. Voci 1 e 2 (al netto del movimento di capitali) e voci 4, 5 e 8. 1(c) Id., voce 31 più le variazioni in B<sub>3</sub> di Tab. 1.

2(a) Bollettino della Banca d'Italia, Tab. 50, col. Aziende di credito - Posizione netta. 2(b) Id., Tab. 2, col. Tesoro, variazioni al netto della voce 1(b) di cui sopra. Sono aggiunte le variazioni della voce B<sub>2</sub> della Tab. 1. 2(c) Id., Tab. 2, variazioni nella voce Aziende di credito - Risconto ed altre operazioni, più Istituti speciali di credito e meno effetti d'ammasso.

ANDAMENTO DELLA LIQUIDITA' E DEL CREDITO  
(Bilancio consolidato e semplificato delle aziende di credito)  
(miliardi di lire)

	1959	1960	1961	1962	1963
1. Totale degli impieghi bancari . . .	6.137	7.411	8.903	10.737	13.005
2. Totale degli investimenti bancari . . .	1.320	1.538	1.789	2.310	2.592
Totale . . . . .	7.457	8.949	10.692	13.047	15.597
3. Più: liquidità bancaria . . . . .	2.622	2.561	2.770	3.055	3.324
Totale delle attività . . . . .	10.079	11.510	13.462	16.102	18.921
4. Meno: posizione netta sull'estero, risconto e anticipazioni . . . . .	526	437	701	1.133	1.955
5. Voci non classificate, errori ed omissioni (*) . . . . .	- 714	- 883	- 835	- 787	- 937
6. Totale dei depositi bancari . . . . .	8.839	10.190	11.926	14.182	16.029

Fonte e metodo: (1) *Bollettino della Banca d'Italia*, anno XIX, n. 1, Tab. 24, col. *Impieghi*. (2) *Id.*, Tab. 23, col. *Titoli di proprietà*, meno i seguenti: *Buoni del Tesoro ordinari - Aziende di credito e Istituti centrali*. (3) *Id.*, Tab. 1, voce B. (4) Si vedano le fonti a Tab. 2, voci 2(a) e 2(c). (6) Tab. 1, voci A<sub>2</sub> e A<sub>3</sub>.

(\*) Questa voce è piuttosto ampia in Italia; le sue variazioni sono irregolari e imprevedibili. Ciò è dovuto all'inserimento nel bilancio consolidato delle aziende di credito, di somme cospicue detenute per conto del Tesoro e di altri enti pubblici, che non sono comprese tra i depositi. Gli assegni in circolazione sono anch'essi inclusi in questa voce.

ANDAMENTO DELLA LIQUIDITA' E DEL CREDITO  
(variazioni in miliardi di lire)

	1960	1961	1962	1963
1. Totale degli impieghi bancari . . . . .	1.274	1.492	1.834	2.268
2. Totale degli investimenti bancari . . . . .	218	251	521	282
Totale . . . . .	1.492	1.743	2.355	2.550
3. Più: liquidità bancaria . . . . .	- 61	209	285	269
4. Meno: posizione netta sull'estero, risconto e anticipazioni . . . . .	- 89	264	432	822
5. Voci non classificate, errori ed omissioni . . . . .	- 169	48	48	- 150
6. Totale dei depositi bancari . . . . .	1.351	1.736	2.256	1.847