

L'inflazione negli Stati Uniti dopo il 1965 : un'interpretazione monetaria

Introduzione.

Per dare risalto all'interpretazione monetaria della recente inflazione cercherò innanzitutto di tratteggiare in termini generali alcune delle ipotesi fondamentali su cui sono basate molte delle spiegazioni non monetarie (1). Queste ultime, quasi tutte, ravvisano nel rincrudimento della guerra del Viet Nam nel 1965 e nella mancata approvazione di un'addizionale sulle imposte dirette nel 1966 le cause principali del recente processo inflazionistico. Inoltre, certe versioni delle stesse teorie poggiano su taluno dei seguenti assunti: *a*) che le spinte inflatorie hanno avuto origine dal rapido aumento della spesa per la difesa nazionale e per gli investimenti privati — in alcune varianti il fattore cruciale sarebbe stato la forte accelerazione della spesa (2); *b*) che le politiche di stabilizzazione della « nuova eco-

(1) Per una chiara discussione delle teorie non monetarie dell'inflazione si veda H. G. JOHNSON, *Essays in Monetary Economics* (Harvard, 1967), in special modo il Capitolo III, « A Survey of Theories of Inflation »; e G. HABERLER, *Inflation: Its Causes and Cures* (Washington, 1966). Per alcuni esempi particolari di teorie non monetarie dell'inflazione si vedano gli *Annual Report of the Council of Economic Advisers* (CEA) per il 1967, 1968 e 1969; la testimonianza dinanzi al House Committee for Ways and Means su *The President's Surtax Proposal*, agosto e settembre 1967, dicembre 1967, gennaio 1968; alcuni dei contributi inviati al House Committee on Banking and Currency per il *Compendium on Monetary Policy Guidelines and Federal Reserve Structure* (dicembre 1968); il rapporto del Joint Economic Committee e la testimonianza presentata sull'*Economic Report of the President*, gennaio 1969. Si veda anche il dialogo recentemente pubblicato tra M. FRIEDMAN e W. HELLER su *Monetary vs. Fiscal Policy* (Norton, 1969).

(2) Ho attinto molte delle successive citazioni dall'*Annual Report for 1969* del CEA poiché si tratta di una fonte nota e autorevole. Questi riferimenti, tuttavia, non devono indurre a credere che la spiegazione dell'inflazione sostenuta dal CEA sia una versione estrema e fortemente dogmatica delle teorie non monetarie. Di fatto, l'edizione del 1969, a mio parere, è più conciliante sotto questo aspetto delle precedenti. « Verso la metà del 1965 il tasso di disoccupazione si era ridotto a circa il 4,5 per cento e il divario tra produ-

nomia » avrebbero dato risultati ragionevoli qualora l'Amministrazione Johnson e il Congresso fossero riusciti ad inasprire le imposte per coprire i costi della guerra nel Viet Nam (3); c) che non si dovrebbe incriminare la politica fiscale discrezionale se il Presidente e il Congresso non riescono a cooperare per la sua corretta applicazione; d) che i modelli macroeconomici aggregati, basati sul processo di formazione e spesa del prodotto nazionale lordo, forniscono previsioni sufficientemente buone per attuare una moderna politica fiscale e un controllo attivo dell'economia (4); e) che le continue pressioni inflazionistiche dopo il giugno 1968 derivano dalla mancata approvazione dell'addizionale al momento in cui venne per la prima volta proposta dall'Amministrazione, e non dai saggi eccezionalmente alti di espansione monetaria (5) (6); f) che la condotta della politica monetaria avrebbe potuto essere migliore (in un senso non chiarito), ma poiché i mercati creditizi sono stati piuttosto tesi negli anni recenti il saggio di espansione monetaria non ha potuto essere una delle cause

zione effettiva e potenziale si era assottigliato gradualmente e costantemente. A questo punto, gli ordini e le spese per la difesa cominciarono a crescere rapidamente e il compito della politica monetaria divenne molto più difficile. L'incremento dell'attività per la difesa si aggiunse a una forte espansione della spesa delle imprese per impianti e macchinari. Ne è risultato un accrescimento dell'attività produttiva estremamente rapido che ha generato pressioni inflazionistiche ». (*Economic Report of the President 1969*, pp. 75-76).

(3) « La politica fiscale è rimasta fortemente e ingiustificatamente stimolatrice, in larga parte perché le spese per la difesa hanno continuato a sopravanzare le attese. Come il Presidente ha puntualizzato nel passare in rassegna il problema, egli discusse privatamente del proposto aumento generale nelle imposte con esponenti del Congresso e del mondo imprenditoriale agli inizi del 1966, traendone la conclusione che un inasprimento tributario non poteva essere approvato ». (*Ibid.*, p. 77).

(4) « Le previsioni si sono rivelate esatte per quanto riguarda la rapida crescita del 1964 e la ripresa tra la fine del 1967 e il 1968. In alcune circostanze, tuttavia, si sono incontrate delle difficoltà. Nondimeno, la nostra esperienza dimostra che esplicite proiezioni quantitative sono da preferire a estrapolazioni e a impressioni soggettive, che sono le sole alternative nel prendere decisioni di politica economica che influenzano il futuro ». (*Ibid.*, pp. 79-80).

(5) « I maggiori inconvenienti della politica economica negli anni recenti possono essere ricondotti alle difficoltà incontrate nel realizzare pronti e appropriati aggiustamenti della politica fiscale per compensare le variazioni nella pressione della domanda privata e quelle notevoli dovute alle spese per la difesa. Nella prossima sezione si discutono alcuni miglioramenti che potrebbero essere introdotti nella formulazione e nell'attuazione della politica fiscale ». (*Ibid.*, p. 78).

(6) « In larga parte, l'eccessiva tensione è il riflesso del prolungato ritardo nell'approvare l'addizionale del 10 per cento alle imposte sul reddito, proposta dal Presidente nell'agosto del 1967... Ma quando l'appropriata manovra fiscale fu finalmente attuata a metà luglio, le tendenze che spingevano all'espansione avevano raggiunto una grande forza, maggiore di quella che si era ritenuta possibile a quell'epoca. Come conseguenza, la necessaria decelerazione nel tasso di sviluppo è stata lenta ». (*Ibid.*, p. 33).

principali dell'inflazione avutasi dopo il 1965 (7); g) che il carattere, il vigore e il modo di essere della politica monetaria possono essere valutati, in termini di offerta, disponibilità e costo del credito, mediante le variazioni dei tassi di interesse nominali di mercato, e che non è né necessario né particolarmente utile analizzare l'andamento della quantità di moneta per giudicare dell'azione delle autorità monetarie (8).

Come ulteriore razionalizzazione della persistente inflazione del 1968 e del 1969 e specialmente del suo acuirsi dopo i provvedimenti fiscali del giugno 1968, alcune varianti delle teorie non monetarie sottolineano le conseguenze irreversibili o gli effetti ritardati o di un supposto errore nel pubblico bilancio compiuto nel giugno 1965 o di sbagli nella politica fiscale attuata nel 1966 (9).

Ovviamente, è interessante l'idea che le crescenti pressioni inflazionistiche dopo l'approvazione del « Revenue and Control Act » nel giugno 1968 (e loro continuazione nel primo semestre 1969) sono dovute a errori (di omissione e di azione) associati con l'inasprimento delle ostilità nel Viet Nam nel 1965 e 1966 e non sono sostanzialmente ricollegabili alla forte espansione monetaria a partire dagli inizi del 1967. Un punto importante in questa spiegazione dell'inflazione è che la teoria monetaria della « nuova economia » e i criteri

(7) « Nell'assenza di un'adeguata e tempestiva restrizione fiscale, una parte sproporzionata dell'onere per smorzare l'eccessiva espansione è ricaduta sulla politica monetaria ». (*Ibid.*, p. 77).

« Gli avvenimenti monetari e finanziari del 1968 si possono dividere in due periodi. I tassi di interesse sono saliti rapidamente nei primi mesi dell'anno, dopo che la politica monetaria divenne restrittiva per difendere il dollaro e combattere le crescenti pressioni inflazionistiche all'interno, mentre l'approvazione dell'addizionale fiscale continuava ad essere proposta ». « Il grado di restrizione monetaria attuato nella prima parte dell'anno (1968) è stato decisamente elevato ». (*Compendium*, pp. 83-84).

(8) « L'unica variabile finanziaria che è risultata in contrasto con il quadro generale sopra descritto è l'offerta di moneta in senso stretto. Dopo essere cresciuta ad un tasso relativamente moderato nei primi tre mesi dell'anno, la sua dinamica si è accelerata molto rapidamente durante il periodo aprile-luglio. In larga parte, ciò sembra riflettere un lento aggiustamento da parte del settore privato dell'economia ad una forte riduzione dei depositi del Governo nel periodo considerato. I crescenti bisogni di moneta per transazioni, caratteristici di un'economia in forte espansione, e l'enorme volume di operazioni in titoli possono avervi contribuito. Dal nostro punto di vista, questo aumento dell'offerta di moneta non sta ad indicare un prematuro allentamento della politica monetaria. Né riteniamo che il ritorno a una più normale crescita della massa monetaria nei mesi successivi significhi una politica più restrittiva se confrontata con quella della primavera e degli inizi dell'estate. Gli andamenti di quest'anno rendono evidenti i pericoli insiti nell'accentrare l'attenzione esclusivamente su una variabile finanziaria così particolare come l'offerta di moneta ». (*Ibid.*, pp. 83-84).

(9) Per un'analisi di questi punti di vista si veda D. I. FAND, *The Chain Reaction-Original Sin (CROS) Theory of Inflation*, in « The Financial Analysts Journal », luglio 1969.

di stabilizzazione seguiti dopo il 1965 sarebbero fundamentalmente corretti. L'inflazione sarebbe perciò da ascrivere a errori di attuazione commessi dai politici dell'Amministrazione e del Congresso o dai tecnici della Casa Bianca e del Pentagono.

In un recente lavoro, che discute l'importanza della guerra del Viet Nam nell'attuale fase inflazionistica, io sostengo: *a)* che il rinvigorisimento delle ostilità non è tra le cause maggiori della spinta inflazionistica; *b)* che, se ci è permesso semplificare un complicato nesso, si è più vicini al vero rovesciando il processo causale, cioè assumendo che l'inflazione e l'inasprimento della guerra nel Viet Nam siano derivati, per caso e non di proposito, dall'impegno politico all'espansione; *c)* che le recenti difficoltà nel controllare l'inflazione derivano da insufficienze di analisi, di impostazione e di condotta piuttosto che da cattiva attuazione di una politica fiscale sostanzialmente corretta (10).

In questo articolo mi fermerò sugli aspetti dell'inflazione dopo il 1965: sono corrette le teorie non monetarie nel ritenere che le pressioni inflazionistiche del 1968-1969 siano dovute a errori di attuazione commessi nel 1965 o 1966 all'epoca della recrudescenza delle ostilità nel Viet Nam, errori accresciuti dal ritardo nell'approvare l'addizionale fiscale proposta nel 1967? Oppure i loro sostenitori trascurano il più importante fattore dell'attuale processo inflazionistico, cioè gli elevatissimi saggi di espansione degli aggregati monetari dopo il 1965 e specialmente la notevole accelerazione avutasi dopo gli inasprimenti fiscali del giugno 1968?

1. È stata restrittiva la politica monetaria dopo il 1965?

Un problema cruciale è quello di definire il tipo e il carattere della nostra politica monetaria dopo il 1965 quando divennero evidenti le pressioni inflazionistiche, prolungatesi, senza perdere di intensità, nel secondo trimestre del 1969. I dati di fatto sono pacifici. In questo periodo i tassi di interesse hanno teso all'aumento fino a raggiungere livelli eccezionalmente alti; le quotazioni di tutti i tipi di titoli a reddito fisso, sia pubblici sia privati, hanno accusato flessioni; si sono avute parecchie strette finanziarie, inclusa una stretta creditizia molto severa, fenomeni di « disintermediazione », carenze di fondi sui mercati ipotecari e crescenti preoccupazioni per gli istituti

(10) *Ibid.* Specialmente la Sezione V su « Economia dell'espansione e inasprimento della guerra nel Viet Nam ».

di risparmio. Molti economisti hanno dato quasi per cosa ovvia che questi fenomeni sono la conseguenza necessaria di restrizioni monetarie (11). Sebbene plausibile, questa ipotesi mi pare errata. Vi sono fondate ragioni per ritenere che il periodo successivo al 1965 non sia stato caratterizzato da una politica monetaria di contenimento. Acute scarsità di credito non sono il risultato necessario e nemmeno la normale manifestazione di politiche monetarie restrittive; in effetti, esse si associano molto spesso a periodi di inflazione. Aumenti eccessivi della quantità di moneta, prezzi in ascesa, attese inflazionistiche causano di solito rialzi dei tassi di interesse nominali, forti e persistenti penurie di fondi e crescenti pressioni su tutti i mercati del credito. Questa spiegazione è avvalorata dall'andamento degli aggregati della tabella 1 e dai grafici 1, 2 e 3, che indicano i saggi di incremento (fortissimi) della massa monetaria, i tassi di interesse e i prezzi. Se si guarda ai ritmi di aumento delle riserve bancarie, della base monetaria, dell'offerta di moneta e del credito bancario per quattro periodi successivi al 1957, non si vede come possa sostenersi l'ipotesi che i crescenti tassi di interesse e la tensione creditizia degli ultimi anni possano essere derivati da una politica monetaria restrittiva.

Dello stesso avviso sembra essere il Presidente Martin nella sua testimonianza del 25 marzo '69 alla Commissione del Senato per le banche e la moneta:

« Ma a partire all'incirca dalla metà del 1965 il costo del credito cominciò a salire, e noi assistiamo ancor oggi a continui aumenti. Cosa spiega questo improvviso mutamento nella domanda e nell'offerta sui mercati finanziari durante gli ultimi tre anni e mezzo? »

« Desidero rilevare in maniera particolare che il rialzo dei tassi di interesse a partire dalla seconda metà del 1965 non deriva principalmente da una riduzione dell'offerta di credito dovuta a politiche monetarie restrittive. La politica monetaria è stata restrittiva solo in alcuni periodi degli ultimi anni: dalla fine del 1965 all'autunno del 1966, per un breve intervallo nella tarda primavera del 1968 e quindi nuovamente dalla fine del 1968 ad oggi. Negli altri periodi l'offerta di moneta e di credito è cresciuta rapidamente, cosicché il quadriennio 1965-68 nel suo insieme ha visto un'espansione monetaria piuttosto considerevole » (12).

(11) Per un'impostazione interessante del « problema degli indicatori » si veda l'annunciato studio di K. BRUNNER e A. H. MELTZER, *Targets and Indicators of Monetary Policy*.

(12) Questa importante testimonianza del Presidente Martin indica chiaramente che egli interpreta i crescenti tassi di interesse dopo il 1965 come una conseguenza dell'inflazione monetaria e non come un effetto concomitante della politica monetaria restrittiva.

TABELLA I

SVILUPPI DI PRINCIPALI AGGREGATI MONETARI
(tassi annui di variazione)

	da giugno a dicembre 1968	dal 1967 al 1968	dal 1964 al 1967	dal 1957 al 1964
Totale delle riserve delle banche membri	9,3	5,3	4,8	2,8
Riserve disponibili per i depositi a domanda privati	6,2	6,3	2,8	1,2
Base monetaria	6,6	6,6	4,9	2,7
Depositi a domanda	5,9	6,5	3,7	1,8
Offerta di moneta	6,1	6,8	4,7	1,9
Offerta di moneta e depositi a tempo	11,9	6,0	8,2	5,3
Credito bancario	14,8	8,3	8,8	6,4

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, *Monetary Trends*.

Coloro che associano alti e crescenti tassi di interesse con strette monetarie credono che gli anni successivi al '65 siano stati un periodo di restrizione monetaria per il fatto che i tassi di interesse (v. grafico 2) hanno allora toccato livelli storicamente molto alti. Questa opinione assume che i tassi d'interesse sono un appropriato indicatore e misuratore degli indirizzi monetari. D'altra parte, se le pressioni inflazionistiche sono continuate dopo il '65 nonostante gli alti tassi di interesse, ciò sottolineerebbe l'inefficienza della politica monetaria nel frenare l'inflazione. Coloro infatti che giudicano la politica monetaria col metro dei tassi di interesse hanno fatto leva su questa situazione per caldeggiare gli inasprimenti fiscali. Così Gardner Ackley, quale Presidente del Comitato dei consiglieri economici del Presidente, ha sostenuto che l'introduzione dell'addizionale nel 1968 non soltanto avrebbe accresciuto la difesa contro l'inflazione, ma ci avrebbe aiutato anche ad abbassare i tassi di interesse e, soprattutto, ci avrebbe dato una combinazione di provvedimenti monetari e fiscali preferibile da un punto di vista sociale (13).

(13) « In conclusione, con l'approvazione delle proposte fiscali del Presidente, minimizziamo i rischi di un surriscaldamento o di un eccessivo rallentamento; l'approvazione garantirà le migliori prospettive per raggiungere un sano ritmo di sviluppo che permetta di

La conclusione che la restrizione fiscale era necessaria per realizzare una politica di stabilizzazione è perciò legata ad un particolare modo di intendere il meccanismo monetario — all'assunto cioè che gli accadimenti monetari possono essere analizzati in base ai tassi di interesse presi come indicatori. Proprio questa interpretazione ha portato Ackley ed altri a concludere che era stato fatto eccessivo assegnamento su una politica di restrizione monetaria, che questa era inefficace nell'arginare le pressioni inflazionistiche, che quindi la mancata approvazione degli inasprimenti fiscali nel 1966 era la causa principale della perdurante inflazione. Ma se il saggio di espansione monetaria dopo il 1965 è stato estremamente alto, e se gli elevati e crescenti tassi di interesse, invece che sintomi di stretta, erano il risultato dell'inflazione, allora viene meno molta parte dell'analisi su cui si basa la recente politica di stabilizzazione; in particolare, crolla la tesi degli insuccessi della politica monetaria sia per quel che concerne la sua capacità di frenare la domanda, sia per quel che riguarda i suoi (indesiderabili) effetti sulla ripartizione delle risorse (ad esempio, nel campo dell'edilizia residenziale). Una corretta interpretazione della politica monetaria del periodo in questione è perciò di grande importanza per un giudizio sull'inflazione dell'ultimo periodo che sia utile ai fini sia della politica di stabilizzazione sia della teoria monetaria.

usare adeguatamente e senza tensioni delle nostre risorse o dei nostri mercati finanziari. Non approvando invece le proposte fiscali del Presidente, andiamo incontro al pericolo di squilibri, surriscaldamento, difficoltà finanziarie, accelerazione della spirale prezzi-salari e deterioramento della bilancia dei pagamenti». (*President's Surtax Proposal: Continuation of Hearings*, gennaio 1968, p. 34).

« Senza un aumento delle imposte, il morso ineguale e crudele della restrizione monetaria e degli alti tassi di interesse imporrebbe una certa contrazione allo sviluppo della domanda e all'inflazione dei redditi monetari. I redditi addizionali che deriverebbero da questa azione non affluirebbero allo Stato, ma a coloro che hanno fondi da prestare». (*President's 1967 Tax Proposal, Hearings before the Committee on Ways and Means*, Parte 1^a, p. 60).

« Questa è un'altra delle ragioni principali per cui le previsioni, nel caso in cui non siano decisi inasprimenti fiscali, sono difficili. Sappiamo soltanto che vi sarebbe un grado di restrizione monetaria molto più forte dell'attuale. I tassi di interesse, di già ai livelli massimi dagli inizi del secolo per il lungo termine; salirebbero ulteriormente. Il primo, ma non il solo settore, a subirne le conseguenze sarebbe l'edilizia. I tassi a breve e medio termine dei titoli di mercato aperto non possono salire ulteriormente senza dissecare il flusso di fondi che si dirige agli intermediari finanziari e da questi verso il mercato ipotecario. La recessione nel settore delle costruzioni del 1966 potrebbe ripetersi; ed è molto dubbio che questo settore sia in grado di riaversi da un secondo colpo del genere con la stessa rapidità dimostrata nel 1967. Se una previsione sicura può essere fatta, è la seguente: un voto contrario all'inasprimento fiscale è un voto a favore di una crisi nell'edilizia». (*President's Surtax Proposal: Continuation of Hearings*, gennaio 1968, pp. 39-40).

2. Il meccanismo di trasmissione del tasso di interesse nei modelli aggregati.

In un tipico modello macroeconomico, per analizzare l'effetto della politica monetaria sulla domanda globale si esaminano le elasticità rispetto ai tassi d'interesse, cioè l'effetto che una variazione dei tassi d'interesse ha sulla spesa per investimenti. Sebbene si ripeta spesso il tentativo di inserire una variabile per la disponibilità di credito o una misura della liquidità, simili modelli postulano essenzialmente un meccanismo di trasmissione che va dalla moneta ai tassi di interesse, e da questi agli investimenti (14). Siffatta interpretazione dei legami tra il settore finanziario e quello reale tende perciò ad attribuire al tasso di interesse le tre seguenti funzioni: *a*) di indicatore dell'indirizzo della politica monetaria; *b*) di misura del costo del capitale; *c*) di meccanismo di trasmissione attraverso il quale la moneta influisce sulla spesa privata. Sebbene questa impostazione sia diffusa e prevalga tra gli economisti, vorrei suggerire che i tassi di interesse nominali, o di mercato, non sempre possono svolgere le suddette funzioni in maniera soddisfacente; e ciò è molto probabile che accada in un'economia ad elevata occupazione e con prezzi crescenti, come è quella del periodo successivo al 1965.

2.1. I tassi di interesse come indicatori.

La scelta del tasso di interesse come indicatore della politica monetaria può apparire naturale in un modello di tipo keynesiano nel quale un aumento o una diminuzione della quantità di moneta abbassa o innalza il tasso di interesse, l'iniezione di nuova moneta ha un effetto immediato sui tassi di interesse e il *modus operandi* della politica monetaria si manifesta attraverso il costo del danaro e

(14) In una recente rassegna della letteratura empirica, Hamburger riassume così i suoi risultati: « Le principali conclusioni sono le seguenti: primo, le variabili monetarie che sono state usate più di frequente sono i tassi di interesse e alcune misure *ad hoc* della liquidità; la tendenza recente è stata a favore dei tassi di interesse. Secondo, la frequenza con la quale si è riscontrato che i tassi sono statisticamente significativi sembra aumentare con l'andar del tempo. Alcuni anni or sono, si pensava che le variazioni dei tassi influissero soltanto sulle costruzioni per abitazioni e sulle spese degli stati e degli enti locali. Ora, vi sono prove di effetti anche sugli investimenti in impianti e macchinari. Inoltre, ricerche recenti suggeriscono che i tassi di interesse possono avere una parte importante nel determinare gli investimenti in scorte e le spese dei consumatori in beni durevoli ». Si veda M. J. HAMBURGER, *The Impact of Monetary Variables: A Selected Survey of the Empirical Literature*, in « Staff Economic Studies » (par. 34) del Federal Reserve System.

gli investimenti. Secondo questo modello, un periodo di crescenti ed elevati tassi di interesse, come quello in esame, sarebbe da classificare, ovviamente, di restrizione monetaria.

Ma questa conclusione è piuttosto imbarazzante poiché, come si è dimostrato, il periodo in esame è stato anche caratterizzato da saggi di espansione monetaria estremamente alti e da una notevole inflazione, la più lunga degli ultimi due decenni. Si è comprensibilmente restii a ritenere che un periodo sia allo stesso tempo di inflazione e di stretta monetaria; sembra quindi esservi una contraddizione tra la connotazione di stretta monetaria basata sui tassi di interesse e la tesi dell'inflazione suggerita dall'andamento della quantità di moneta. Una maniera di conciliare le due posizioni è quella di ammettere che l'alto e crescente costo del danaro dopo il 1965 sia stato la conseguenza dell'inflazione monetaria (15); ma ciò implica il rifiuto del tasso di interesse come indicatore o, almeno, il riconoscimento che esso soffre, in talune circostanze, di considerevoli limitazioni in questa sua funzione.

Vi sono altre difficoltà nell'usare i tassi di interesse come indicatori della situazione monetaria. Primo, è necessario interpretare l'andamento dei tassi nominali, quali risultano dal rendimento dei titoli di stato che non comportano rischi (di mancato pagamento), e collegare questi tassi di mercato al « tasso d'interesse » della teoria, sia esso il tasso a lunga di Keynes, o quello reale di Fisher, o quello naturale di Wicksell o il prezzo di offerta del capitale di Tobin (16). Secondo, è indispensabile decidere sulle scadenze più significative e accertare se è più idoneo il rendimento dei titoli pubblici o quello delle obbligazioni industriali a riflettere il mutare delle tendenze monetarie; se si accoglie il prezzo di offerta del capitale, bisogna scegliere tra il rendimento delle azioni e il tasso di profitto. Terzo, è necessario individuare un criterio per giudicare se i tassi sono alti o

(15) Si veda M. FRIEDMAN, *Dollars and Deficits* (Prentice-Hall, 1968), capitoli 4 e 5.

(16) Tobin così definisce il prezzo di offerta del capitale: « La variabile strategica, la misura finale dell'espansione o della deflazione, della restrizione o della larghezza monetaria, è il tasso di remunerazione che la comunità dei possessori di ricchezza chiede al fine di assorbire il capitale esistente (valutato ai prezzi correnti), né più né meno, nei loro portafogli e nei loro bilanci. Questo tasso può essere denominato prezzo di offerta del capitale ». Si veda J. TOBIN, *Money, Capital, and Other Stores of Values*, in « American Economic Review », maggio 1961.

La relazione tra il tasso a lunga di Keynes, il tasso reale di Fisher e il prezzo di offerta del capitale di Tobin è discussa nella Sezione IV del mio articolo, *Keynesian Monetary Theories, Stabilization Policy and the Recent Inflation*, di imminente pubblicazione in « Journal of Money, Credit and Banking ».

bassi, se la politica monetaria è restrittiva o no. Quarto, se i tassi nominali o di mercato incorporano talvolta un premio per le attese inflazionistiche, come tener conto della possibilità che *crescenti* tassi di mercato si associno con tassi reali *costanti* o addirittura *calanti*?

Il nuovo Presidente del Comitato dei consiglieri economici, McCracken, nella testimonianza sul Rapporto economico del Presidente per il 1969 dinanzi al Joint Economic Committee (17 febbraio) si è così espresso sul tema generale:

« Vi è molto disaccordo sui canali attraverso i quali la politica monetaria influisce sull'economia e conseguentemente sui migliori indicatori della direzione e del grado di pressione monetaria. In modo specifico, non v'è accordo sul problema se la restrizione o la sollecitazione monetaria è esercitata o misurata da variazioni nell'offerta di moneta (la quale può essere definita in molti modi) o da variazioni nel livello generale dei tassi di interesse, o da variazioni nelle relazioni tra tassi d'interesse, o da variazioni di altri fenomeni ancora. Io propendo a credere che l'andamento dell'offerta di moneta sia molto importante. Non ritengo tuttavia che il problema sia stato risolto e non desidero essere dogmatico al riguardo ».

Per il periodo successivo al 1965, a mio avviso, si ottiene una più chiara spiegazione se si guarda al comportamento degli aggregati monetari. I dati della tabella 1 e i grafici 1, 2 e 3 accreditano l'ipotesi che si sia passati per una fase di notevole inflazione monetaria e che gli alti e crescenti tassi di interesse non siano il risultato di una politica monetaria restrittiva (17).

2.2. Tassi di interesse e costo del capitale.

In aggiunta alla funzione di indicatori, i tassi di interesse sembrano avere anche quella di misura del costo del capitale, ed è attraverso questo costo che si ritiene che la politica monetaria influisca sugli investimenti. Alla luce della nostra recente esperienza non è affatto certo che i tassi di interesse nominali siano un metro adeguato per misurare il costo d'uso del capitale. Quando i prezzi tendono all'aumento, i tassi *reali* possono rimanere costanti o addirittura diminuire, nonostante che i tassi nominali salgano. Una stima del tasso reale per un prenditore o un datore di credito richiede di aggiustare

(17) Per una succinta analisi dei recenti sviluppi monetari, si veda l'articolo di N. BOWSER, 1968 - *Year of Inflation*, nella « Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis », dicembre 1968.

i tassi di mercato e di tener conto in modo esplicito delle attese in tema di prezzi. Ma tali attese possono essere soggettive e variare da individuo a individuo; pertanto, i tassi di mercato non sembrano fornire nemmeno le informazioni necessarie per misurare il costo in interessi per chi prende a prestito.

Di qui due problemi: a) Come stimare un tasso reale allo scopo di misurare il tasso di interesse economicamente significativo o costo del capitale? b) Esiste una misura obiettiva ed univoca del tasso reale dell'interesse o costo reale del capitale, se le attese individuali in materia di prezzi differiscono?

Se la formazione e distribuzione dei prezzi attesi variano da persona a persona, un dato aumento nei tassi di mercato può indurre alcuni operatori ad agire sulla base di un tasso reale crescente, mentre altri, dinanzi alla stessa variazione dei tassi di mercato, possono comportarsi come se i tassi reali fossero destinati a ribassare poiché attendono che i prezzi salgano ulteriormente. L'uso dei tassi di mercato come misura del costo effettivo dei fondi può quindi essere fuorviante, poiché il tasso reale peculiare a ciascun operatore non necessariamente si muove nella stessa direzione di quello nominale.

Non farebbe meraviglia scoprire che l'elasticità delle attese per le « imprese » è più alta che per altri settori, e che dopo il 1965 le « imprese » hanno valutato i tassi reali in termini diversi da quelli delle « famiglie ». I funzionari che nelle imprese si interessano delle decisioni di investimento possono avere una maggior sensibilità nelle previsioni riguardanti i prezzi e, nonostante il rapido aumento dei tassi di mercato, possono esser giunti alla conclusione che il costo reale del capitale era basso. In verità, è possibile che i tassi reali, definiti come tassi nominali di mercato corretti delle variazioni attese nei prezzi, abbiano avuto tendenza a diminuire. Al contrario, le famiglie, continuando ad accettare i tassi nominali come un approssimativo equivalente dei tassi reali, possono aver ritenuto che questi ultimi siano saliti continuamente dopo il 1965. Certe differenze osservate nella spesa per l'edilizia residenziale e negli investimenti produttivi potrebbero essere dovute proprio a divari nelle aspettative riguardanti i prezzi. Questa distinzione tra tassi di mercato e tassi reali è di particolare rilievo per coloro che usano modelli econometrici aggregati e affidano ai tassi di interesse il compito di misurare il costo dei prestiti o il costo del capitale.

Nel grafico 1 sono indicati il rendimento di *mercato* e quello *reale* per le primarie obbligazioni industriali (Aaa), calcolati dalla

Banca di Riserva Federale di St. Louis. La procedura seguita per ottenere il rendimento *reale* è quella di sottrarre dal tasso corrente sul mercato il tasso annuo di aumento del deflatore del prodotto nazionale lordo (nei precedenti ventiquattro mesi). In base a questa definizione, si ha che i tassi reali hanno avuto tendenza a cadere dopo il 1965. Così, se l'aumento del deflatore implicito è stato in media, ad esempio, del 4% negli ultimi due anni, si sottrae 4 dal tasso corrente per ottenere quello *reale*. Il 4% può essere anche considerato come il tasso atteso di inflazione. Si supponga che quel 4% rappresenti una stima delle attese delle imprese in tema di prezzi e che invece le famiglie continuino a considerare il tasso di mercato come una buona approssimazione del tasso reale atteso. In tal caso, per le imprese i tassi reali attesi sono costanti o in declino e sostanzialmente inferiori a quelli di mercato; per le famiglie invece sono in aumento.

Se quest'analisi è corretta, l'opinione generalmente accolta che la politica monetaria discrimina contro l'edilizia per abitazioni deve essere riesaminata. Nei limiti in cui vi è divergenza tra famiglie e imprese nella stima dei futuri movimenti di prezzo, l'insorgere dell'inflazione o di attese inflazionistiche può danneggiare il settore delle famiglie, e non la politica monetaria volta a frenare l'inflazione e a stabilizzare le attese.

2.3. Tassi di interesse e meccanismo di trasmissione.

L'azione della politica monetaria tende ad essere ristretta negli obiettivi e sottovalutata nell'ampiezza se si assume che i mutamenti d'ordine monetario possono influire soltanto sulle spese di investimento. Secondo tale ipotesi, le fluttuazioni dell'attività economica sarebbero dovute a variazioni degli investimenti privati (investimenti fissi delle imprese o questi più le costruzioni residenziali e le scorte); essendo il consumo legato al reddito, le variazioni nella spesa dei consumatori deriverebbero, attraverso un meccanismo moltiplicatore, da variazioni degli investimenti. Di conseguenza, molte variazioni delle spese private che seguono a mutamenti d'ordine monetario sono quasi per necessità attribuite a fattori non monetari. Così, ogni influenza monetaria *diretta* sull'acquisto di beni di consumo durevoli e altri effetti diretti di portafoglio su spese d'investimento possono non essere considerati come effetti monetari (anche se i rendimenti impliciti di queste attività ne risentono); e nella misura in cui siffatta

impostazione limita il campo degli effetti associati con l'azione monetaria, quest'ultima può apparire discriminatoria.

Alcune conseguenze d'ordine monetario non discendono necessariamente da variazioni di un gruppo di tassi di mercato, ma possono derivare da una diretta sostituzione di portafoglio provocata da un mutamento nelle giacenze di cassa o nella liquidità complessiva. Così, un aumento della quantità di moneta può stimolare l'acquisto di beni di consumo durevoli e ridurre il loro rendimento implicito, senza abbassare necessariamente i tassi di mercato. L'assunto che la politica monetaria influisce sulla domanda totale attraverso variazioni nei tassi di mercato — che cioè un piccolo gruppo di rendimenti serve come meccanismo di trasmissione — tende per definizione a restringere l'ambito dell'impatto monetario. Se gli effetti diretti di portafoglio sono attribuiti a fattori non monetari, ciò tende a far apparire la politica monetaria selettiva e discriminatoria (18).

In un'analisi siffatta, l'efficacia della politica monetaria dipende in qualche misura dal meccanismo di trasmissione che si assume nei modelli. In alcuni modelli l'impatto monetario è artificiosamente ridotto quasi soltanto a ciò che è direttamente attribuibile a variazioni di un prefissato gruppo di tassi di interesse (19). L'impostazione teorica dell'indagatore condiziona quindi in parte i tipi di effetti che egli associa con gli interventi monetari e il suo giudizio sulle conseguenze di variazioni nella quantità di moneta. Pertanto, alcune delle argomentazioni contro la politica monetaria — basate sulla sua selettività e sulla sua tendenza a discriminare a danno di particolari categorie di spesa — possono dipendere in buona parte dagli assunti riguardanti il meccanismo di trasmissione incorporato nel modello che si utilizza.

3. Possono le autorità monetarie controllare i tassi di interesse?

Si assume spesso che la banca centrale può abbassare i tassi di mercato aumentando il saggio di espansione monetaria; ma se essa si propone di tenere i tassi permanentemente più bassi, bisogna dare

(18) Si vedano A. J. MEIGS, *A Monetary View*, in « Business Economics », vol. III, autunno 1967, e BERYL SPRINKEL, *Moving Toward Economic Stability*, in « Journal of Business », gennaio 1969.

(19) Per un'analisi dell'importanza dei tassi di interesse in vari modelli si vedano M. J. HAMBURGER, *op. cit.*, e M. MANN, *How Does Monetary Policy Affect the Economy*, in « Federal Reserve Bulletin », ottobre 1968.

una spiegazione razionale di come ciò possa avvenire. Bisogna inoltre chiarire se di questa tecnica di intervento possono avvalersi tutte le banche centrali, e in particolare quelle dei paesi sottosviluppati ove più forte è il desiderio di stimolare l'accumulazione del capitale e di aumentare il saggio di sviluppo.

La teoria keynesiana della preferenza per la liquidità, considerata come una teoria dell'interesse, è spesso interpretata nel senso che un aumento della quantità di moneta si associa con tassi di interesse più bassi. Se la banca centrale può accelerare l'aumento della massa nominale di moneta e accrescere insieme la quantità delle giacenze reali di cassa, ne dovrebbe seguire una diminuzione dei tassi d'interesse. Questa spiegazione teorica si applica, anzitutto, soltanto ad un'economia con un notevole volume di risorse inutilizzate, con una considerevole elasticità di produzione e con una debole tendenza al rialzo dei prezzi. Ma anche in un sistema con tali caratteristiche essa ha un'applicabilità limitata e di breve periodo (è principalmente una teoria delle *variazioni* dei tassi di interesse); e la sua limitata rilevanza si riduce notevolmente con l'approssimarsi del pieno impiego.

Questa spiegazione non sembra comunque valida per un'economia sotto pressione come quella americana degli ultimi anni. Quando l'utilizzazione della capacità produttiva si avvicina al massimo e i prezzi sono in aumento, è dubbio che la banca centrale possa — con un'ulteriore espansione monetaria — mutare la quantità delle disponibilità monetarie reali o abbassare i tassi di mercato; un suo tentativo in questo senso può rinfocolare l'inflazione e causare più alti tassi di interesse. In verità, è questa una situazione molto simile a quella del paradosso di Gibson, in cui variazioni nei tassi di interesse e nella quantità di moneta sono positivamente correlati. Questa sequenza di avvenimenti è nota da tempo, e Fisher, Wicksell, Keynes e altri autori ne hanno offerto differenti spiegazioni (20).

Sia i keynesiani sia i quantitativisti concordano nel ritenere che per far flettere i tassi è necessario aumentare le disponibilità monetarie reali. La funzione della preferenza per la liquidità, vista come una teoria dell'interesse o delle giacenze di cassa, è una relazione tra il tasso di interesse o prezzo d'offerta del capitale e la massa monetaria

(20) Per una discussione del paradosso di Gibson si veda I. FISHER, *The Theory of Interest* (Macmillan, 1930); per un riassunto delle analisi di Keynes e di Wicksell si consultino P. CAGAN, *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money* (Columbia University Press, 1965); D. MEISELMAN, *Bond Yields and the Price Level: The Gibson Paradox*, in «Banking and Monetary Studies», a cura di D. CARSON; e D. I. FAND, *Keynesian Monetary Theories, Stabilization Policy and the Recent Inflation*, cit.

in termini reali. Possiamo con sicurezza assumere che quest'ultima aumenta con la quantità di moneta nominale e quindi che i due fenomeni si muovono parallelamente? Alcuni keynesiani probabilmente considerano le disponibilità reali di cassa come una variabile di politica economica o strumento della banca centrale da usarsi nel controllo dei tassi di interesse; l'opinione dei quantitativisti, per i quali esse sono una variabile endogena con un valore di equilibrio determinato dal sistema, è che ogni tentativo della banca centrale di abbassare i tassi si risolve soltanto in maggiore inflazione. Sotto questo aspetto vi è una profonda e sostanziale differenza tra le due scuole.

L'impostazione keynesiana a proposito dei tassi di interesse ci offre un utile schema di analisi per gli accadimenti monetari? L'ipotesi che l'espansione monetaria determina una caduta dei tassi è sufficientemente accurata per servire come prima approssimazione nel breve periodo? Diversi studi recenti hanno assoggettato il comportamento del tasso di interesse postulato nelle teorie keynesiane ad un'analisi critica. Tali studi si allontanano dalla tradizione keynesiana, introducendo un effetto di reddito e un effetto di attesa dei prezzi, oltre a quello di liquidità; inoltre, essi assumono che l'effetto monetario sui tassi di interesse non è istantaneo, e tentano di stimare differenti tipi di ritardi (21).

Sebbene confermino l'esistenza del keynesiano effetto di liquidità, questi lavori non convalidano la sua teoria del tasso di interesse; l'ipotesi di una correlazione negativa tra moneta e tassi d'interesse è vera soltanto se vige la condizione del *ceteris paribus*. A sua volta, una correlazione positiva tra moneta e tasso d'interesse si spiega con la neutralizzazione dell'iniziale effetto di liquidità da parte degli effetti indotti di reddito e di attesa dei prezzi. Le risultanze empiriche sembrano anche suggerire che mentre il ritardo per l'effetto di reddito può essere piuttosto breve (meno di un anno), quello concernente l'effetto di attesa dei prezzi può essere lungo. In base a queste ricerche, un più elevato saggio di espansione monetaria si accompagnerebbe con un più alto livello dei tassi di interesse *nominali*, anche se non necessariamente con maggiori tassi *reali*.

(21) Studi specifici in materia: P. CAGAN, *The Channels of Monetary Effects on Interest Rates* (di prossima pubblicazione); M. FRIEDMAN e A. SCHWARTZ, *Trends in Money, Income and Prices* (manoscritto); W. E. GIBSON, *Effects of Money on Interest Rates*, in «Staff Economic Studies» (par. 43, 1968) del Federal Reserve System; W. GIBSON e G. KAUFMAN, *The Sensitivity of Interest Rates to Changes in Money and Income*, in «Journal of Political Economy», maggio 1968; e D. MEISELMAN, *Bond Yields and the Price Level: The Gibson Paradox*, cit.

Il quadro delineato può essere così riesposto: un aumento della quantità di moneta a un saggio maggiore di quello corrente tende ad abbassare i tassi di interesse, almeno inizialmente, rispetto al livello che altrimenti avrebbero raggiunto. Ma l'accelerazione dell'espansione monetaria stimola la spesa e la formazione del reddito e può anche causare un aumento dei prezzi. A loro volta, questi effetti di reddito e di prezzo, accrescendo la domanda di moneta e riducendo le disponibilità *reali* di cassa, tendono a rovesciare l'iniziale pressione al ribasso sui tassi, facendoli ritornare al livello che essi avrebbero altrimenti raggiunto. Inoltre, se l'effetto di attesa dei prezzi entra in funzione, ad una più elevata espansione monetaria segue un aumento dei tassi, non una diminuzione; questo effetto si sviluppa piuttosto lentamente ed altrettanto lentamente scompare.

Quanto più alta è la correlazione positiva tra moneta e tassi di interesse dovuta agli effetti di reddito e di prezzo, in contrapposizione a quella negativa causata dall'iniziale effetto di liquidità, tanto più forte è la pressione sulle autorità ad accrescere l'espansione della moneta nel tentativo di abbassare i tassi d'interesse. Ciò spiega anche perché alti e crescenti tassi nominali si siano associati storicamente con una rapida crescita della quantità di moneta, e viceversa (22).

4. Tassi di mercato o prezzi? Rendimenti convenzionali o impliciti?

Gli inasprimenti fiscali del « *Revenue and Control Act* » del giugno 1968 erano volti principalmente a combattere l'inflazione? Se sì, perché le autorità hanno permesso un'accelerazione eccezionale dell'espansione monetaria, come risulta dalla tabella 1? Alternativamente, è possibile che l'addizionale sia stata, di fatto anche se non intenzionalmente, uno strumento per spostare l'equilibrio della politica monetaria fiscale incentrato su alti interessi e notevoli disavanzi verso un altro equilibrio basato su tassi inferiori e minori disavanzi? (23) L'opinione che possa essere desiderabile mutare la com-

(22) Per una rielaborazione di questo tema si veda l'allocuzione presidenziale di MILTON FRIEDMAN, *The Role of Monetary Policy*, in « *American Economic Review* », maggio 1968.

(23) La sintesi neoclassica. L'idea che la combinazione di provvedimenti fiscali e monetari può essere mutata, enunciata nel 1951 da M. Friedman e da P. A. Samuelson, ha avuto importanti implicazioni per la politica fiscale keynesiana. Se la politica monetaria può influire sugli investimenti, essa può anche contribuire a determinare il deficit o l'avanzo

binazione delle politiche riposa sugli assunti, dimostrati errati, che nel periodo successivo al 1965 vi sia stata negli Stati Uniti una forte restrizione monetaria e, cosa molto più importante, che le autorità siano in grado di abbassare i tassi di mercato aumentando la massa monetaria (24).

L'assunto che l'espansione della massa monetaria nominale abbassa necessariamente i tassi di mercato (i rendimenti convenzionali) tende a prescindere da ogni *diretto* e immediato effetto della moneta sui prezzi (i rendimenti impliciti) e quindi a dare eccessiva importanza ad un piccolo gruppo di rendimenti convenzionali.

Questi due effetti di un aumento della quantità di moneta — l'effetto sul tasso d'interesse (rendimento convenzionale) e l'effetto sui prezzi (rendimenti impliciti) — sono interconnessi. Se si astrae dall'effetto sui prezzi è più facile esagerare l'effetto sui tassi di mercato. In realtà, in un'economia prossima al pieno impiego, un aumento della quantità nominale di moneta tende a riflettersi completamente nei prezzi e può spingere al rialzo i tassi di mercato.

La tendenza a esaltare l'importanza dei tassi di interesse e a prescindere da variazioni dei prezzi si spiega con gli assunti di fondo di molti modelli aggregati, che, a rischio di qualche semplificazione, possono riassumersi nei termini seguenti. La politica fiscale determina la produzione; quella monetaria determina i tassi d'interesse; i salari o i costi di lavoro unitari determinano i prezzi (talvolta il livello dei prezzi è considerato come un dato). L'azione monetaria può avere qualche influenza sulla domanda globale attraverso un effetto sui tassi; ma questo effetto, condizionato dalle elasticità rispetto ai tassi, probabilmente esercita un'azione molto debole sui prezzi. Sono esclusi effetti *diretti* sulla spesa (o sui prezzi), si esclude cioè che un aumento della quantità di moneta possa portare a un diretto aumento delle spese (o dei prezzi) attraverso sostituzioni di portafoglio senza

necessario per raggiungere la piena occupazione. Ne segue che quest'ultima può essere raggiunta con una qualsiasi tra le tante combinazioni di politica monetaria e fiscale.

Un'ammirevole descrizione del sorgere della sintesi neoclassica dalla vecchia impostazione keynesiana è data da H. STEIN in *The Fiscal Revolution in America* (University of Chicago Press, 1969), capitolo 14. Per una recente riaffermazione della sintesi neo-classica si veda J. TOBIN, *The Intellectual Revolution in U.S. Economic Policy-Making* (The University of Essex, 1966).

(24) Le conseguenze sulla teoria della preferenza per la liquidità derivanti dal considerare le giacenze di cassa in termini reali come una variabile endogena sono esaminate nel mio articolo, *Keynesian Monetary Theories, Stabilization Policy and the Recent Inflation*, cit., e specialmente nella parte II.

comportare previamente variazioni nei tassi di interesse. In altri termini, questo meccanismo di trasmissione prescinde da variazioni in molti rendimenti non convenzionali e impliciti e da ogni effetto *diretto* della moneta sui prezzi. In siffatti modelli non è irragionevole postulare che ad un incremento delle disponibilità monetarie nominali corrisponda un aumento di quelle reali.

Ma se la moneta può influire direttamente sulla spesa e sui prezzi attraverso aggiustamenti di portafoglio che influenzano i rendimenti impliciti senza passare per il meccanismo di trasmissione dei tassi di mercato, non v'è alcuna garanzia che ad una variazione della quantità nominale di moneta corrisponda un'equivalente variazione di quella reale (25). Naturalmente, è facile trascurare la distinzione tra saldi nominali e reali se il livello dei prezzi è trattato come un dato istituzionale.

Può essere utile ricordare alcuni dei motivi che giustificano perché un aumento della moneta può influire direttamente sulla spesa, sui prezzi, e sui rendimenti impliciti. Primo, un incremento della moneta bancaria (moneta interna), nella misura in cui genera un aumento della ricchezza, può esercitare un effetto diretto sulla domanda aggregata (26). Secondo, considerando i soli effetti di sostituzione di un aumento della moneta interna, è da notare che la moneta si scambia non soltanto contro obbligazioni ma anche con capitali fissi, cosicché l'equilibrio di portafoglio può essere ristabilito comprando un'attività finanziaria o una reale. Terzo, se i beni capitali sono definiti in modo da includere i beni durevoli di consumo (ad esempio, automobili), è ragionevole supporre che la spesa per questi ultimi, ora classificata tra le spese di consumo, possa essere direttamente stimolata da una iniezione monetaria. Quarto, durante un'inflazione, gli effetti diretti sui prezzi di variazioni nella quantità di moneta, quali che essi siano, sono rafforzati, sia perché le pressioni inflazionistiche fanno ritenere che ogni ulteriore aumento della spesa influirà più sui prezzi che sulla produzione, sia perché un periodo

(25) Si vedano i lavori presentati da M. FRIEDMAN e R. EISNER su *Factors Affecting the Level of Interest Rates*, e D. MEISELMAN su *The Policy Implications of Recent Research in Term Structure of Interest Rates*, in « Savings and Residential Financing 1968 Conference Proceedings » (U.S. Savings and Loan League).

(26) Per una discussione della moneta interna ed esterna si vedano B. PESK e T. R. SAVING, *Money, Wealth and Economic Theory* (Macmillan, 1967), e H. G. JOHNSON, *Inside Money, Outside Money, Income, Wealth and Welfare in Monetary Theory* (1968), manoscritto.

di prezzi crescenti genera attese inflazionistiche, aumenta il costo reale di tenere giacenze liquide, spinge il pubblico a aumentare le spese per ridurre le disponibilità reali di cassa.

5. Moneta facile e stretta creditizia.

Un aumento della quantità di moneta, nell'analisi keynesiana, spinge il pubblico a comprare titoli, concedere prestiti, acquistare altri strumenti di credito, abbassando con ciò i tassi di mercato. La caduta dei tassi, a sua volta, può stimolare la spesa, specialmente nei settori dei beni che hanno una vita lunga — abitazioni, impianti, macchinari. Se simili spese di investimento vengono effettivamente compiute, la politica monetaria diventa efficace. L'impatto iniziale e la forza di una politica monetaria possono pertanto valutarsi in termini di tassi di interesse e di condizioni dei mercati creditizi.

Vi sono, peraltro, vari motivi per non giudicare degli effetti della politica monetaria soltanto nei termini suddetti. Primo, una volta iniettata nel sistema, la moneta può essere spesa nell'acquisto di ogni tipo di beni, e non soltanto per procurarsi titoli e altri strumenti di credito; in altre parole, può comprare beni e servizi. Più precisamente, gli acquisti che noi associamo con un aumento nelle disponibilità monetarie nominali o reali non sono necessariamente limitati al mercato obbligazionario; un aumento della quantità di moneta può ripercuotersi direttamente sulla spesa in beni, soprattutto durevoli, senza passare per il canale dei mercati del credito. Secondo, un'analisi che identifica la moneta col credito (sottolineando il particolare meccanismo col quale la moneta è introdotta nel sistema economico) può trascurare gli effetti duraturi di una variazione monetaria sul mercato del credito che spesso operano nella direzione *opposta* all'effetto iniziale. Terzo, le reazioni che tendono a neutralizzare l'impatto iniziale possono essere così forti da più che compensarlo; per questa ragione, l'espansione della massa monetaria può finire per spingere al rialzo i tassi di interesse, e la sua contrazione abbassarli anche se nel primo momento può farli aumentare. In altre parole, una politica di moneta *facile* può portare a una *stretta* creditizia, e, viceversa, una politica di *restrizione* monetaria può condurre a *larghezza* di credito (27).

(27) Si vedano D. MEISELMAN, *The New Economics and Monetary Policy*, in « Financial Analysts Journal », novembre 1967, e K. BRUNNER e A. MELTZER, *Liquidity Traps for Money, Bank Credit and Interest Rates*, in « Journal of Political Economy », febbraio 1968.

L'ipotesi che l'estrema tensione dei mercati creditizi americani dopo il 1965 sia la conseguenza di una politica di facilità piuttosto che di restrizione monetaria potrebbe sembrare a taluno più una virtù teorica che una impostazione realistica per l'analisi della nostra recente esperienza. È di notevole interesse, quindi, notare come il Presidente Martin, nella sua testimonianza del 25 marzo dinanzi alla Commissione del Senato per la moneta e le banche, rilevi il legame tra politiche di espansione monetaria, tassi di interesse crescenti e tensioni sui mercati del credito:

« Non intendo affermare che l'andamento dei tassi di interesse degli anni recenti non abbia avuto relazione alcuna con la politica monetaria. Noi sappiamo che nel breve periodo le politiche monetarie espansionistiche tendono a ridurre i tassi di interesse e quelle restrittive ad innalzarli. Ma nel lungo periodo, in una situazione di pieno impiego, le politiche di espansione monetaria alimentano una più grave inflazione ed incoraggiano i prenditori di prestiti ad accrescere la domanda di fondi, mentre i prestatori si ritraggono dal mercato dei titoli a reddito fisso, temendo che l'aumento dei prezzi eroda gli interessi e il capitale. Nel lungo periodo, perciò, una politica di larghezza monetaria può non abbassare i tassi di interesse; addirittura può farli aumentare in misura apprezzabile. Questa è la chiara lezione della storia, riconfermata dall'esperienza degli anni passati ».

Per distinguere la moneta dal credito, molti economisti guardano alla massa di moneta come ad un parametro più sicuro per giudicare della forza della politica monetaria. L'accento sugli effetti monetari piuttosto che su quelli del mercato creditizio caratterizza l'impostazione « monetarista », i cui critici non possono disconoscere che straordinarie uniformità statistiche legano la quantità di moneta al reddito e al prodotto nazionale lordo (28).

Conclusioni.

Le tensioni inflazionistiche del 1968, persistite anche dopo l'approvazione dei provvedimenti fiscali del giugno che suscitarono autorevoli predizioni di « *overkill* », hanno ravvivato i dibattiti sulla poli-

(28) Eccone un esempio: « D'altro canto, le relazioni tra variazioni del prodotto nazionale lordo e variazioni di una qualsiasi delle varie accezioni di moneta sono apparse nella media tanto strette da non poter essere trascurate, specialmente quando siano analizzate con elaborati metodi statistici e tenendo conto di un complesso sistema di ritardi ». (*Economic Report of the President for 1969*).

tica monetaria. Vi sono, sembra, potenti pressioni perché la banca centrale prescindendo da ogni *diretta* influenza dell'espansione monetaria sui prezzi; analizzi e tratti gli aggregati monetari come variabili endogene (al di fuori del suo controllo); concentri, invece, l'attenzione sui movimenti dei tassi di interesse, sui flussi creditizi e sui mutamenti nella composizione degli attivi degli intermediari; lasci che problemi tecnici e di breve periodo influenzino e talora dominino la politica monetaria. Questa visione della banca centrale, della teoria monetaria, delle linee di condotta e dei criteri operativi comporta il rischio che fondamentali obiettivi di lungo periodo possano essere sacrificati, sia pure inavvertitamente, o « barattati » (valutando supposti vantaggi e perdite) per raggiungere alcuni risultati tecnici di breve periodo o di mercato monetario. Se ciò è vero, una accurata analisi della teoria dominante è necessaria per liberare coloro che prendono decisioni di politica economica da un'impostazione aggregata e da una teoria monetaria che anche nelle migliori mani è destinata, presto o tardi, a provocare condotte errate.

La teoria aggregata (e la connessa visione della banca centrale) sottolinea gli effetti *fiscali* diretti sulla domanda globale e guarda alla politica monetaria come a uno strumento che facilita e aiuta a realizzare l'azione fiscale (29). Essa concentra l'attenzione sui mercati monetari e creditizi, sul flusso dei fondi e sulle variazioni nella composizione delle attività liquide; e giustifica il disinteresse per gli aggregati monetari col fatto che questi non influenzano direttamente la domanda globale (30). Spesso essa subordina la politica della banca centrale agli andamenti del mercato monetario e ad altri fenomeni di breve periodo, e perciò può offrire le premesse a funzionari, anche se molto prudenti e sensibili, per reagire in maniera eccessiva (31).

I sostenitori delle spiegazioni non monetarie dell'inflazione suggeriscono che queste potenziali debolezze possono essere venute recentemente alla luce soltanto a causa del peso della guerra nel Viet Nam. Forse è così. Ma anche coloro che credono che i problemi dell'inflazione americana derivano da errori nell'applicazione della politica

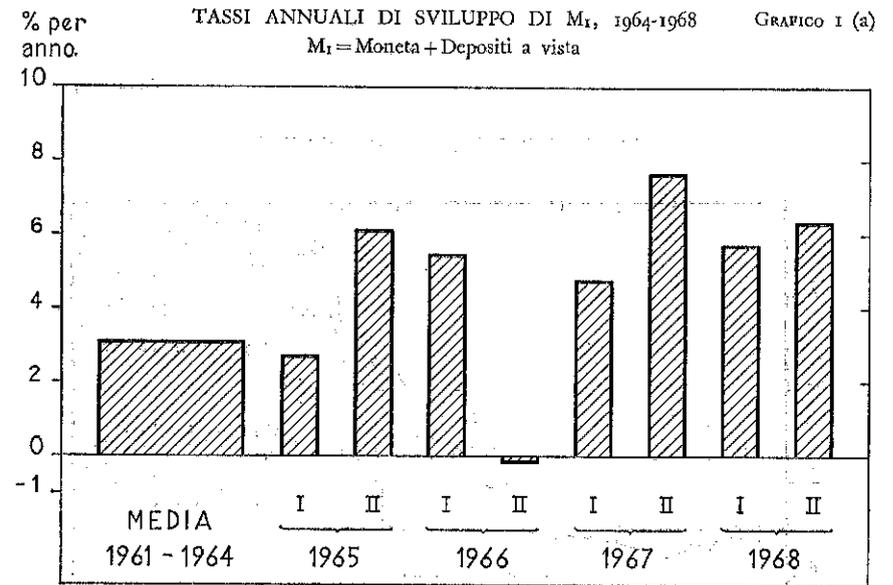
(29) Si veda L. C. ANDERSEN e J. L. JORDAN, *Monetary and Fiscal Action: A Test of their Relative Importance in Stabilization*, in « Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis », novembre 1968; F. DELEEUW e I. KALCHBRENNER, *Comment*; ANDERSEN e JORDAN, *Reply*, in « Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis », aprile 1969.

(30) Si veda D. I. FAND, *Keynesian Monetary Theories, Stabilization Policy and the Recent Inflation*, *cit.*

(31) Si veda J. E. BUEHLER e D. I. FAND, *The FOMC Minutes and Monetary Policy*, da pubblicare su « The Michigan Academician ».

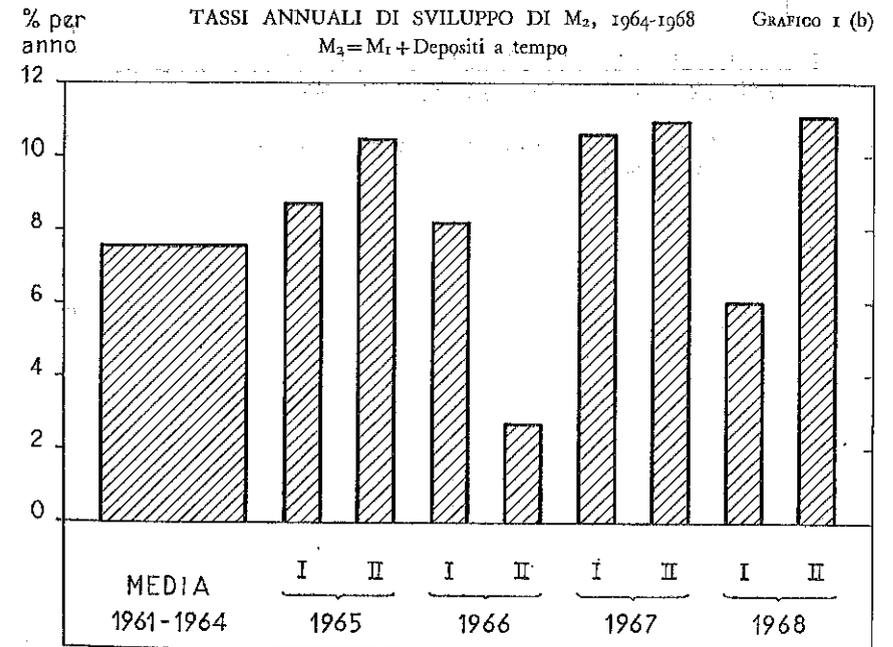
fiscali al momento dell'inasprimento della guerra nel Viet Nam ammetteranno che un'impostazione analitica, una teoria, una tradizione provano la loro validità al confronto di circostanze avverse e in condizioni difficili. Di conseguenza, anche se si volesse accettare la tesi che con la guerra del Viet Nam e il mancato aumento delle imposte l'inflazione era inevitabile, gli insegnamenti impartiti dalla recente esperienza non possono essere ignorati. Molte delle accettate dottrine sulla teoria aggregata, sulla moneta e sulla stabilizzazione hanno bisogno di riesame; e sarebbe utile anche rivedere le prassi tradizionali, le linee di condotta e i criteri operativi che permettono a questioni di breve periodo di influire sulla politica di lungo andare.

DAVID I. FAND



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Nota: I valori sono tassi medi annuali (interesse composto computato trimestralmente).

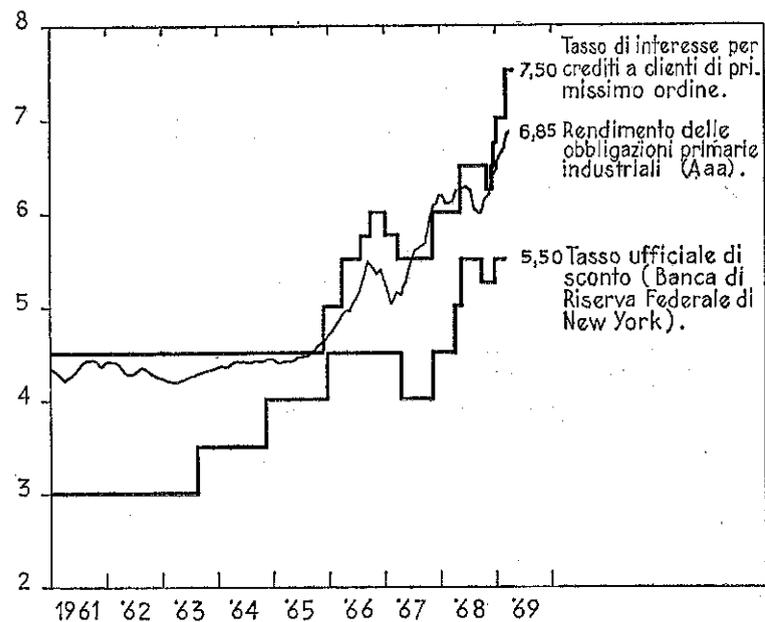


Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Nota: I valori sono tassi medi annuali (interesse composto computato trimestralmente).

GRAFICO 2

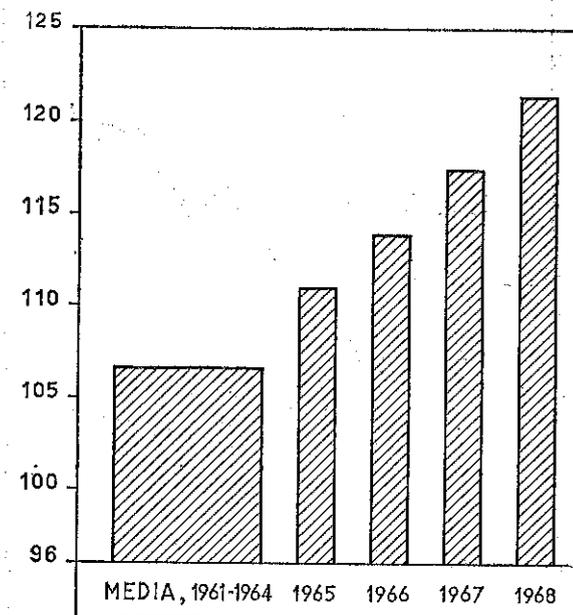
TASSI DI INTERESSE SIGNIFICATIVI



Fonte: Economic Report of the President, 1969 e Federal Reserve Bank of St. Louis.

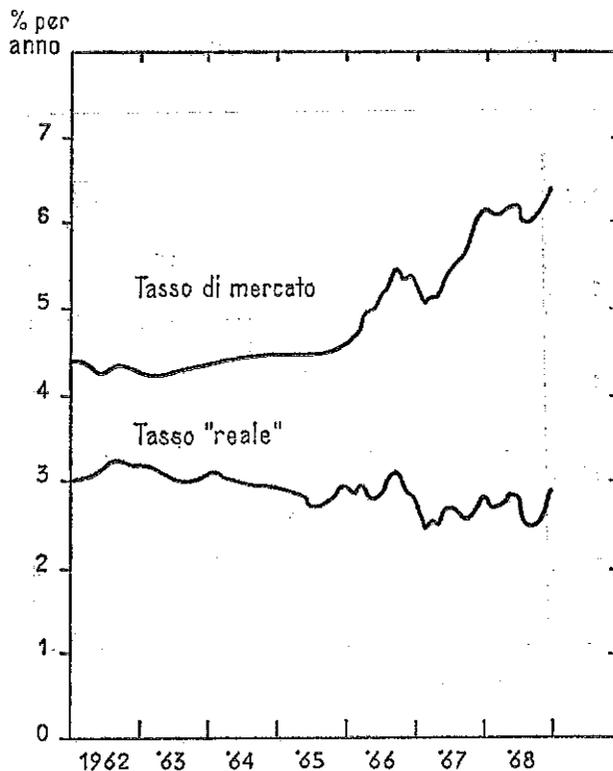
GRAFICO 3

DEFLATORE IMPLICITO DEL PNL, 1958=100



Fonte: Economic Report of the President, 1969 e Federal Reserve Bank of St. Louis.

TASSI DI MERCATO E « REALI » DELLE OBBLIGAZIONI PRIMARIE INDUSTRIALI



Fonte: Review della Federal Reserve Bank of St. Louis, gennaio 1969, p. 6.

Nota: Il metodo di calcolo del tasso « reale » è così descritto dalla Federal Reserve Bank of St. Louis: « Le stime dei tassi "reali" sono state ottenute sottraendo il tasso annuo di aumento del deflatore implicito del PNL (nei precedenti ventiquattro mesi) dal tasso di mercato delle obbligazioni primarie industriali. Il deflatore per il primo e per il terzo mese di ogni trimestre è stato stimato mediante interpolazione lineare. La serie così ottenuta (benché il metodo di calcolo sia controverso) può essere considerata un'indicazione o approssimazione dell'andamento effettivo ».

D. I. F.