

Il controllo quantitativo del credito: i « massimali » come strumento di politica monetaria (*)

1. Introduzione

Le politiche monetarie restrittive adottate nell'ultimo decennio per combattere tendenze inflazionistiche hanno spesso fatto ricorso a controlli quantitativi diretti del credito (*encadrement du crédit*) (1). Questi controlli hanno avuto caratteristiche differenti nei diversi paesi: per durata, per categorie di crediti soggetti a limitazione, per frequenza delle revisioni dei massimali, per tipi di intermediari finanziari soggetti a disciplina e per sanzioni applicate. Si può affermare, tuttavia, che loro caratteristica comune è stata l'imposizione di massimali (« credit ceilings ») all'espansione dei crediti bancari.

In generale, l'applicazione dei « credit ceilings » presenta, per le autorità monetarie, problemi politici e tecnici, quali l'opportunità di imporre una disciplina diretta che limiti l'azione delle forze di mercato o vi provochi distorsioni, la difficoltà di verificare il rispetto delle regole imposte, la scelta della durata e delle modalità tecniche dei controlli amministrativi. Ma l'analisi economica in particolare non ha ancora affrontato sistematicamente lo studio degli effetti dei

(*) Gli autori sono particolarmente grati al Professor Franco Modigliani; ringraziano inoltre il Prof. Francesco Masera e i dottori Antonio Fazio, Renato Filosa, Claudio Gnesutta e Rainer Masera per utili osservazioni e commenti. Le opinioni e gli eventuali errori contenuti nell'articolo impegnano solamente gli autori.

(1) Francia, Gran Bretagna, Belgio, Olanda, Spagna, Svezia, Svizzera e Giappone offrono esempi della applicazione di questo strumento; Stati Uniti, Canada, Germania e Italia sono i principali paesi che invece non lo hanno sperimentato.

« massimali » forse perché le esperienze in questo campo sono ancora relativamente recenti (2).

Queste note si propongono di esaminare gli effetti e le possibili funzioni di « massimali » impiegati sia come misura sostitutiva della normale manovra della base monetaria, sia come strumento addizionale per il raggiungimento di particolari obiettivi.

Nelle pagine che seguono si suppone che l'autorità monetaria:

- a) non ponga in atto nessun mutamento di politica nell'erogazione di base monetaria;
- b) non cerchi di modificare direttamente il livello dei saggi d'interesse per mezzo di una variazione del tasso ufficiale di sconto;
- c) si proponga di attuare una politica restrittiva mediante l'introduzione di controlli diretti.

In queste condizioni si esaminano gli effetti che « massimali » sui crediti bancari hanno:

- 1) sui tassi di interesse;
- 2) sul controllo dei finanziamenti complessivi;
- 3) sulla domanda aggregata e sulla composizione della stessa.

2. Massimali sui crediti commerciali delle banche

Un primo caso è quello di massimali imposti all'espansione dei crediti commerciali delle banche (impieghi), che sono invece libere di acquistare titoli pubblici e privati, così come sono libere le emissioni di nuovi titoli.

Il massimale è operante se, al saggio corrente, dà luogo a un'eccedenza di domanda di prestiti che le aziende di credito potrebbero soddisfare in assenza di controlli quantitativi: le aziende di credito, cioè, vengono ad avere un'eccedenza di disponibilità liquide.

Si supponga in prima approssimazione che il moltiplicatore dei depositi non muti, ossia che resti fisso l'ammontare dei depositi

(2) E' nel frattempo stato pubblicato il volume *Quantitative credit restrictions* a cura della Bank for International Settlements che raccoglie sia le esperienze dei paesi che hanno applicato i « massimali », sia le argomentazioni addotte a giustificazione del non ricorso a questo strumento da parte degli altri paesi partecipanti al meeting di economisti delle banche centrali organizzato dalla stessa B.I.S. nel novembre 1970.

determinato da una data base monetaria (3). In questo caso le banche mutano solo la composizione, non il volume dell'attivo: esse si spostano dagli impieghi, sui quali è stato imposto il massimale, ai titoli, sicché nella nuova situazione di equilibrio la quota di questi si accresce.

In quanto l'esistenza di un'eccedenza di domanda provochi un aumento di prezzo, il saggio d'interesse sugli impieghi tende a salire: la misura dell'aumento dipende sia dall'elasticità della domanda di impieghi, sia dalla rapidità di aggiustamento dei tassi da parte delle banche (4). In concomitanza le aziende di credito acquistano titoli per investire quei fondi che, in assenza di massimali, destinerebbero ai crediti commerciali. In un primo tempo (5) e in assenza di azioni compensatrici da parte delle autorità monetarie, i titoli aumentano di prezzo nella misura necessaria a indurre il pubblico a cederli alle banche.

Questo « twist » dei tassi (aumento del tasso sugli impieghi, riduzione di quello sui titoli) e la non disponibilità del credito bancario successivamente stimolano le imprese a finanziarsi presso intermediari finanziari non bancari e con l'emissione di titoli; ciò arresta (o inverte) il movimento dei tassi e porta un nuovo equilibrio nel sistema. Se le diverse forme di finanziamento fossero perfettamente succedanee del credito bancario ed egualmente accessibili, non si avrebbero effetti finali né sugli investimenti e l'attività produttiva,

(3) Nel paragrafo 3 l'ipotesi che il moltiplicatore dei depositi rimanga costante viene abbandonata in quanto non realistica; facendo variare anche il totale delle attività delle banche, l'analisi diviene più complessa, ma non si modifica la direzione degli effetti dei massimali dedotta in questa analisi più semplificata, benché la dimensione degli stessi possa risultare attenuata.

(4) E' da notare qui un'importante differenza fra massimali sul credito e razionamento. Si ha razionamento quando l'azienda di credito non potrebbe soddisfare la domanda eccedente neanche se lo volesse e, ciononostante, rinuncia ad alzare il tasso fino al nuovo livello di equilibrio. Nel caso del massimale, invece, essa avrebbe la possibilità e la volontà di espandere l'offerta se ciò le fosse consentito. Il razionamento attuato dalle aziende di credito è la possibile conseguenza di una restrizione della base monetaria; il massimale ne è in qualche misura il sostituto. E' dunque da presumere che l'azienda sia indotta, più che nel caso del razionamento, ad elevare il tasso sugli impieghi. E' anche probabile che la spinta al rialzo della remunerazione media dei crediti commerciali venga limitata sia da uno spostamento delle banche verso la clientela più sicura sotto il profilo del rischio, quella cioè alla quale vengono applicati saggi meno elevati, sia dall'imperfetta concorrenza del sistema bancario.

(5) Prima cioè, che venga ristabilito un nuovo equilibrio sui mercati del credito bancario e dei titoli.

né sui tassi; poiché verosimilmente non lo sono, l'imposizione di massimali sul credito commerciale delle banche ha come conseguenza, anche nella nuova situazione di equilibrio (6), un « twist » nella struttura dei tassi di interesse e una minore espansione, per una data creazione di base monetaria, dei finanziamenti complessivi.

3. Variazioni del moltiplicatore dei depositi

Fin qui si è supposto costante il moltiplicatore dei depositi. Esso tuttavia non è costante se:

a) il saggio di interesse sui depositi è libero di muoversi ed influisce sulla preferenza del pubblico fra contante e depositi;

b) il coefficiente di riserva libera delle aziende di credito è variabile.

Se varia il moltiplicatore dei depositi, a parità di erogazione di base monetaria, in seguito all'imposizione di un massimale sul credito commerciale, il volume stesso delle attività delle banche (e non soltanto la ripartizione tra impieghi e titoli) verrà modificato. Ma la direzione dell'effetto finale non sembra possa essere alterata da un mutamento del moltiplicatore. Infatti, finché il massimale è operante, vi è necessariamente, nell'attivo delle banche, una sostituzione di impieghi con titoli: e ciò non può che produrre il « twist » tra tasso sui crediti commerciali e tasso sui titoli descritto al paragrafo 2. L'intensità dell'effetto, però, può risentire della modificazione del moltiplicatore.

Si esamini dapprima il caso a). E' possibile che la ridotta libertà di scelta nella composizione dell'attivo attenui la concorrenza tra le aziende di credito nella raccolta di depositi e che perciò, a parità di riserve libere bancarie, i tassi passivi diminuiscano o crescano meno. Quanto più ciò avviene tanto minori sono, per una data creazione di base monetaria, gli investimenti in titoli e l'attivo totale del sistema bancario, in quanto minore è la base monetaria del pubblico che le banche sono in grado di attrarre. I due fattori che determinano l'importanza della riduzione del moltiplicatore sono, da un lato, il grado di sostituibilità, per le aziende di credito, del credito com-

(6) La nuova situazione di equilibrio è quella nella quale è scomparsa l'eccedenza di domanda di crediti bancari e di titoli provocata dal massimale sul credito.

merciale con i titoli e, dall'altro, l'elasticità della domanda di circolante (o di altre forme di base monetaria) da parte del pubblico rispetto ai tassi dei depositi bancari (7). In questo senso, minori tassi sui depositi frenano la caduta dei tassi sui titoli.

L'ampiezza del « twist » tra tasso sui crediti commerciali e tasso di mercato dei titoli dipende dunque dai parametri ora menzionati che modificano il moltiplicatore, per un dato livello del massimale imposto sui crediti commerciali e a parità di eccedenza di riserva delle banche.

Nel caso b) il moltiplicatore dei depositi muta qualora le restrizioni imposte all'espansione degli impieghi e i conseguenti maggiori acquisti di titoli inducano le aziende di credito a modificare il coefficiente di riserva libera. In prima approssimazione, si può ritenere che il coefficiente diminuisca o aumenti — secondo che i titoli siano ritenuti dalle banche più o meno liquidi degli impieghi (8). Gli effetti seguono secondo un processo analogo a quello delineato per il caso a).

4. Gli intermediari finanziari non bancari e il controllo delle emissioni di titoli

In assenza di controllo sugli intermediari finanziari non bancari e sulle nuove emissioni delle imprese, l'effetto finale del massimale sui tassi e sul controllo dei finanziamenti complessivi riposa, come detto al paragrafo 2, sulla imperfetta sostituibilità tra credito bancario e altre fonti di finanziamento. Ben sviluppati intermediari finan-

(7) E' possibile che nella nuova situazione di equilibrio la differenza tra il tasso di mercato dei titoli e il tasso sui depositi si sia ridotta: questo risultato dipende anzitutto dal valore dei due parametri sopra ricordati. In tal caso il pubblico è in equilibrio con una maggiore quota di depositi e una minore quota di titoli sul totale della sua ricchezza finanziaria. Affinché ciò sia coerente con la riduzione del moltiplicatore e perciò, a parità di base monetaria, con la flessione del volume complessivo dei depositi, nel processo di aggiustamento il pubblico deve cedere titoli alle aziende di credito. La misura in cui il pubblico sostituisce i depositi ai titoli a reddito fisso dipende da un altro parametro, e cioè dalla elasticità della domanda di depositi (e di titoli) rispetto al differenziale tra i rendimenti delle due attività finanziarie.

(8) Senza riferimento a un particolare contesto istituzionale e congiunturale non si può stabilire quale di questi due casi si verifichi. In linea generale, però, un aumento del coefficiente sembra più probabile di una diminuzione. I crediti commerciali, infatti, non solo rappresentano una forma di impiego a più breve termine dei titoli, ma sono anche spesso accordati per ragioni particolari che non sussistono per l'investimento in titoli, quali il desiderio di conservare una quota di mercato.

ziari non bancari possono, in quanto contribuiscano ad accrescere quella sostituibilità, limitare l'effetto restrittivo dei massimali. Ne deriva che, per essere veramente efficace, il controllo quantitativo del credito deve esercitarsi non su una sola, ma su tutte le fonti di finanziamento dell'attività economica.

A questo proposito si osserva che, in Italia, le fonti di finanziamento alternative al credito bancario sono il ricorso agli istituti speciali di credito, il ricorso diretto al mercato dei capitali e l'indebitamento con l'estero. Gli istituti speciali raccolgono fondi essenzialmente mediante emissioni di obbligazioni, subordinate all'autorizzazione delle autorità monetarie: l'espansione della loro attività può perciò essere controllata mediante il razionamento (o posposizione) delle emissioni (9). Parimenti, le autorità monetarie controllano il ricorso diretto al mercato dei capitali da parte delle imprese e l'indebitamento con l'estero.

Oltre a questo controllo diretto, le autorità monetarie ne esercitano anche uno indiretto per mezzo della manovra della base monetaria: con una minore liquidità, le aziende di credito hanno minore capacità di finanziare gli intermediari non bancari e di sottoscrivere titoli e il pubblico ha minori possibilità di assorbire titoli a reddito fisso (o altri strumenti finanziari alternativi ai depositi bancari).

Con una politica restrittiva affidata esclusivamente alla manovra della base monetaria (cioè in assenza sia di massimali sia di razionamento delle emissioni di titoli) gli intermediari finanziari non bancari e le imprese possono cercare di alterare la composizione della ricchezza finanziaria del pubblico aumentando i tassi di rendimento dei titoli da loro emessi. Per un più elevato differenziale di rendimento tra titoli e depositi bancari, il pubblico è in equilibrio con una minor quota di depositi sul complesso della ricchezza finanziaria. Questo processo, che determina un aumento della velocità di circolazione della moneta bancaria, dovrebbe gradualmente smorzarsi in quanto l'aumento dei tassi, per un dato rendimento del capitale, riduce la domanda globale di beni e servizi e perciò la domanda di credito.

(9) Si può anche aggiungere che un'ampia quota di crediti degli istituti speciali è costituita da crediti agevolati: la concessione di questi crediti (con le decisioni riguardanti il livello dei tassi agevolati, le categorie di imprese, i settori economici e le zone territoriali che ne possono beneficiare) costituisce un altro strumento di cui dispongono gli organi che attuano la politica economica, e che può essere utilizzato per un controllo selettivo del credito (per settori, per ampiezza delle imprese e per territorio).

Mediante questo tipo di controllo indiretto, l'effetto della politica monetaria si esplica essenzialmente (salvo temporanei fenomeni di razionamento) attraverso l'aumento dei tassi. E' verosimile che debbano farvi ricorso le banche centrali di paesi nei quali siano altamente sviluppati depositi e titoli (ad esempio « commercial paper ») ad un tempo sottratti al controllo delle autorità monetarie e buoni succedanei dei depositi bancari (10). A una politica monetaria che affidi la propria efficacia al meccanismo indiretto dei tassi di interesse si può muovere l'obiezione che l'aumento dei tassi di mercato, necessario per ridurre la domanda di finanziamenti, può essere troppo elevato e può esplicare i suoi effetti senza la richiesta rapidità.

In una situazione in cui le autorità non impongano massimali, neppure il ricorso contemporaneo a una restrizione della base monetaria (che fissi il totale delle attività liquide del pubblico) e un razionamento delle emissioni di titoli a reddito fisso, sembra essere sufficiente a contenere le spinte al rialzo dei tassi dei titoli a lungo termine, in quanto le banche, per soddisfare la domanda di crediti commerciali, possono cercare di collocare presso il pubblico i titoli in portafoglio; a tal fine esse devono però aumentare il differenziale tra il tasso di rendimento dei titoli e quello dei depositi. Una minor creazione di base monetaria ha dunque effetti diretti sul mercato dei titoli a lungo termine specialmente se un'ampia quota di essi è posseduta dalle aziende di credito.

(10) Al proposito, particolarmente interessante è il rapporto riguardante gli Stati Uniti (B.I.S.: *Quantitative credit restrictions*, pp. 109-113, *op. cit.*), che sottolinea i due motivi essenziali per i quali le autorità monetarie sono state riluttanti ad applicare un sistema di controlli quantitativi.

Anzitutto, viene detto, un tale sistema è molto difficile da amministrare, sia per il grande numero di banche operanti nelle diverse regioni del paese con differenti tassi di sviluppo, sia per il complesso sistema di intermediari finanziari non bancari cui dovrebbe estendersi il controllo per essere efficace, sia infine per l'esistenza di altri mercati, come quello della « commercial-paper », che dovrebbero essere anch'essi sottoposti a disciplina.

In secondo luogo, si afferma, gli strumenti indiretti di politica monetaria, che consistono principalmente nel controllo della « money supply », sono sufficientemente efficaci nell'influenzare la spesa attraverso l'aumento dei tassi di interesse. Viene però riconosciuto che in tale sistema le autorità monetarie devono essere disposte a lasciar salire i tassi di interesse a livelli anche molto elevati. Peraltro, si conclude, è difficile prevedere l'effetto di « massimali » sul livello medio dei tassi di interesse, in quanto essi potrebbero determinare variazioni opposte nei diversi tassi di interesse. Malgrado questa osservazione il rapporto non approfondisce l'analisi degli effetti dei « massimali » per quanto concerne le relazioni tra mercato monetario e mercato dei titoli a reddito fisso. Viene invece rilevato che, qualora i controlli quantitativi vengano applicati sui crediti a settori particolari, si verificherebbero modificazioni nella distribuzione del credito.

5. Massimali sul credito e controllo delle emissioni di titoli

Un impiego appropriato dei massimali, in aggiunta agli strumenti di cui dispongono le autorità monetarie, permetterebbe di ottenere un contenimento del credito che provochi minori spinte al rialzo dei tassi di interesse sui titoli.

Si è visto che nel caso di massimali applicati al solo credito commerciale si manifestano uno spostamento dagli impieghi ai titoli nella domanda di attività da parte delle banche e perciò un « twist » nei tassi (paragrafo 2). A parità di base monetaria e di moltiplicatore, e perciò di attivo totale delle aziende di credito, l'imposizione di massimali sui crediti commerciali delle banche permette così di bloccare lo spostamento dai titoli agli impieghi (paragrafo 4) perché lascia alle aziende di credito la possibilità di investire la liquidità eccedente solo in titoli a reddito fisso. Accompagnate dal massimale, la regolazione della base monetaria e la disciplina delle nuove emissioni possono perciò più agevolmente controllare il tasso di interesse di mercato, in quanto le banche non sono indotte a mobilitare lo stock di titoli posseduto, anche senza il verificarsi di perdite in conto capitale (11).

L'imposizione di massimali sul credito commerciale delle banche e un appropriato razionamento delle emissioni potrebbero così consentire di raggiungere i due obiettivi di limitare i finanziamenti complessivi nella misura desiderata, e di contenere spinte al rialzo dei tassi dei titoli a lungo termine; inoltre, come si è detto, anche il tasso sui depositi può diminuire o aumentare di meno. Infine, i massimali eviterebbero lo stimolo ad un afflusso di capitale estero allorché, per frenare l'espansione della domanda globale, si desiderasse ridurre i finanziamenti complessivi. Ovviamente l'obiettivo

(11) Uno strumento alternativo ai massimali per dissuadere le banche dal modificare la composizione del portafoglio a svantaggio dei titoli può essere l'imposizione di una riserva obbligatoria sui crediti commerciali. Quest'ultimo è però un controllo indiretto, attuato per il tramite della base monetaria, in quanto le aziende di credito con la liquidità disponibile possono scegliere di modificare la composizione dell'attivo a vantaggio del credito commerciale accettando una minore formazione complessiva di depositi. Se la riserva obbligatoria relativa agli impieghi è aggiuntiva a quella sui depositi, dei due vincoli sarà operante solo quello che di volta in volta è più limitativo, con la conseguenza che la banca centrale, per contenere l'espansione del credito commerciale, potrebbe non raggiungere la desiderata formazione di depositi. In sostanza, non sembra possibile controllare sia il volume, sia la composizione dell'intermediazione bancaria mediante la base monetaria e l'imposizione di riserve obbligatorie sui depositi e sul credito commerciale.

riguardante i tassi a lungo termine è rilevante allorché le autorità monetarie non si propongono di attuare una restrizione creditizia e di alzare i tassi di mercato per frenare i movimenti di capitale verso l'estero.

6. Massimali sul credito e strumenti alternativi di controllo del credito bancario in Italia

In Italia il finanziamento della banca centrale alle banche commerciali *non è automatico*; la concessione di risconti o di anticipazioni è discrezionale, sicché, per limitare il finanziamento diretto della banca centrale, non è necessario imporre un saggio ufficiale di sconto troppo elevato. La manovra della base monetaria incide sulla liquidità delle aziende di credito, e questa ha un ruolo essenziale nella determinazione della loro offerta di credito. Rispetto ai massimali si tratta di un controllo più indiretto, ma non per questo meno efficace: è sufficiente che le aziende di credito non abbiano eccedenza di riserve libere perché il rifiuto da parte della banca centrale di concedere finanziamenti abbia effetto immediato sulla possibilità di espandere le attività. Anche in mancanza di questa condizione, il controllo esercitato sull'espansione dei depositi bancari per mezzo della base monetaria può essere molto stretto se si accompagna alla modificazione dei coefficienti o della composizione delle riserve obbligatorie. Tuttavia questa manovra non riguarda né gli « stocks » esistenti, né la composizione delle attività delle aziende di credito, le quali potrebbero infatti cercare di espandere il credito commerciale liquidando titoli. In questo senso l'imposizione di massimali sembra poter esplicare più rapidamente gli effetti restrittivi desiderati.

Si è già detto al paragrafo 5 che il massimale sul credito commerciale può consentire di raggiungere obiettivi aggiuntivi di politica monetaria, quale una minore spinta al rialzo dei tassi del mercato dei capitali, per una data base monetaria; questo effetto è rafforzato allorché l'imposizione del massimale è combinata con il razionamento dell'offerta di titoli e di altri strumenti di credito.

Si può osservare che se le banche espandono il credito anche quando la liquidità è limitata, perché si attendono di ottenere il rifinanziamento dalla banca centrale, il contraccolpo di una restrizione può essere più brusco e richiedere un più difficile processo di aggiustamento che nel caso del massimale, in cui è già nota la

misura dell'espansione possibile. Questo potrebbe essere un vantaggio dei massimali. Analogo risultato si può però ottenere se le autorità monetarie indicano le previsioni dei principali flussi finanziari dell'anno, sì da fornire un quadro degli orientamenti di fondo della politica monetaria (12).

In conclusione, nel contesto istituzionale italiano, non sembra che massimali sul credito applicati agli intermediari finanziari non bancari (già soggetti al controllo diretto mediante l'autorizzazione all'emissione di obbligazioni e la normativa del credito agevolato, e indiretto mediante la regolazione della base monetaria) possano aumentare l'efficacia della politica monetaria o raggiungere obiettivi addizionali; nel caso delle aziende di credito, invece, l'impiego *temporaneo* di massimali può essere uno strumento indipendente di controllo, utile per rafforzare l'efficacia della politica monetaria (rendendo, ad esempio, più rapidi gli effetti di una politica restrittiva) o per conseguire obiettivi addizionali (controllo dei tassi di mercato in una situazione di restrizione creditizia) (13).

7. Effetto sulla domanda aggregata

Dalle osservazioni che precedono emerge la conclusione che una conseguenza dei massimali sul credito è di ostacolare la ridistribuzione di fondi tra settori eccedentari e settori deficitari, in quanto, anche nel caso in cui le forme di finanziamento alternative al credito bancario non siano controllate, non si ha verosimilmente sostituibilità perfetta tra le diverse forme di finanziamento. Ne deriva, per il settore reale dell'economia, una contrazione di quella componente della domanda aggregata che viene alimentata dal credito. La forza di questo effetto dipende non solo dal livello del massimale, ma più ancora dalla sua estensione: qualora il massimale si applichi solamente ad alcune fonti di finanziamento (come nel caso del paragrafo 2) è possibile, per il sistema, dirigersi verso canali di intermediazione non soggetti a controllo e con ciò evitare parte dell'effetto

(12) Questo altro modo di evitare gli svantaggi di una politica di «stop-go» ha però la caratteristica di non scoraggiare, a differenza dei massimali applicati ad ogni singola banca, eventuali tentativi delle aziende di credito di ampliare le rispettive quote di mercato.

(13) Si suppone qui che in una fase di restrizione creditizia la banca centrale non sostenga il corso dei titoli mediante operazioni di mercato aperto, le quali, aumentando la liquidità del mercato, sarebbero contraddittorie con la politica restrittiva.

restrittivo (14). Questa possibilità non sussiste nel caso limite in cui tutti i canali di finanziamento siano sottoposti a controllo, sia per mezzo del massimale, sia mediante controlli amministrativi quali il razionamento delle emissioni obbligazionarie. Si deve osservare, però, che la condizione affinché massimali e controlli generalizzati non stimolino la creazione di forme nuove di intermediazione è l'applicazione temporanea degli stessi.

Effetti di tipo selettivo si manifestano a favore degli investimenti e delle imprese che, per dimensione e tipo di produzione, abbiano più facile accesso a fonti di finanziamento non soggette a controllo, e che siano soddisfatte in via prioritaria dal sistema bancario. Con l'imposizione di massimali sul solo credito bancario al settore privato le autorità monetarie si possono inoltre proporre di modificare la composizione della domanda aggregata, nel senso di incanalare la liquidità bancaria eccedente solo verso il settore pubblico, ad esempio nella forma di sottoscrizioni di titoli emessi dallo stato.

8. Conclusioni

L'analisi svolta porta alle seguenti conclusioni:

1) l'introduzione di *massimali sui soli crediti commerciali* delle aziende di credito causa un «twist» nei tassi di interesse delle diverse forme di finanziamento. L'impiego di questa forma di massimali permette perciò di proteggere i corsi dei titoli a lungo termine da ampie oscillazioni allorché viene fatto ricorso ad una restrizione nella creazione di base monetaria: esso infatti «blocca» lo stock di titoli posseduto dalle aziende di credito, le quali, anzi, non potendo espandere il credito commerciale, sono stimolate ad investire in titoli le eventuali eccedenze di liquidità. In questo senso il massimale è uno strumento indipendente e può permettere alle autorità monetarie di raggiungere un obiettivo addizionale.

(14) Quanto più avviene questa sostituzione tanto minore è il «twist» dei tassi e pertanto minore è la possibilità di difendere la stabilità del tasso a lungo termine ponendo in atto una politica restrittiva del credito bancario senza controllare l'emissione di titoli o il ricorso ad intermediari non bancari. Per quanto detto al paragrafo 5, rimane però sempre vero che il massimale sui crediti commerciali delle banche contribuisce a controllare lo stock dei titoli posseduti da esse e perciò riduce la spinta al rialzo dei tassi dei titoli a lungo termine.

L'effetto sui tassi di interesse di *massimali applicati a tutto l'attivo* delle aziende di credito, invece, è in parte analogo a quello di un aumento del coefficiente di riserva obbligatoria, in quanto provoca una spinta generalizzata al rialzo dei tassi di mercato. Vi sono però importanti differenze. In primo luogo, quando aumenta il coefficiente di riserva obbligatoria alcune banche possono continuare ad espandere le proprie attività mentre altre possono trovarsi in crisi di liquidità se diversa è la distribuzione dell'eccedenza di riserve libere; ciò non è possibile nel caso di massimali. In secondo luogo, un mutamento del coefficiente provoca, a differenza del massimale, una variazione del moltiplicatore dei depositi, che modifica strutturalmente il legame tra variazione della base monetaria e variazione del volume dell'intermediazione bancaria;

2) *massimali sui soli crediti commerciali* delle aziende di credito, se usati congiuntamente alla manovra della base monetaria, possono rendere più rapidi gli effetti di una politica restrittiva. Se non esiste perfetta sostituibilità tra credito bancario e altre forme di finanziamento, questo strumento può perciò rafforzare l'efficacia della politica monetaria, in quanto contribuisce a ridurre i finanziamenti complessivi all'economia. I massimali sul credito sono, a tal fine, tanto più efficaci quanto più sono estesi agli intermediari non bancari ovvero sono accompagnati dal controllo sulla raccolta degli stessi intermediari attuato, ad esempio, con il sistema delle autorizzazioni delle nuove emissioni. Affinché non stimolino la creazione di nuovi canali di intermediazione che sfuggano al controllo delle autorità, i massimali devono però essere applicati in via temporanea e ciò è coerente con il loro impiego per rendere più rapido l'effetto della manovra della base monetaria (15);

3) nella misura in cui ostacolano la redistribuzione di fondi tra settori eccedentari e settori deficitari, i massimali sul credito

(15) Nel presente lavoro si è compiuta un'analisi degli effetti dell'introduzione di massimali sul credito come strumenti di politica monetaria; è stato però anche accennato a possibili effetti collaterali, quali le distorsioni introdotte nel processo di intermediazione e perciò la possibile inefficienza nell'allocazione delle risorse finanziarie rispetto all'equilibrio cui tenderebbe l'azione delle forze di mercato. Vi sono anche altri aspetti, già richiamati nell'introduzione, che raccomandano cautela nell'introduzione dei massimali sul credito, quali i possibili effetti redistributivi a svantaggio di alcune categorie di operatori, la difficoltà pratica di ottenere il rispetto della disciplina imposta, la tendenza manifestatasi nei paesi che hanno fatto uso dei massimali sul credito a usare questo strumento non solo nel breve periodo.

hanno effetti riduttivi sulla domanda aggregata, tanto più ampi quanto maggiore è il finanziamento esterno degli investimenti. Gli stessi effetti potrebbero però essere ottenuti con la manovra della base monetaria, che limita indirettamente l'espansione dell'attivo delle aziende di credito, e con il controllo delle altre fonti di finanziamento. Inoltre i massimali sul credito possono essere impiegati per influire sulla composizione della domanda aggregata, ove vengano applicati, ad esempio, alle attività delle aziende di credito sul settore privato. In questo ultimo caso essi costituirebbero uno strumento indipendente per raggiungere un particolare obiettivo di politica economica.

FRANCO COTULA e TOMMASO PADOA-SCHIOPPA