

# Controllo quantitativo del credito: alcune considerazioni generali

## I. Introduzione

I recenti sviluppi nella politica economica di molti paesi altamente industrializzati hanno rappresentato un tentativo di rinunciare per quanto possibile a politiche di tipo « stop-go ». Ciò è dovuto a diversi fattori: da un lato forti pressioni di carattere politico volte ad evitare non solo elevati livelli di disoccupazione, ma anche l'impiego di misure fiscali come strumento di effettivo controllo della domanda aggregata; dall'altro 1) la constatazione delle inefficienze risultanti dall'impiego di politiche stop-go e dal loro effetto negativo sullo sviluppo di lungo periodo della produttività e 2) l'evidenza sempre più convincente che la semplice relazione tra disoccupazione e inflazione da salari — la curva « ingenua » di Phillips — non è più, se mai lo è stata, valida.

Vi è stato inoltre uno spostamento dal lato dei tassi d'interesse verso quello dell'offerta di moneta, nel « trade-off » soggettivo delle autorità monetarie tra questi due insiemi di variabili.

Le autorità monetarie sono state così poste di fronte al problema assai difficile di conciliare il superamento delle difficoltà aggiuntive loro imposte nel settore interno con la soluzione dei problemi relativi al controllo degli squilibri nella bilancia dei pagamenti.

Gli sforzi delle autorità monetarie per fronteggiare i problemi sopra delineati hanno portato in molti paesi al tentativo di modificare la relazione oggettiva (di mercato) tra la struttura dei tassi di interesse e la quantità di moneta, in modo da ottenere un controllo più diretto del volume della spesa e dell'offerta di moneta.

Questi sembrano essere i motivi principali sottostanti all'esteso ricorso a massimali sul credito (quantitative credit ceilings, encadrement du crédit) durante gli ultimi anni.

## II. Uno schema teorico di prima approssimazione

Prima di valutare vantaggi e svantaggi del controllo quantitativo diretto del credito, può risultare utile illustrare sommariamente, per mezzo di un semplice diagramma, il funzionamento di questo strumento di politica monetaria.

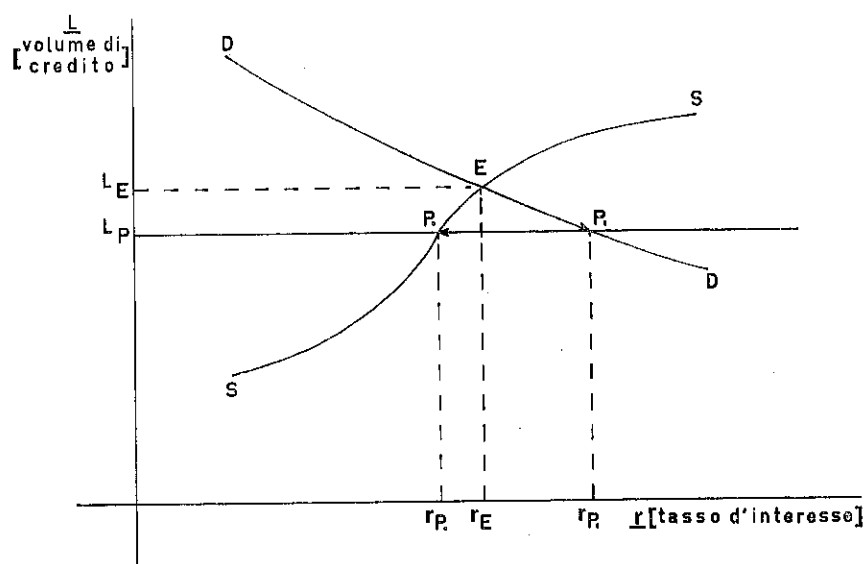


FIG. 1

Si ipotizzi una economia chiusa dove il sistema bancario, a struttura oligopolistica, costituisce il solo intermediario finanziario. La posizione di equilibrio E all'intersezione delle curve di domanda e di offerta di credito comporterebbe un volume  $L_E$  di credito e corrispondentemente un tasso di interesse  $r_E$  (confronta figura 1).

Il punto E rappresenta, tuttavia, soltanto una posizione di equilibrio di breve periodo del mercato del credito in termini di un'analisi parziale. L'equilibrio di questo mercato non sarebbe tuttavia coerente con una situazione di equilibrio macroeconomico,

dal momento che si verrebbe a sviluppare un volume di domanda aggregata che non potrebbe essere soddisfatto dalle risorse di offerta disponibili.

Le due curve DD e SS della fig. 1 rispecchiano cioè una situazione che, nell'assenza di misure restrittive di politica economica, porterebbe a pressioni inflazionistiche.

Le autorità economiche decidono quindi di intervenire imponendo un massimale del credito a  $L_p$ . In queste condizioni i mutuatari troverebbero un equilibrio di prezzo a  $r_{P1}$ ; tuttavia, date la struttura oligopolistica del sistema bancario e l'avversione delle autorità economiche a spinte verso l'alto nei saggi d'interesse, il sistema probabilmente si muoverà verso tassi più vicini a  $r_B$  che a  $r_{P1}$ . In altre parole, la funzione di reazione in termini di variazioni di tassi d'interesse del settore bancario rispetto alla domanda in eccesso del mercato del credito risulterà molto piatta. Nelle condizioni qui ipotizzate, dunque, il volume del credito risulta ridotto velocemente senza che si abbiano aumenti molto elevati dei tassi d'interesse, che potrebbero avere seri effetti destabilizzatori. I due principali obiettivi dei massimali del credito sembrano essere stati raggiunti: la relazione tra offerta di moneta e tassi d'interesse risulta spostata e l'offerta di moneta stessa è stata trasformata da « indicatore » della politica economica in una variabile direttamente operativa. Inoltre la velocità con cui le direttive di politica economica svolgono la loro azione risulta aumentata dal fatto che viene portato sotto diretto controllo l'attivo del sistema bancario. Si osservi che gli effetti sopra delineati delle restrizioni quantitative sul credito sarebbero effettivamente ottenuti soltanto qualora fosse sottoposto a controllo l'intero lato delle attività del bilancio del sistema bancario e quindi anche il lato delle passività. Se invece, ad esempio, si lascia che i prestiti concessi al settore pubblico (o direttamente, anticipazioni, o, indirettamente, acquisto di titoli pubblici) possano essere aumentati senza limitazioni, l'impatto restrittivo dei massimali sulla spesa aggregata sarà fortemente ridotto. Analogamente, se vengono imposte delle restrizioni soltanto su un segmento del bilancio del sistema bancario, gli effetti sulla spesa globale del sistema saranno relativamente limitati e di breve durata. L'impatto delle restrizioni si avrà essenzialmente in termini di tassi d'interesse relativi e quindi di riallocazione del flusso dei fondi. Così, ad esempio, se vengono poste restrizioni soltanto sulle anticipazioni ma si lasciano libere le banche di espandere a volontà le attività nella forma di obbligazioni — siano esse cam-

biali o titoli a medio-lungo termine — dei mutuatari privati finali, ne consegue che l'impatto sulla spesa è limitato.

Il quadro fin qui presentato risulta tuttavia incompleto, anche a questo livello di astrazione. L'analisi economica insegna che, in generale, controlli quantitativi diretti che influenzano l'interazione delle forze di domanda e di offerta danno luogo a due problemi 1) quello di dover distinguere fra il breve ed il lungo periodo e 2) quello dell'efficienza. Così, per quel che riguarda il primo punto, mentre si ammette che nel breve periodo controlli diretti possono agire velocemente dimostrandosi assai efficaci, si mette anche in guardia contro il fatto che, ove non si abbia successo nel modificare le curve di mercato di offerta e domanda e quindi nel riportare la posizione di equilibrio all'interno dei limiti quantitativi, condizioni persistenti di domanda o offerta in eccesso si riverseranno su altri mercati creando distorsioni nel sistema. Ne segue che, nel periodo più lungo, non solo le restrizioni tendono a perdere la loro efficacia, ma si sviluppano inefficienze che comportano costi in termini di benessere per la società.

Questi due fattori sono ovviamente rilevanti anche nel caso in questione e nei paragrafi seguenti verrà fatto un tentativo per esaminare tali problemi, cercando al tempo stesso di portare l'analisi più vicina alla realtà.

### III.1. Reazioni all'introduzione dei massimali in un'economia chiusa

Una prima ovvia fonte di inefficienze, all'interno del sistema bancario stesso, deriva dalla penalizzazione che viene imposta nei confronti delle aziende più dinamiche, costrette a seguire le norme comuni. Questo punto, pur importante, non richiede ulteriori chiarimenti. Passiamo quindi a considerare le inefficienze che coinvolgono, in situazioni reali, gli altri intermediari finanziari non bancari.

In linea di principio, una iniziale reazione compensatrice del sistema all'introduzione di massimali sul credito imposti nei confronti degli intermediari finanziari bancari sarà un aumento nei prestiti concessi dagli intermediari non sottoposti a controllo, che troveranno risorse aggiuntive aumentando i loro tassi d'interesse passivi. La velocità di aggiustamento di questa componente della funzione di reazione globale del sistema può tuttavia risultare relativamente bassa rispetto ad altre componenti che si esamineranno nel

seguito. In effetti, affinché tali intermediari finanziari possano neutralizzare completamente le restrizioni imposte sul credito concesso dal sistema bancario, le loro passività dovrebbero essere accettate dal pubblico come sostituti molto stretti quanto meno dei depositi a risparmio bancari. Tali passività cioè dovrebbero risultare immediatamente trasformabili in contante secondo un rapporto praticamente fisso. Solo in questo caso infatti le iniziali operazioni di credito di tali intermediari finanziari comporteranno un riflusso di fondi da parte di individui che desiderano detenere le loro passività per una struttura data di tassi d'interesse.

La documentazione disponibile tende tuttavia a mostrare l'esistenza di una funzione di domanda di moneta da parte del pubblico relativamente stabile. Questo fattore, insieme con la difficoltà da parte di intermediari finanziari non bancari di offrire passività che possano venire accettate come sostituti della moneta, spiega perché il processo di neutralizzazione dei massimali sviluppato dal sistema economico può risultare per questo aspetto relativamente lento. Tuttavia, nel caso qui delineato, il problema della inefficienza appare in tutta la sua importanza dal momento che le distorsioni introdotte non sono immediatamente percettibili e tendono ad auto-perpetuarsi.

Come è noto, il conseguimento di un equilibrio a carattere concorrenziale costituisce, *prima facie*, prova del raggiungimento di una situazione efficiente che comporta anche un ottimo globale, pur se accompagnato da una distribuzione del reddito socialmente non desiderabile. La prima fonte di difficoltà che si incontra in un'analisi dell'industria bancaria è comune a ogni ramo di industria e si riferisce all'esistenza di economie di scala. Se, in seguito a economie esterne o interne, la curva di lungo periodo del costo marginale delle imprese bancarie risulta discendente, alcune di esse si espanderanno fino a diventare una parte significativa del mercato. La documentazione disponibile indica che questo problema è chiaramente rilevante nel caso dell'industria bancaria. Le autorità sono quindi poste di fronte al noto dilemma dato dal fatto che l'efficienza stessa richiede una dimensione ottima delle imprese bancarie che non è coerente con la perfetta concorrenza. Come è noto, nell'Europa occidentale i sistemi bancari hanno una struttura oligopolistica che mostra una sorta di « workable competition », mentre il sistema bancario statunitense, con le sue tredicimila imprese circa, è assai più vicino ad un equilibrio di carattere concorrenziale.

L'argomentazione precedente tende ad indicare che la questione dell'efficienza è relativa. Si ha infatti, comunque, una situazione relativamente inefficiente. Il problema è tuttavia di determinare l'impatto dei massimali del credito sulla situazione esistente e la risposta a questo quesito sembra chiara: essi generano ulteriori inefficienze e distorsioni nella allocazione dei fondi.

Incominciamo col prendere in considerazione le fonti di inefficienza per quel che riguarda i tassi d'interesse attivi. In un sistema a carattere concorrenziale, le imprese bancarie tenderebbero a soddisfare innanzitutto i mutuatari con le prospettive di profitto più elevate. I tassi a cui i prestiti verrebbero concessi varierebbero naturalmente a seconda del rischio implicito nei vari progetti, ma sempre tenendo presente il principio sopra accennato. Quando vengono imposti dei massimali sul credito le banche tendono a congelare i tassi attivi. Ciò è dovuto in larga parte all'atteggiamento prevalente delle autorità monetarie. Le banche stesse appaiono, tuttavia, preferire il razionamento del credito ai mutuatari potenziali con riferimento all'esistenza del massimale sul credito, piuttosto che l'innalzamento dei tassi d'interesse fino a livello di equilibrio. Con questo, naturalmente, non si vuol dire che non si abbia razionamento del credito anche attraverso misure restrittive a carattere convenzionale. In questo caso, tuttavia, il razionamento è essenzialmente un fenomeno di breve periodo. Nel caso qui considerato, invece, il razionamento nei confronti della clientela più rischiosa viene a costituire una caratteristica del sistema per tutto il periodo in cui i massimali sul credito sono in vigore. Ciò porta alla discriminazione nei confronti dei mutuatari meno importanti e più rischiosi e, inoltre, nei confronti dei nuovi mutuatari. Si ha così, da un lato, discriminazione contro le innovazioni e, dall'altro, finanziamento di progetti con aspettative di profitto relativamente basse.

Questa tendenza delle banche a soddisfare mutuatari con i minimi rischi di fallimento neutralizza uno dei vantaggi maggiori del processo di intermediazione finanziaria. Infatti le banche, riunendo insieme rischi indipendenti, possono offrire credito per iniziative rischiose singolarmente, purché in media altamente profittevoli, con un premio per il rischio relativamente basso: questo, anche in vista della loro particolare esperienza nel settore in cui operano.

Come è stato già notato, in queste condizioni i mutuatari potenziali tenderanno a rivolgersi ad altri intermediari finanziari. Se il periodo di restrizione è relativamente breve, costi di informazione e

di aggiustamento impediranno che essi siano soddisfatti pienamente da queste nuove fonti. E' tuttavia da notare che, fino al punto in cui uno spostamento ha effettivamente luogo, esso comporta distorsioni nelle intermediazioni finanziarie.

Lo sviluppo di intermediari finanziari diversificati in condizioni sostanzialmente concorrenziali costituisce la prova che le economie derivanti dalla specializzazione di un settore relativamente ristretto di attività e passività sono in grado di neutralizzare le economie derivanti da maggiori dimensioni. I mutuatari che cercano di ottenere fondi da altri intermediari dovranno *ceteris paribus* pagare tassi di interesse superiori dal momento che, di regola, questi intermediari non godono dei benefici della specializzazione nel settore specifico di quelli che sono, per loro, nuovi mutuatari. Il processo che ha inizio nel sistema bancario avrà quindi ripercussioni in tutto il sistema finanziario, portando a costosi spostamenti nei canali di intermediazione.

Il ruolo principale degli intermediari finanziari, a parte quello di offrire un legame tra risparmiatori e investitori, è di offrire passività che soddisfano le preferenze di portafoglio dei risparmiatori in modo migliore di quello che potrebbero fare le passività degli investitori finali. Ciò è possibile in quanto essi sono in grado di ridurre i rischi unitari mettendo insieme rischi indipendenti di mancato pagamento, dal lato delle attività del loro bilancio, e di ritiro dei fondi, dal lato passività. Nello svolgere le loro funzioni tali intermediari vengono ad acquistare una speciale competenza nell'area del mercato in cui si specializzano. L'imposizione di massimali sul credito per un dato tipo di tali intermediari determina spostamenti da parte di mutuantanti e mutuatari, il che implica perdite di produttività, dal momento che gli intermediari sono indotti ad operare in aree in cui non hanno diretta esperienza.

Con il progressivo sviluppo di forme sostitutive di credito si ha un impatto restrittivo sempre minore sulla domanda aggregata. E' naturalmente possibile estendere i controlli quantitativi a gruppi successivi di intermediari; ciò rappresenterebbe tuttavia un processo sempre più costoso in cui i guadagni di produttività, che derivano dall'esistenza di un sistema finanziario efficiente, verrebbero progressivamente distrutti.

Risulta facile, in base all'esame fin qui svolto, analizzare il corollario del controllo quantitativo diretto del credito bancario, e cioè

il controllo delle emissioni obbligazionarie. I mutuatari che non sono soddisfatti delle banche possono infatti rivolgersi direttamente al mercato dei capitali attraverso l'emissione di obbligazioni. Di nuovo, questo processo richiederà del tempo, ma i suoi effetti saranno importanti in quanto i saggi a medio e lungo termine ne risulteranno direttamente influenzati. Si avrebbe infatti una tendenza di questi tassi d'interesse ad aumentare, in quanto nel processo di disintermediazione finanziaria sopra considerato i risparmiatori finali dovrebbero essere indotti a detenere attività che non soddisfano, in vista degli esistenti tassi d'interesse, le loro preferenze di portafoglio. La discriminazione contro le imprese più piccole sarebbe di nuovo rilevante dal momento che non è conveniente emettere obbligazioni per importi relativamente esigui a causa degli elevati costi di transazione.

L'esperienza dimostra che un'ulteriore reazione volta a neutralizzare gli effetti dei massimali sul credito è lo sviluppo di mercati monetari paralleli, dove grosse società con temporanei eccessi di liquidità offrono direttamente credito ad altre grosse società scavalcando il sistema bancario.

Parallelamente agli effetti di inefficienza e di non equità che i massimali sul credito tendono a creare devono anche essere tenute presenti considerazioni dirette di benessere. In primo luogo, l'accentuazione della situazione oligopolistica del sistema bancario dà adito a più elevati tassi di profitto, il che implica di per sé perdita di benessere. Inoltre, i massimali sul credito comportano in pratica un sussidio per i mutuatari che sono in grado di ottenerlo. Tale sussidio è per larga parte pagato da quel settore della comunità con domanda di moneta — cioè offerta di depositi bancari — fortemente inelastica rispetto al tasso d'interesse. Questo effetto redistributivo può essere notevole ed è chiaramente regressivo. Ciò in quanto i mutuatari che vengono soddisfatti sono probabilmente, come si è osservato, i clienti finanziariamente più solidi, mentre la sezione della comunità che dimostra minore elasticità rispetto al saggio d'interesse nel controllo di portafoglio del volume dei depositi è la meno facoltosa. Quest'ultimo punto viene spesso dimenticato. Tuttavia sembra importante tener presente che i massimali sul credito, in quanto tendono a congelare sia i saggi di interesse attivi sia quelli passivi del sistema bancario e comportano razionamento del credito, implicano una redistribuzione di reddito dai meno ai più ricchi.

L'analisi fin qui condotta è stata rivolta a considerare un'economia chiusa. Passeremo ora ad esaminare il caso di economie aperte.

### III.2. Reazioni in un'economia aperta

Si sostiene a volte che i massimali sul credito hanno un vantaggio sui tradizionali strumenti di politica monetaria e, in particolare, sui controlli ottenuti tramite la base monetaria, dal momento che non comportano forti movimenti nei saggi d'interesse e in conseguenza non determinano indesiderati flussi di capitali a breve termine. In questa forma, tuttavia, l'argomentazione è incompleta e sostanzialmente non valida. Di nuovo, se ulteriori controlli — e, più specificatamente in questo caso, controlli nei cambi — non vengono introdotti, si sviluppano reazioni endogene che neutralizzeranno l'impatto restrittivo dei massimali sul credito.

I tassi d'interesse che si hanno dopo l'imposizione dei massimali non rappresentano infatti una situazione di equilibrio: ai saggi di interesse che prevalgono vi è un'importante sezione di mutuatari non soddisfatti, mentre le banche hanno un volume eccessivo di liquidità di base a basso rendimento. In queste condizioni, se non vengono attuati controlli nei cambi, due reazioni possono essere previste: da un lato, le banche tenderanno ad usare i depositi per comprare attività a breve termine all'estero; dall'altro, i mutuatari potenziali all'interno del paese tenderanno a superare le condizioni di ristrettezza di credito prendendo a prestito all'estero.

I tassi d'interesse tenderanno quindi verso l'alto fino a ristabilire una situazione di equilibrio di mercato, mentre le restrizioni sulla spesa interna aggregata saranno per larga parte neutralizzate dai flussi di capitali sopra menzionati. Un certo grado di restrizione si avrebbe lo stesso, naturalmente, dal momento che l'accesso dei mutuatari residenti al mercato internazionale dei capitali è limitato dall'ammontare minimo necessario per effettuare economicamente tale tipo di operazioni, ma questo ci riporta di nuovo a quelle considerazioni di equità ed efficienza già precedentemente esposte.

Per completare l'analisi è ora necessario considerare esplicitamente le influenze sull'equilibrio macroeconomico derivanti dalle restrizioni esercitate sulla spesa globale, nel breve periodo, dai massimali sul credito.

#### IV. Le interazioni del sistema

Da un lato, le condizioni di portafoglio ereditate dal passato sono in disequilibrio e il tentativo di riportarsi verso una situazione desiderata comporterebbe un persistente eccesso di domanda aggregata; dall'altro tuttavia, come si è osservato, il riaggiustamento globale dell'economia sarà influenzato dalle restrizioni esercitate dai massimali sul credito nei confronti di quei partecipanti al mercato

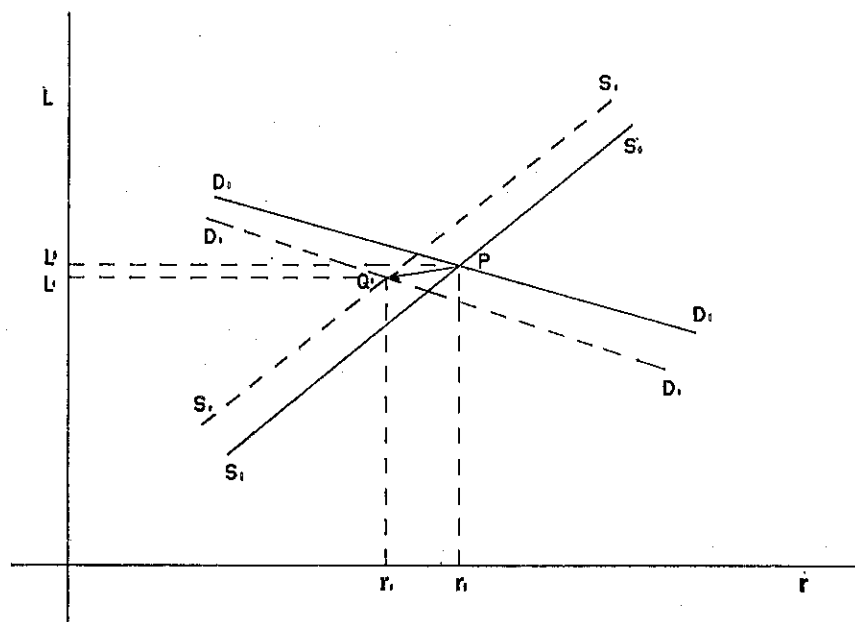


FIG. 2

che cerchino di ottenere risorse reali al di sopra delle proprie capacità di finanziamento.

Per porre in luce queste interazioni, possiamo avvalerci di uno schema di analisi periodale e riferirci al semplice diagramma della figura 1. Si ipotizzi adesso che non sussista più uno stimolo permanente ed esogeno che tenda a far eccedere la domanda globale rispetto all'offerta. In queste condizioni il rallentamento del processo di generazione del reddito indotto dai massimali sul credito sarà in grado di neutralizzare e sopravanzare lo stimolo alla spesa dovuto alle posizioni di bilancio ereditate. E' allora ragionevole ipotizzare

che la curva di domanda di credito sarà spostata verso il basso e a sinistra.

Consideriamo ora la seconda lama delle forbici. L'offerta totale di credito dipenderà essa stessa dal processo di generazione del reddito e, in prima approssimazione, si può pensare che, se l'eccesso di base monetaria è riassorbito, anche questa curva tenderà a spostarsi verso il basso, ma a destra. In queste condizioni il sistema tenderà perciò a gravitare di nuovo verso una posizione di equilibrio

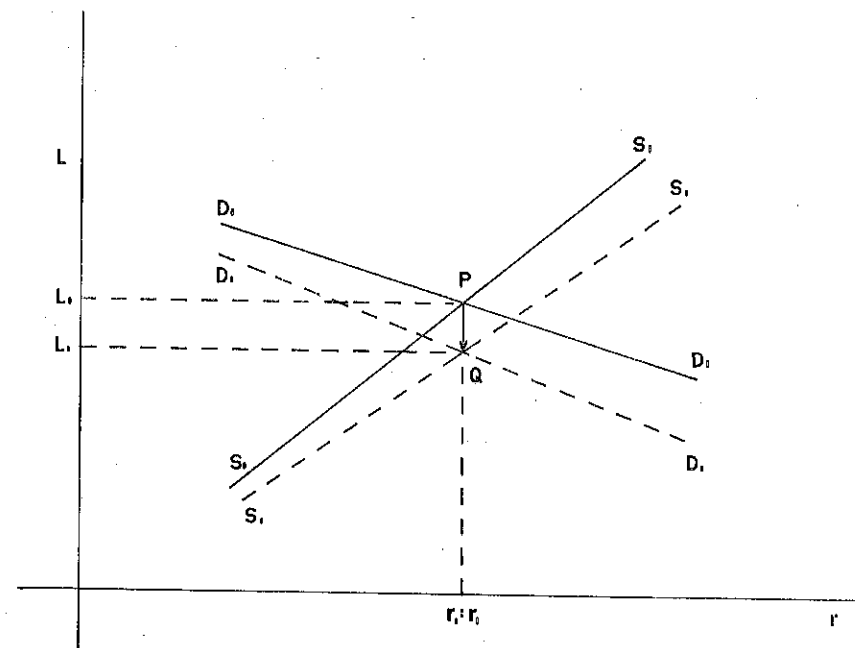


FIG. 3

Q (vedi figura 2) con un minore volume di credito e approssimativamente lo stesso livello del tasso d'interesse.

Si sono dunque raggiunti gli scopi desiderati per quel che riguarda l'equilibrio del sistema. L'efficacia è stata comprata al costo di inefficienze e perdite di benessere. Tuttavia, può darsi che, se si fosse fatto ricorso esclusivamente a misure convenzionali, queste nel breve periodo non sarebbero state così efficaci e così veloci e avrebbero, ad esempio, permesso ad un processo inflazionistico di svilupparsi. In tal caso i costi globali per riportare il sistema in equilibrio sarebbero stati probabilmente maggiori.

Ne consegue che l'efficacia dei controlli diretti quantitativi del credito dipende in modo cruciale dal loro impatto sulle curve di domanda e offerta di credito. Nel caso sopra delineato, le misure hanno avuto un effetto stabilizzatore globale. Se però, alla fine del periodo di adozione dei controlli quantitativi, le autorità monetarie non sono state in grado di portare sotto controllo la base monetaria, la curva di offerta di credito non risulterà verso il basso e a destra, nonostante gli effetti ottenuti nel breve periodo sul processo di generazione del reddito. Invece, tale curva si muoverà probabilmente in direzione opposta rispetto alla posizione di partenza. Riferendoci di nuovo alla nostra costruzione diagrammatica (fig. 3), l'equilibrio di breve periodo tenderà in questo caso a spostarsi da P a Q<sup>1</sup>. Tuttavia, Q<sup>1</sup> non è coerente con l'equilibrio globale del sistema, comportando una pressione sull'offerta aggregata che non è sostenibile nei periodi successivi.

#### V. Conclusione

Risulta innanzitutto dall'analisi svolta finora che la condizione necessaria affinché il controllo diretto quantitativo sull'espansione del credito si dimostri efficace come strumento di politica di stabilizzazione è che esso sia utilizzato soltanto per periodi relativamente brevi. Se i massimali sul credito bancario sono mantenuti per un lungo periodo in condizioni di eccesso di domanda globale, il sistema finanziario svilupperà, con un costo non indifferente in termini di efficienza, equità e benessere, forme sostitutive di credito. Questo, è da notare, neutralizzerà di per sé l'efficacia dei controlli quantitativi, in quanto verrà a diminuire man mano il loro effetto restrittivo sul processo di generazione del reddito. Naturalmente, in queste condizioni le autorità monetarie agiranno a loro volta progressivamente, estendendo i controlli ad altri intermediari finanziari. Tuttavia, anche tenendo presenti gli effetti delle misure complementari che dovrebbero essere prese, e cioè controllo delle emissioni obbligazionarie e regolazione dei flussi di capitale a breve termine con l'estero, le perdite in termini di produttività e di benessere che il sistema economico verrebbe a soffrire sarebbero probabilmente tali da pesare più di qualsiasi possibile vantaggio derivante dai massimali sul credito.

Come si è posto in evidenza, il punto più importante a favore di questo strumento di politica monetaria è la rapidità con cui le

autorità possono esercitare il controllo sullo stock di moneta senza determinare forti fluttuazioni nei tassi d'interesse e senza farli lievitare a livelli troppo elevati. E' necessario a questo proposito sottolineare come le autorità monetarie diano una grande importanza al fatto che i massimali sul credito permettano di contenere le fluttuazioni dei tassi d'interesse rispetto a quello che avverrebbe se si adottassero misure convenzionali di restrizione monetaria, in particolare operazioni di mercato aperto. Questo aspetto riveste una grande importanza e verrà considerato separatamente in appendice a questo lavoro.

Il controllo quantitativo del credito può, in definitiva, risultare efficace in situazioni di emergenza per sostenere e rendere più incisive le misure convenzionali quando queste ultime non presentassero sufficiente precisione e velocità. Tuttavia, il tentativo, dal quale in molti casi è difficile astenersi, di utilizzare i massimali nel periodo più lungo, come strumento indipendente di politica monetaria generale, non sembra giustificato e con ogni probabilità si dimostrerà più pericoloso che utile per perseguire gli scopi di stabilizzazione globale. In particolare, il processo di espansione della base monetaria del sistema può risultare al di fuori del « sentiero di equilibrio » durante il periodo in cui i massimali sul credito sono in vigore, ma il sistema deve essere di nuovo sul sentiero quando essi vengono eliminati e, come già detto, il periodo globale di restrizione in cui essi vengono utilizzati deve essere, in ogni caso, relativamente breve. Questo anche perché, se il loro uso viene esteso nel tempo, si sviluppa un interesse nascosto nel preservare l'ambiente istituzionale esistente, che può non essere adatto per la piena efficacia delle restrizioni di tipo indiretto. Non deve cioè essere sottovalutato il pericolo di venire trascinati in un circolo vizioso.

RAINER S. MASERA

#### APPENDICE

##### *Il controllo dello stock di moneta e le operazioni di mercato aperto*

Le operazioni di mercato aperto rappresentano in generale lo strumento più importante a disposizione delle autorità monetarie per controllare (indirettamente) lo stock di moneta. Sostanzialmente due sono gli argomenti avanzati dalle autorità per spiegare perché, nonostante l'apparente semplicità e attrattiva

da un punto di vista teorico, le operazioni di mercato aperto non possono spesso essere usate per conseguire gli scopi desiderati. Il primo tipo di argomentazione si riferisce a vincoli strutturali, il secondo implica problemi più complessi e di difficile risoluzione, che saranno soltanto brevemente accennati in questa sede.

Come è noto, la condizione necessaria affinché le operazioni di mercato aperto possano essere uno strumento efficace di politica di stabilizzazione è che le autorità siano in grado di vendere o comprare titoli di stato, o eventualmente in generale titoli a reddito fisso, per importi relativamente notevoli e in periodi abbastanza brevi. Ciò non è possibile quando il mercato dei titoli a reddito fisso è relativamente piccolo e quindi non è in grado di assorbire le operazioni che sarebbero richieste per gli obiettivi di politica di stabilizzazione. Il vincolo istituzionale qui ricordato limita considerevolmente la « affidabilità » di questa politica in molti paesi europei.

Ci si deve ora domandare se un mercato ben sviluppato dei titoli a reddito fisso, oltre ad essere condizione necessaria, sia anche condizione sufficiente per l'efficacia delle operazioni di mercato aperto. La spiegazione che si può trovare nei libri di testo sul modo di funzionare di tali operazioni asserisce che, ad esempio, le autorità monetarie devono soltanto vendere titoli sul mercato aperto per indurre una contrazione multipla dei depositi bancari. Le autorità considerano però questa spiegazione semplicistica o, addirittura, non esatta.

Ciò che viene implicitamente ipotizzato nei libri di testo è che ci sia una domanda relativamente stabile per titoli a reddito fisso, che può essere descritta come una funzione crescente del livello dei tassi d'interesse. Questa ipotesi non è accettata dalle autorità monetarie in molti paesi. Esse obiettano che la stabilità osservata, nel breve periodo, nella domanda di titoli da parte del pubblico è in gran parte dovuta proprio all'influenza stabilizzatrice da esse esercitata e alla grande attenzione posta per non « rompere il ghiaccio e cadere attraverso di esso ». Le loro argomentazioni possono essere descritte in termini teorici come segue. La domanda di titoli a reddito fisso non è una funzione univoca del loro prezzo corrente, cioè del saggio d'interesse. Quello che gli investitori hanno in mente è il rendimento per periodo di detenzione ove il periodo è sostanzialmente breve. Se il mercato è lasciato a se stesso, nel breve periodo le aspettative estrapolative sono molto più potenti di quelle regressive di un ritorno dei tassi d'interesse a un livello normale. Ciò implica che il mercato è aperto a onde di influenze destabilizzatrici che rendono impossibile alle autorità di comprare e vendere titoli nelle quantità desiderate. Ad esempio, un tentativo da parte loro di vendere indurrà nel breve periodo ulteriori notevoli vendite da parte del pubblico. Se le autorità lasciassero sviluppare queste reazioni « perverse » del mercato, ne seguirebbero fluttuazioni molto elevate nei tassi d'interesse, e un abbassamento di lungo periodo nella curva di domanda per i titoli a reddito fisso.

Pur senza entrare in un'analisi approfondita di questi punti, si possono fare qui alcune considerazioni al riguardo. Lo scrivente è favorevole a una spiegazione dei tassi d'interesse a lungo termine che tenga presente l'importanza delle aspettative sui saggi stessi, a una spiegazione cioè basata sull'ipotesi di aspettative esplicite di tutti i saggi d'interesse nel breve periodo. Bisogna ammettere che questa formulazione può comportare una instabilità di breve periodo dei tassi più elevata di quel che sarebbe il caso ove si accettasse o 1) l'ipotesi di aspettative a lungo termine sui futuri tassi a breve, o 2) quella di segmentazione del mercato. Tuttavia, accettare questa spiegazione di base non fa sì che si debba rigettare la possibilità che il mercato abbia sviluppato o sviluppi una capacità rapida e prevedibile di formulare le aspettative sui futuri tassi d'interesse e che gli speculatori agiscano in modo tale da tentare di uguagliare i rendimenti attesi per periodo di detenzione.

In altre parole, è ragionevole ipotizzare che un cambiamento nella politica monetaria — nel senso di « far fronte al vento » invece di « piegarsi » — comporterà instabilità di breve periodo. Non c'è tuttavia alcuna necessaria presunzione che queste instabilità verranno a rappresentare una caratteristica permanente del mercato. In effetti, si può avanzare l'argomento opposto che la politica di piegarsi al vento compra fiducia a breve termine nel mercato obbligazionario al costo della fiducia a lungo termine, dal momento che, assai spesso, questo approccio non permette di mantenere nel lungo periodo un controllo sullo sviluppo dello stock di moneta e può dunque contribuire considerevolmente a far sviluppare pressioni inflazionistiche.

Anche accettando le argomentazioni qui espresse, ci si può, tuttavia, trovare d'accordo con il punto di vista delle autorità monetarie, secondo cui un cambiamento veramente netto nell'enfasi data alle operazioni di mercato aperto, nelle condizioni di instabilità e di ipersensibilità dei mercati obbligazionari che si sono avute nel recente passato, avrebbe comportato grosse difficoltà. In generale, le considerazioni qui esposte possono offrire una spiegazione pratica della ragione per cui molti paesi europei hanno fatto ricorso ai massimali sul credito, invece di utilizzare un più incisivo approccio basato su operazioni di mercato aperto. Può tuttavia essere espressa la speranza che, nel futuro, tali operazioni possano trovare un impiego più vasto e sistematico, quanto meno in quei paesi in cui non sono presenti vincoli strutturali. Si osserva infine che i vincoli istituzionali stessi sono suscettibili di essere modificati nel lungo periodo. Proprio l'Italia offre l'esempio di come, mutando nel tempo tali vincoli, le operazioni di mercato aperto possono essere rese efficaci.

R. S. M.