

Politiche selettive del credito*

Introduzione

La maggior attenzione rivolta in questi ultimi anni al riordinamento delle priorità nazionali è andata di pari passo con un rinnovato interesse per i controlli selettivi o, più generalmente, per le politiche selettive del credito (i termini politiche e controlli saranno usati con lo stesso significato). Negli Stati Uniti, il Congresso ha promosso un'indagine sulle attività di banche centrali straniere miranti ad incoraggiare programmi assistenziali (10), i membri del Consiglio dei Governatori della Federal Reserve hanno discusso l'impiego di strumenti specifici per indirizzare il credito verso precisi scopi sociali, Brimmer (5) e Maisel (28) e vari enti governativi hanno espresso la determinazione di orientare le loro politiche a fini sociali (cfr. Martin, 29). Anche economisti accademici si sono impegnati nello studio delle politiche selettive del credito. Una rassegna generale in materia è stata eseguita da Hodgman (18); alcuni lavori analitici, che esaminano le condizioni di funzionamento di simili politiche, sono stati presentati da Davis (12), Rao e Kaminow (36), Penner e Silber (34). Infine studi empirici di Andersen (1), Anderson (2), Cohen (7) (8), Huang (20), Jaffee (21), Arcelus e Meltzer (42), Fair e Jaffee (43) si sono proposti di verificare se le politiche selettive influenzassero sia l'economia nel suo insieme sia i vari settori.

Questo studio ha lo scopo di passare in rassegna la letteratura empirica e quella teorica. Ciò che maggiormente ha interessato gli studiosi in questo campo è stata l'individuazione dell'insieme delle condizioni che rendono efficaci le politiche selettive. Il nostro obiettivo sarà, in parte, di determinare dove, in questa gamma di condizioni, si pone la realtà.

(*) L'autore ringrazia Allan Meltzer per gli utili commenti fornitigli.

Prima di esaminare questo problema saranno discussi altri due punti, e cioè cosa si intende per politiche selettive del credito e la contrapposizione fra effetti reali ed effetti finanziari di tali politiche. Concluderà la rassegna un paragrafo su costi, efficienza ed equità dei controlli del credito. La struttura istituzionale a cui si farà riferimento è quella degli Stati Uniti.

Cosa sono le politiche selettive del credito?

Due sono le definizioni che di solito si danno della politica selettiva del credito: a) tentativo di influenzare le condizioni generali del credito con strumenti diversi dalle variazioni dell'entità del ricorso alla Banca centrale (Hodgman, 18); b) uso di strumenti atti a incanalare il credito in un particolare mercato finanziario e di conseguenza (sebbene non necessariamente) in un particolare mercato reale (Rao e Kaminow, 36). Molti strumenti sono classificati come selettivi secondo entrambe le definizioni (al tempo della guerra di Corea, controlli sul credito immobiliare e sul credito al consumo). Vi sono invece differenze nell'applicazione pratica di ognuna delle due definizioni. Per esempio, variazioni del tasso massimo pagabile sui conti di risparmio di istituzioni finanziarie bancarie e non bancarie sarebbero una politica selettiva secondo la definizione a), ma non necessariamente secondo la definizione b). In particolare, la variazione (o la non variazione) dei tassi massimi, qualora fosse decisa principalmente per il suo possibile effetto complessivo (come nel 1966), non potrebbe essere considerata come una politica selettiva del credito.

Per prima cosa è bene quindi stabilire ciò che si intende o si dovrebbe intendere con il termine politiche selettive del credito. La definizione a) è probabilmente la definizione che implicitamente gli economisti usano di più. Gli è che le variazioni nelle passività della Banca centrale (variazioni nella moneta ad alto potenziale) sono considerate neutrali, cioè tali da non favorire esplicitamente un particolare uso del credito o delle risorse reali rispetto ad altri usi. Mayer (30) ha peraltro messo in risalto che spesso i non economisti scambiano il concetto di neutralità con quello di proporzionalità, la quale esisterebbe quando ogni tipo di credito o risorsa reale sia proporzionalmente dilatato o contratto dall'adozione di una politica monetaria espansiva o restrittiva. In base a questa definizione la

variazione delle possibilità di ricorso alla Banca centrale non è da considerarsi neutrale. La maggior parte degli economisti riconosce l'esistenza di effetti differenziali o selettivi derivanti da cambiamenti nella politica monetaria (Maisel, 27). Il problema è di stabilire norme con le quali giudicare l'influenza di una politica anticiclica di stabilizzazione. Norme siffatte non sembrano però esistere.

Dal momento che le variazioni della moneta ad alto potenziale hanno un'influenza stabile e prevedibile su ciò che convenzionalmente definiamo moneta (Brunner, 6) e poiché la moneta presumibilmente influenza in modo stabile e prevedibile il PNL (Hamburger, 17), si potrebbe essere portati a sostenere che le variazioni nella moneta ad alto potenziale siano il criterio appropriato. Questo ragionamento darebbe però per risolto il problema da discutere: che cosa cioè rende neutrali (nel senso di avere la giusta incidenza in un programma anticiclico di stabilizzazione) le variazioni della moneta comunque definite? L'ultima parte dell'articolo tornerà su tale punto, cioè sul problema degli aspetti normativi della politica di stabilizzazione e in particolare della politica monetaria.

Un'eventuale conciliazione delle definizioni a) e b) può essere ricercata sulla base della contrapposizione tra effetti aggregati o generali e effetti selettivi di una particolare politica. In mancanza di regole tipiche con le quali giudicare le politiche selettive nei confronti di quelle generali, ciò che si può tentare è una classificazione delle diverse politiche secondo i loro effetti generali relativamente a quelli selettivi. Per ogni tipo di politica si dovrebbe calcolare l'influenza su un certo aggregato, poniamo il PNL, e inoltre l'influenza sulla redistribuzione di risorse reali (o fondi) nei diversi settori. Il rapporto fra gli effetti sull'aggregato e gli effetti redistributivi sarebbe il criterio in base al quale classificare una politica del credito come principalmente selettiva o preminentemente non selettiva. Questo rapporto varia tra lo zero e l'infinito; e la politica del credito sarà tanto più generale (nel significato di opposto a selettivo) quanto maggiore è tale rapporto. Per esempio, una variazione della moneta ad alto potenziale, che produca un mutamento importante del PNL ma solo una piccola redistribuzione del PNL fra i diversi settori, avrebbe un alto rapporto; mentre i controlli sul credito immobiliare, che potrebbero avere un impatto sulla proporzione del PNL relativa alle abitazioni, ma solo effetti generali trascurabili, avrebbero un basso rapporto. La « Regulation Q » potrebbe essere classificata con lo stesso criterio; in tal modo sarebbe

possibile stabilire se essa assomigli più ad una politica generale del credito o ad una politica selettiva.

Il metodo indicato per distinguere le politiche selettive da quelle generali richiede almeno un chiarimento teorico prima che possa avere rilevanza empirica. Mentre l'impatto generale di una politica può essere definito abbastanza facilmente, quello selettivo è più difficile da isolare. Un problema chiave è se l'obiettivo ultimo di una politica selettiva sia quello della redistribuzione delle risorse reali oppure dei flussi finanziari. Il prossimo paragrafo sarà dedicato all'esame di questo problema.

Bisogna anche riconoscere che non è possibile misurare gli effetti generali e selettivi senza un modello macroeconomico con un settore finanziario molto dettagliato. Possiamo comunque identificare i fattori che determinano la classificazione delle diverse politiche a seconda che prevalgano gli effetti generali o quelli selettivi. Ciò richiede un'analisi delle condizioni che determinano l'efficacia delle politiche selettive. Questo aspetto verrà considerato in un successivo paragrafo.

Effetti « reali » e effetti « finanziari » dei controlli selettivi

L'attuale dibattito sulle politiche selettive si è concentrato sulla loro utilità potenziale per la riallocazione delle risorse reali nell'economia. Se i controlli selettivi sono diretti a riallocare gli impieghi delle risorse reali, è condizione preliminare che abbiano anche un effetto redistributivo sui flussi di credito e quindi (prima di qualsiasi reazione nel settore reale) sui tassi di interesse dei vari strumenti finanziari. Le variazioni nei flussi dei fondi possono riguardare le diverse istituzioni finanziarie e/o i vari strumenti finanziari.

In realtà, le politiche selettive non sono necessariamente impiegate e di fatto non sono state usate esclusivamente col fine di ottenere una riallocazione delle risorse nel settore reale dell'economia. L'obiettivo di alcune politiche selettive è solo quello di influenzare i mercati finanziari. Di questo tipo sono i margini di copertura richiesti nel mercato azionario e che cercano di impedire speculazioni deleterie. È però probabile che si vogliano prevenire queste speculazioni per gli effetti dannosi che una crisi finanziaria avrebbe per il settore reale. Minsky (33), Culbertson (11) e Meltzer (31) hanno discusso l'impiego di controlli selettivi riguardanti il mer-

cato finanziario alla luce appunto delle conseguenze negative che potrebbero derivare al settore reale da un irregolare funzionamento del mercato finanziario.

Altri esempi di politiche selettive ad obiettivi limitati al settore finanziario sono l'assicurazione obbligatoria dei depositi bancari e l'applicazione di massimali differenziati ai tassi di interesse sui depositi (che mira a proteggere certe istituzioni finanziarie dalla libera concorrenza).

Passiamo ora ad esaminare le condizioni che determinano l'efficacia dei controlli selettivi e la relativa evidenza empirica.

Fattori che determinano l'efficacia delle politiche selettive del credito: aspetti teorici

Una semplice classificazione delle politiche selettive del credito può essere tentata secondo le linee in uso per le imposte. In particolare, le politiche selettive possono essere classificate secondo la loro incidenza iniziale, più o meno come le imposte sono classificate in dirette e indirette. Ciò, naturalmente, porta al problema della traslazione, problema chiave per l'imposizione fiscale.

Le politiche del credito possono quindi essere catalogate come imposte sul mutuante, sul mutuatario, o su un particolare strumento del mercato finanziario. La tabella — esemplificativa più che esauriente — è redatta secondo tale classificazione.

Mentre molti degli esempi della tabella parlano da sé, altri hanno bisogno di qualche chiarimento. Così il caso (Ib) si riferisce ai coefficienti differenziali di riserve obbligatorie sulle varie attività tenute da istituzioni finanziarie (in particolare da banche), come è stato proposto da Brimmer (5). Il caso (Ic) si riferisce a una categoria generale di agevolazioni a favore di istituzioni che fanno (o si astengono dal fare) certi tipi di prestiti. Un esempio limite è la « lettera » del 1° settembre 1966 della Federal Reserve (15), nella quale si offriva un trattamento di favore nelle operazioni di sconto alle banche che si fossero astenute da una eccessiva espansione dei crediti ordinari. Il caso (IIb) riguarda il Comitato per le emissioni sul mercato finanziario che ha la facoltà di autorizzare o meno nuove emissioni di obbligazioni o titoli societari. Un'istituzione del genere non opera negli Stati Uniti, ma è presente in altri paesi, ad esempio in Italia e in Svezia (Elliasson, 13). Il caso (IIIa) com-

TABELLA I
CLASSIFICAZIONE DELLE POLITICHE SELETTIVE

<i>Classificazioni</i>	<i>Esempi</i> (tratti dall'esperienza americana)
I. <i>Sui mutuanti</i>	
a) vincoli di portafoglio	(Ia) le « Savings and Loan Associations » possono detenere solo titoli ipotecari e del debito pubblico
b) coefficienti differenziali di riserva obbligatoria	(Ib) non impiegati
c) altre agevolazioni ai mutuanti	(Ic) la « lettera » della Federal Reserve del settembre 1966
II. <i>Sui mutuatari</i>	
a) sussidi ai tassi di interesse	(IIa) sussidi al tasso di interesse sui mutui ipotecari (HUD 235 e 236)
b) comitato per le emissioni sul mercato finanziario	(IIb) non operante
III. <i>Sugli strumenti</i>	
a) massimali sui tassi di interesse e controlli su altre condizioni del credito	(IIIa) Regulation Q; massimali FHA-VA; leggi sull'usura; anticipo minimo
b) politiche miranti a mutare certe caratteristiche di uno strumento	(IIIb) assicurazione FHA-VA; gestione di un mercato secondario; FNMA

prende i controlli sui tassi di interesse e su altre condizioni del credito (ad esempio, versamento iniziale minimo) che sono imposti sullo strumento finanziario piuttosto che sui prestatori o sui mutuatari. Mentre comunemente si ritiene che la « Regulation Q » e gli altri massimali per i depositi a tempo siano imposti sulle istituzioni finanziarie, le cose stanno diversamente, poiché le istituzioni hanno la possibilità di emettere, e in effetti emettono, altri tipi di passività non soggette a limitazioni. Il caso (IIIb) è un'altra categoria generale che comprende tutte le politiche aventi lo scopo di alterare le caratteristiche di uno strumento finanziario, rendendolo così più desiderabile al prestatore e/o al mutuatario.

L'efficacia di ogni tipo di politica selettiva del credito dipende, naturalmente, dagli obiettivi che intende perseguire — ad esempio, una riallocazione dei flussi finanziari da una istituzione a un'altra o una riallocazione delle risorse reali. Vi è una caratteristica comune

sulla cui base si può stabilire se una politica del credito può incidere sull'allocazione delle risorse reali o riorientare i flussi finanziari. Tale caratteristica è il grado di sostituibilità tra strumenti finanziari di chi dà o riceve in prestito. Il grado di sostituibilità fra titoli determina la traslazione e l'incidenza della politica del credito, così come la traslazione e l'incidenza dell'imposta sono determinate dalla elasticità delle curve di domanda e di offerta.

L'esposizione più chiara sulle condizioni di sostituibilità che determinano l'efficacia delle politiche selettive del credito è quella contenuta nel lavoro di Rao e Kaminow (36). Le condizioni generali di sostituibilità che incidono sull'efficacia delle politiche selettive sono state discusse anche da Cohen (7), Davis (12), Hodgman (18) e Penner e Silber (34). La maggior parte degli autori ha ristretto l'analisi ai controlli selettivi del tipo I, cioè a quelli imposti sui prestatori. In tal modo, affinché i controlli del tipo I possano avere influenza sui tassi di interesse relativi, è necessario che i prestatori considerino le diverse categorie di titoli come scarsamente sostituibili tra di loro. Un semplice esempio basta a dimostrare questo punto. Se un particolare gruppo di prestatori, ad esempio una certa categoria di istituzioni finanziarie, è obbligato a tenere una specifica attività, poniamo titoli ipotecari, ed è quindi costretto ad aumentare la domanda di questi titoli e a liquidare altre attività, diciamo obbligazioni di società, allora la diminuzione del rendimento dei titoli ipotecari, relativamente a quelli societari, sarà tanto maggiore quanto meno sensibile alle variazioni dei tassi relativi è la domanda di titoli (nel portafoglio dei prestatori), cioè quanto più basso è il grado di sostituibilità tra titoli ipotecari e titoli societari. Nel caso limite in cui titoli ipotecari e titoli societari fossero perfettamente sostituibili, quando la domanda di titoli ipotecari aumenta (in seguito a vincoli di portafoglio) con conseguente diminuzione del tasso ipotecario relativamente al rendimento dei titoli societari, altre istituzioni aumenteranno la loro domanda di titoli societari e diminuiranno quella di titoli ipotecari fino a che sia ristabilito il livello originario dei rendimenti dei due strumenti.

Affinché i controlli del tipo I abbiano un'influenza sull'allocazione delle risorse reali, oltre alla condizione di imperfetta sostituibilità tra le attività dei portafogli dei prestatori, è necessario che i mutuatari considerino poco sostituibili, intercambiabili categorie diverse di titoli per finanziare un dato tipo di spesa. Ad esempio,

per finanziare l'acquisto di una casa i mutuatari non dovrebbero poter liberamente sostituire crediti ipotecari con prestiti bancari, crediti al consumo o prestiti assistiti da garanzie. Nella misura in cui i mutuatari possono facilmente finanziare spese reali con diverse forme di credito, la variazione dei tassi di rendimento relativi dei titoli (indotta da politiche selettive del credito) si risolverà soltanto in variazioni dei tipi di fondi mutuati con scarso o nessun effetto sulla composizione della spesa effettiva.

Le politiche selettive del tipo I possono avere un'influenza sull'attività economica se, oltre alle condizioni anzidette, sia soddisfatta la condizione addizionale che le elasticità, rispetto all'interesse, delle varie categorie di spesa siano diverse. Per esempio, una politica selettiva, che porti a un aumento del tasso dei titoli ipotecari e a una diminuzione del tasso dei titoli societari, diminuirà il PNL se l'elasticità all'interesse della spesa per investimenti societari sarà minore di quella della spesa in costruzioni residenziali.

Prima di esaminare le condizioni che determinano l'efficacia degli altri tipi di politiche del credito, giova notare che l'influenza delle politiche selettive del credito è tanto più grande quanto maggiore è il numero dei prestatori interessati da quelle politiche. Secondo Cotula e Padoa-Schioppa (9), ciò discende dal fatto che in simili circostanze gli effetti diretti del controllo selettivo sono meno neutralizzabili. Si dovrebbe però tener conto di due aspetti collegati: 1) che l'estensione dei controlli selettivi a tutti i prestatori, se aumenta la loro efficacia, comporta anche un aumento dei costi amministrativi; di questo punto tratteremo più avanti; 2) che i controlli selettivi, anche nel caso in cui fossero estesi a tutti i prestatori istituzionali, potrebbero essere potenzialmente neutralizzati da operazioni creditizie dirette tra unità in surplus e unità in deficit. Ciò porta ad esaminare i controlli sui mutuatari del tipo II.

Le condizioni che determinano l'efficacia dei controlli selettivi del tipo II sono del tutto differenti da quelle che determinano l'efficacia dei controlli del tipo I. E' stato, infatti, dimostrato da Penner e Silber (34) che un interesse agevolato (caso IIa) è più efficace nel riallocare flussi finanziari (e risorse reali alle condizioni indicate sopra) qualora vi sia un *elevato* grado di sostituibilità tra differenti titoli nei portafogli dei prestatori. Ciò appare evidente quando si riconosca che una politica di tassi di interesse sussidiati porta ad un aumento della domanda delle categorie di fondi sussi-

diate. Se l'elasticità dell'offerta è alta (se cioè è alta l'elasticità di sostituzione dal lato dei prestatori), allora l'aumento della domanda di fondi provoca un sensibile aumento dell'offerta e una sensibile diminuzione del tasso a carico dei mutuatari (il limite superiore si raggiunge quando l'offerta di fondi è infinitamente elastica, nel qual caso la diminuzione del tasso è pari al sussidio).

L'efficacia dell'azione di un Comitato per le emissioni sul mercato dei capitali nel ridistribuire flussi di fondi tra le varie imprese e quindi nell'alterare l'allocazione delle risorse dipende dall'elasticità di sostituzione tra le diverse fonti dei fondi. Per esempio, se il controllo del Comitato provoca una completa e agevole sostituzione di emissioni di obbligazioni a lunga scadenza con credito mercantile o prestiti bancari nel finanziamento di risorse reali, l'influenza di detto controllo sarà minima. Ancora una volta, la neutralizzazione degli effetti del controllo diretto sarà tanto minore quanto più numerosi saranno i settori interessati, cioè il numero di strumenti finanziari che richiedono l'approvazione del Comitato. Inoltre, l'azione del Comitato sarà più efficace in presenza di controlli del tipo I, poiché allora la sostituzione di emissioni di capitali con prestiti bancari potrebbe essere circoscritta.

Le politiche selettive del tipo III si riferiscono ai controlli o alle politiche riguardanti particolari strumenti finanziari. Le due sottocategorie delle politiche di tipo III differiscono fra di loro sia per i fattori che determinano la loro efficacia, sia per gli obiettivi perseguiti. I controlli del tasso di interesse di certi strumenti finanziari (tipo IIIa) sono fra le forme più comuni di controllo selettivo del credito. La « Regulation Q » applicata ai depositi a tempo delle banche commerciali e i massimali fissati per i tassi dei titoli ipotecari FHA - VA sono i due esempi americani più noti. Si tratta di differenti forme di limiti massimi imposti a tassi d'interesse: il massimale FHA - VA si applica a un titolo primario, a un titolo cioè emesso da un'unità in deficit, mentre la « Regulation Q » si applica a un titolo indiretto, emesso cioè da un intermediario finanziario. Diversi sono quindi gli obiettivi dei due controlli.

In un interessante studio Lindsay (26) ha applicato l'analisi del controllo dei prezzi per determinare gli effetti dei massimali della « Regulation Q » e di quelli della FHA - VA. Lo scopo delle leggi sull'usura, di cui i massimali FHA - VA sono un esempio, è di diminuire il tasso a carico dei mutuatari. Se tali massimali sono

imposti su un solo titolo, la capacità dei prestatori di sostituire questo titolo renderà il massimale controproducente. Nel caso limite in cui l'elasticità dell'offerta di questo titolo fosse infinita, l'imposizione di un massimale ad un livello inferiore al tasso di equilibrio di mercato darebbe luogo a una diminuzione fino a zero del flusso di fondi verso quel mercato. Maggiore è l'elasticità dell'offerta, maggiore sarà la riduzione del flusso dei fondi. Pertanto, mentre il massimale può in realtà ridurre il tasso a carico di un certo numero di mutuatari, si registrerà nei loro confronti una diminuzione dell'offerta. Se i mutuatari si rivolgono ad altri mercati (in questo caso, al mercato dei titoli ipotecari tradizionali), il tasso a loro carico sul mercato libero aumenterà. L'offerta totale di fondi al mercato controllato e a quello libero, in certe condizioni, sarà maggiore che in assenza di massimali (Lindsay 26, pag. 12).

I massimali sul tasso dei depositi (tipo « Regulation Q ») sono meno facilmente giustificabili. Il tener bassi i tassi corrisposti ai depositanti non è un obiettivo per sé stesso, specialmente se si pensa che i piccoli risparmiatori ne sono i più duramente colpiti. L'impiego della « Regulation Q » prima del 1966 si giustificava meglio per le sue implicazioni favorevoli alle istituzioni finanziarie non bancarie, in particolare alle « Savings and Loan Associations », nella concorrenza per la raccolta di depositi. In un certo senso, la « Regulation Q » trasferiva l'onere delle restrizioni di portafoglio imposte alle SLA dai proprietari (delle SLA) ai depositanti delle banche commerciali (si veda oltre p. 142 e Penner e Silber, 34). La « Regulation Q » cercava di impedire che il settore « vincolato » delle SLA perdesse depositi a favore delle banche, e ciò allo scopo di evitare una contrazione dei fondi destinati a prestiti ipotecari. È questo un chiaro esempio di politica selettiva il cui scopo primario è quello di ridistribuire flussi finanziari.

Di nuovo, la condizione di sostituibilità tra titoli è un fattore determinante per l'efficacia di tali politiche. Se i depositi a tempo delle banche commerciali costituiscono per le istituzioni finanziarie non bancarie il principale concorrente nel campo della raccolta, l'imporre un massimale al tasso di interesse di quei depositi eviterà la perdita di fondi alle istituzioni non bancarie. Per contro, se anche i titoli obbligazionari sono validi sostituti dei suddetti depositi, il massimale in questione devierà il flusso del credito verso i mercati finanziari direttamente piuttosto che per il tramite di istituzioni finanziarie.

L'impatto globale della « Regulation Q » è stato analizzato in numerosi articoli, tra l'altro da Lindsay (26) e Tobin (40). È stato dimostrato che probabilmente un aumento del massimale ha al margine un effetto espansivo in quanto incoraggia l'intermediazione (Tobin 40, pag. 6); e poiché, rispetto ai depositi a vista, i depositi a tempo sono soggetti a un coefficiente di riserva inferiore, l'aumento del massimale ha come effetto anche quello di liberare parte delle riserve del sistema bancario.

L'ultima categoria delle politiche selettive del credito è la IIIb. Queste politiche hanno lo scopo di cambiare certe caratteristiche di uno strumento finanziario: tali l'assicurazione di prestiti ipotecari da parte della Federal Housing Administration - Veteran Administration (FHA - VA), e la gestione di un mercato secondario in titoli ipotecari da parte della Federal National Mortgage Association (FNMA) e della Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC). Lo scopo di tali politiche è quello di aumentare la domanda dei titoli « assistiti » da parte di prestatori, cioè di aumentare il flusso dei fondi verso quel mercato e diminuire i tassi d'interesse per i mutuatari. Penner e Silber (34) hanno rilevato che l'efficacia di queste politiche è indipendente dal grado di sostituibilità tra i titoli. D'altra parte, l'adozione di politiche di questo tipo altera il grado di sostituibilità fra i titoli e di conseguenza incide sull'efficacia relativa delle diverse politiche creditizie. L'entità dell'impatto delle politiche selettive del tipo IIIb è determinata dall'influenza che variazioni del rischio hanno sulla domanda di titoli da parte dei prestatori. Se questi ultimi sono molto sensibili a piccole variazioni dei rischi dell'investimento in titoli, le politiche di tipo IIIb avranno un notevole impatto sia sui flussi di fondi sia sui tassi d'interesse.

Possiamo ora passare all'esame del lavoro empirico compiuto per verificare le varie elasticità di sostituzione e di offerta. L'esame ci sarà utile per valutare l'efficacia, nella realtà, delle politiche selettive del credito.

L'efficacia delle politiche selettive del credito: evidenza empirica

Il lavoro empirico sull'efficacia delle politiche selettive del credito si può dividere in più categorie. Un gruppo di studi ha esaminato il grado di sostituibilità tra titoli nel portafoglio dei prestatori [Huang (20), Jaffee (21) e Silber (37)]. Questi studi interessano le

politiche selettive del tipo Ia, b, c, IIa, e IIIa. Alcuni di questi autori — Jaffee (21), Silber (37), Fair e Jaffee (43) e Swamy (39) — sono andati un po' oltre e hanno analizzato l'impatto di politiche selettive specifiche (« Regulation Q », anticipazioni della Federal Home Loan Bank, acquisti di titoli ipotecari della FNMA) calcolando gli effetti di tali politiche nel contesto di modelli econometrici del settore finanziario. Stime dirette di forme ridotte o semi-ridotte sono state fatte avendo in mente gli stessi obiettivi, ad esempio da Huang (19), e da Arcelus e Meltzer (42).

La sostituibilità da parte dei mutuatari ha ricevuto un'attenzione molto minore. Bosworth (3) ha stimato equazioni per quanto riguarda le decisioni di società, ma non con particolare riguardo al problema delle politiche selettive del credito. Cohen (7) (8), in un tentativo più ampio, si è più direttamente interessato alla efficacia delle politiche selettive; e ha considerato i legami tra particolari flussi di credito e varie categorie di spesa reale. Vi è anche stato qualche vago tentativo di esaminare gli effetti aggregati delle variazioni nella composizione dei portafogli delle banche [Andersen (1), Anderson (2) e Silber (38)].

Prima di presentare una rassegna più dettagliata di questi studi, è il caso di rilevare quella che è la conclusione generale. Tutti gli studi che esaminano il grado di sostituibilità tra titoli nel portafoglio dei mutuantanti — così Silber (37) e Swamy (39) — hanno trovato che le elasticità di breve periodo sono significativamente più piccole di quelle di lungo periodo. Ciò deriva dai familiari modelli di « stock adjustment » che sono stati applicati al comportamento di portafoglio. E suggerisce che l'impatto iniziale di una politica selettiva sarà maggiore dell'impatto di lungo periodo. Nel breve periodo la reazione ad una improvvisa variazione dei tassi di interesse relativi, causata dall'imposizione di un controllo selettivo, è attenuata da rigidità istituzionali e da altri costi di transazione. Nel lungo periodo i portafogli (istituzionali) rispondono maggiormente a differenze di tassi, neutralizzando, quindi, in parte l'impatto iniziale.

Questo tipo di comportamento di portafoglio e il fatto che il libero mercato reagisce ai vincoli in un settore, creando nuovi strumenti o istituzioni per aggirare le restrizioni, suggeriscono che le politiche selettive del credito si rivelano potenzialmente più utili in un contesto ciclico piuttosto che nel lungo periodo. Adottata una politica selettiva, il tempo tende cioè a ridurre l'impatto attraverso

ampi aggiustamenti di portafoglio e la creazione di mezzi di « evasione ».

Diamo ora qualche particolare sugli studi empirici sopraelencati. Gli studi di Silber (37) e Swamy (39) presentano modelli strutturali del comportamento di portafoglio delle istituzioni finanziarie. Le equazioni stimate per le domande di titoli da parte delle singole istituzioni indicano elasticità incrociate abbastanza piccole della domanda. L'elasticità di sostituzione per il mercato globalmente considerato deve tener conto di almeno altri due fattori, cioè della reazione degli altri partecipanti al mercato dei titoli non formalmente incorporati nei modelli e degli aggiustamenti di portafoglio del pubblico specialmente per quanto riguarda l'allocazione di fondi tra le diverse istituzioni e il mercato dei titoli. Simulazioni o effetti d'impatto sono riportati da entrambi gli autori. Silber (37) rileva l'impatto di variazioni nella « Regulation Q » e di variazioni nel tasso del FHLB sulle variabili endogene del modello; e Swamy (39) effettua simulazioni di variazioni nella « Regulation Q ». Per quanto riguarda la « Regulation Q », l'impatto, sui tassi d'interesse relativi, di un aumento dell'1 per cento del tasso massimo per i depositi a tempo è trascurabile, e così pure l'impatto sulle diverse categorie di investimenti reali. Per contro, vi sono impatti notevoli sui flussi di depositi tra le SLA e le banche commerciali. Secondo Swamy, un anno dopo un aumento dell'1 per cento nel tasso della « Regulation Q », i depositi presso le SLA diminuiscono di 0,71 miliardi di dollari, mentre i depositi a tempo presso le banche commerciali aumentano di 1,2 miliardi; secondo Silber i depositi totali presso le banche commerciali aumentano di 4,4 miliardi di dollari e i depositi presso le SLA diminuiscono di 1,5 miliardi.

Le simulazioni del modello FMP di Fair e Jaffee (43) sono state fatte con l'intenzione di valutare l'impatto delle proposte della « Commissione Hunt » sul settore finanziario e su quello dell'edilizia. I due autori distinguono fra effetti della rimozione dei massimali sui depositi che vincolano solo le banche commerciali e effetti della rimozione del massimale sui depositi che ha vincolato sia le banche sia altri istituti di risparmio. Nel caso in cui solo le banche commerciali fossero vincolate, la rimozione della « Regulation Q » sembra influenzare in modo significativo i flussi finanziari, il tasso ipotecario e gli investimenti edilizi. Se tutti gli istituti di risparmio fossero vincolati, l'impatto della soppressione della « Regulation Q »

sulle suddette variabili sarebbe trascurabile. Secondo Fair e Jaffee variazioni della « Regulation Q » avrebbero effetti molto modesti.

Anche l'impatto di un aumento del costo di un prestito del Federal Home Loan Bank System è piuttosto debole, almeno secondo Silber (37, pagg. 82-89). Un aumento dell'1 per cento del tasso sui prestiti aumenterebbe il tasso ipotecario di circa cinque centesimi di 1 per cento dopo un trimestre; il rialzo scenderebbe a 3 centesimi di 1 per cento dopo un anno. Jaffee (21), usando un modello dettagliato del mercato ipotecario, ha trovato che le variazioni del tasso dei prestiti del FHLB avrebbero un impatto notevole sui flussi dei mutui ipotecari. Un aumento dell'1 per cento diminuirebbe i mutui ipotecari delle SLA di 2 miliardi di dollari dopo un anno, con una compensazione minima o nulla da parte di altri prestatori ipotecari anche dopo 32 trimestri di simulazione. Jaffee arriva a risultati simili per un aumento esogeno dei prestiti del FHLB. Gli risulta invece che un acquisto esogeno da parte della FNMA aumenterebbe inizialmente la domanda di titoli ipotecari, ma che dopo sette trimestri altri partecipanti al mercato neutralizzerebbero completamente l'impatto sui flussi dei titoli ipotecari (ma non sul tasso ipotecario). Di questa asimmetria delle reazioni alle politiche del FHLB e della FNMA Jaffee non sa dare ragione.

C'è una serie di problemi comuni a tutti questi modelli strutturali che limitano la loro utilità e forse la loro credibilità nel valutare gli effetti delle politiche selettive del credito. Nessuno di questi modelli tiene conto dei legami tra mercati reali e mercati finanziari, per cui l'impatto sul settore reale non può correttamente essere misurato dalle simulazioni riportate. Inoltre tutti i modelli escludono settori e interrelazioni di mercato che inciderebbero sulle elasticità totali di sostituzione tra i diversi titoli. Pertanto, per fare un esempio, anche se Silber (37, tav. VII, pag. 108) trova che variazioni esogene della domanda di particolari categorie di titoli (cartelle fondiari e titoli societari) hanno notevoli effetti sui tassi d'interesse relativi, questo risultato deve essere preso con molta cautela.

Nel tentativo di superare il problema dei « settori omessi », Huang (20) ha stimato l'elasticità di sostituzione tra differenti categorie di titoli ipotecari e societari direttamente, cioè tramite una forma ridotta. In generale egli trova elasticità di sostituzione piuttosto alte tra titoli ipotecari con garanzia governativa e obbligazioni societarie e una sostituibilità molto bassa tra titoli ipotecari tradi-

zionali e titoli societari. Huang stima anche equazioni di offerta e domanda aggregata di titoli ipotecari. L'equazione dell'offerta include sia i prestiti del FHLB sia gli acquisti della FNMA. L'impatto dei prestiti del FHLB è notevole, mentre l'effetto della FNMA sembra essere nullo. Questa asimmetria appare anche nelle stime di Huang (19) sull'impatto dell'attività della FNMA e del FHLB sulle costruzioni residenziali [Brady (4) e Fair (14) hanno ottenuto risultati simili]. Peraltro, fin quando queste equazioni in forma ridotta terranno conto esplicitamente del comportamento endogeno anticiclico degli enti in questione, i risultati raggiunti non potranno essere accolti senza riserve.

Il problema se il credito ipotecario in generale (non solo il credito del FHLB o della FNMA) influenzi la spesa in case è stato esaminato da Arcelus e Meltzer (42), i quali hanno stimato equazioni di domanda per servizi edilizi e per nuove case e incluso i crediti ipotecari come variabili esplicative. Le loro equazioni di regressione mostrano che la consistenza dei mutui ipotecari sarebbe correlata *negativamente* alla domanda di case. I due autori sostengono anche che il flusso di crediti ipotecari non è una variabile appropriata nelle equazioni stimate. Piuttosto che esprimere un giudizio su questi sorprendenti risultati, si rimanda al commento di Swan (44) e alla risposta di Arcelus e Meltzer (45), che riassumono i lati positivi e negativi dell'indagine.

La ricerca empirica più completa circa l'utilità potenziale delle politiche selettive del credito è quella di Jacob Cohen (7). Il modello di Cohen è stato costruito con l'esplicito obiettivo di integrare flussi finanziari e allocazione delle risorse reali. Cohen usa l'analisi di regressione per vedere se vi è una relazione più significativa tra differenti categorie di spese reali (ad es., costruzioni residenziali, spese in beni di consumo durevoli, spese in impianti e attrezzature industriali, scorte) e *particolari* categorie di flussi finanziari (ad es., flussi di mutui ipotecari, crediti al consumatore, azioni e obbligazioni societarie), o se l'uso di flussi finanziari aggregati sia equivalente all'uso di specifiche categorie. La sua conclusione è che, eccetto per la spesa in beni di consumo durevoli, vi è una più stretta relazione tra un flusso finanziario delimitato con precisione e una specifica categoria di spesa, per esempio, tra costruzioni residenziali e flussi di mutui ipotecari, che non tra la spesa reale e una più ampia categoria di flussi finanziari, per esempio il totale delle passività

finanziarie. A suo avviso, i risultati così raggiunti assegnerebbero una ragionevole efficacia alle politiche selettive del credito.

Come tutti gli studi empirici, anche l'approccio di Cohen e le sue verifiche empiriche non sono esenti da riserve. Cohen ritiene preferibile misurare la sostituibilità usando i flussi di credito piuttosto che i tassi di interesse; ma il suo raffronto tra questi due gruppi di variabili è eccessivamente semplificato. In teoria la sostituibilità è misurata meglio dalle reazioni a tassi di interesse relativi che non dalle reazioni a differenti flussi finanziari (a meno che predomini il razionamento del credito e i tassi di interesse non abbiano rilevanza). Inoltre Cohen non include le molte altre variabili che dovrebbero entrare nelle equazioni di spesa oltre ai flussi finanziari. Le condizioni *ceteris paribus* non sono quindi soddisfatte, e i veri effetti parziali di modificazioni dei flussi finanziari non sono colti. Infine nessun tentativo egli fa per incorporare le variabili sfasate nelle equazioni stimate per verificare l'esistenza di effetti neutralizzatori nel tempo, come si è prima accennato. Queste critiche non tolgono che il tentativo di Cohen di valutare empiricamente l'efficacia dei controlli selettivi del credito sia un passo nella direzione giusta.

L'ultimo gruppo di studi empirici sull'efficacia delle politiche selettive sono le ricerche di Paul Anderson (2), Leonall Andersen (1) e Silber (38) sull'importanza della struttura del portafoglio delle banche nella determinazione del PNL o della velocità della moneta. Ciò investe direttamente il problema se vi sia un impatto aggregato da parte di differenti tipi di flussi monetari. Le equazioni di regressione calcolate da Paul Anderson (2) e Silber (38) mostrano che variazioni dell'offerta di moneta connesse con la concessione di crediti bancari (dal lato delle attività) hanno un impatto maggiore sul PNL (dove una maggiore velocità) di variazioni dell'offerta di moneta connesse con l'acquisizione da parte delle banche commerciali di altre attività. Commentando il lavoro di Paul Anderson, Leonall Andersen (1) adduce risultati, che indicherebbero che queste differenze tra « loan money » e « bill money » durano solo per un trimestre. Tale rettifica concorda con le osservazioni prima accennate sugli effetti neutralizzatori che si manifestano dopo che i flussi creditizi hanno avuto il loro impatto iniziale. Peraltro, l'inversione dopo tre mesi riscontrata da Andersen appare piuttosto arbitraria e richiede ulteriori approfondimenti, soprattutto inserendo relazioni sfasate distribuite più gradualmente.

Politiche selettive del credito: costi, efficienza ed equità

Si è prima notato che alcuni economisti, ad es., Mayer (30), hanno adoperato il concetto di neutralità della moneta (intesa la neutralità come assenza di un disegno preordinato a favorire qualche particolare settore dell'economia) per contestare l'impiego di controlli selettivi del credito. Questa impostazione postula che l'incidenza di una politica di stabilizzazione sia ottimale quando venga realizzata con la politica monetaria. Vi sono pochi elementi a suffragio di tale posizione. Come Rao (35) osserva, « dal momento che politiche diverse di stabilizzazione, che avessero lo stesso impatto sulla produzione globale, avrebbero ripercussioni diverse da settore a settore, non è possibile, nemmeno ad un economista ortodosso (non interventista), evitare di formulare un giudizio sui rispettivi meriti degli effetti allocativi di politiche alternative di stabilizzazione ».

Il solo argomento possibile a favore della ottimalità degli effetti allocativi della politica monetaria può essere ragionato nei seguenti termini: poiché il problema della eliminazione dell'inflazione o della recessione può ridursi al problema di modificare i tempi delle spese — differendo le spese in caso di inflazione o anticipandole in caso di recessione — e poiché il tasso di interesse è la variabile che influenza l'allocazione delle risorse nel tempo, ne viene che stabilizzare le spese nel tempo usando la politica monetaria per agire sul tasso di interesse ha il vantaggio di operare per mezzo del meccanismo di allocazione intertemporale del mercato. È questa una tesi attraente; ma prima di concludere che in generale la politica monetaria è ottimale dal punto di vista dell'equità, ci sembra indispensabile spiegare con maggiore rigore i motivi della necessità di una politica di stabilizzazione anticiclica in ogni situazione particolare. Inoltre, anche la leva fiscale può essere impiegata per influire sull'allocazione intertemporale delle risorse; e anche per questo l'approccio basato sull'incidenza della politica monetaria è lungi dall'essere conclusivo.

Il principale argomento economico a favore di politiche selettive del credito intese a riallocare risorse reali poggia sull'esistenza di « esternalità » in particolari tipi di spese; talché il mercato libero — non corretto da alcun intervento statale — darebbe luogo a investimenti insufficienti in certi settori (con sacrificio di benefici sociali) o ad investimenti in eccesso in altri (con costi sociali). Data la

necessità di interventi statali per avviare risorse verso particolari settori, la tesi favorevole a politiche selettive del credito va basata sul presupposto che le politiche creditizie raggiungano l'obiettivo in modo più efficiente, ossia con costi minori, o con benefici maggiori per unità di costo, rispetto ad altri strumenti di riallocazione delle risorse reali. L'alternativa più semplice a politiche selettive del credito è costituita da un sistema di imposte e di sussidi che favoriscano determinate categorie di spese. Si aggiunga che, nell'ambito della categoria generale delle politiche selettive del credito, vi sono vari tipi di politiche che debbono anch'essi essere valutati adottando gli stessi criteri.

In questo contesto, numerosi economisti si sono pronunciati decisamente contro politiche selettive del credito. Meltzer (32), ad esempio, sostiene che nel caso di « esternalità » da compensare il metodo appropriato è quello dei sussidi diretti anziché di concessioni di credito « agevolato », poiché quest'ultimo « sussidia » uno soltanto degli « inputs » (il credito) mentre il primo sussidia allo stesso modo tutti gli « inputs ». In altre parole, le politiche selettive del credito impongono dei costi in termini di benessere poiché — favorendo il credito — creano distorsioni nell'impiego dei fattori nei processi di produzione. Ciò presuppone che i mercati del credito siano efficienti. Se vi sono imperfezioni nel mercato dei capitali, sovvenzionare il prodotto X mediante politiche selettive del credito potrebbe essere una soluzione molto efficiente; neutralizzerebbe le imperfezioni del mercato dei capitali e sovvenzionerebbe il prodotto X alla luce delle esternalità esistenti. I sussidi statali volti a stimolare l'edilizia appartengono quasi tutti alle varietà delle politiche creditizie; e una delle loro giustificazioni (come è stato rilevato da Penner e Silber, 34) è l'esistenza di imperfezioni nel mercato dei titoli ipotecari.

È molto difficile misurare i costi delle politiche selettive del credito e raffrontarli coi costi dei sussidi diretti. Un'indagine recente del Joint Economic Committee (22) e lo studio di Weidenbaum (41) sono i primi passi in questa direzione. È da evitare la trappola costituita dall'impiego dei costi di bilancio così come sono registrati dal bilancio federale. Molte politiche selettive del credito, come ad esempio i vincoli di portafoglio, i massimali imposti ai tassi di interesse, ecc., non comportano costi di bilancio, a differenza dei sussidi diretti o delle esenzioni fiscali. Impiegando soltanto i costi

di bilancio si ignorano i costi sociali delle politiche selettive del credito. Se l'abile esclusione dal bilancio dei costi di politiche selettive del credito può avere notevoli vantaggi di carattere politico, un economista non può ignorare i veri costi di simili politiche.

Il costo di bilancio dei sussidi diretti, cioè l'importo che il Governo sborsa in sussidi, è chiamato costo netto di trasferimento del reddito (22, pag. 69). Per la società non si tratta di un costo, ma di un trasferimento di fondi da un settore (i contribuenti) a un altro gruppo (percettori di sussidi). I controlli del credito danno luogo a simili trasferimenti non nell'ambito, ma al di fuori del bilancio. Il caso dei vincoli di portafoglio è un esempio tipico. I vincoli di portafoglio per le SLA danno luogo a sussidi a favore dei beneficiari di mutui ipotecari e degli acquirenti di case; il costo dei vincoli si manifesta in un diminuito ricavo, per unità di rischio, a carico degli istituti soggetti ai vincoli stessi (Penner e Silber, 34); questo costo viene poi trasferito su coloro che depositano presso gli istituti mutuanti sotto forma di minori ricavi (tassi di interesse) sui loro depositi (oppure, come nel caso della « Regulation Q », il costo è trasferito sui depositanti presso altri istituti). Un approfondito esame di queste politiche complementari di traslazione dei costi è svolto in (34). Trasferimenti di reddito sono provocati da tutte le politiche selettive del credito, anche se solo in qualche caso sono posti in evidenza da registrazioni nel bilancio pubblico. Escludere questi costi dal bilancio ha il vantaggio di ridurre il peso della tassazione, ma lo svantaggio di lasciare incerta la loro incidenza.

Gli effettivi costi sociali imposti da politiche selettive del credito comprendono: a) i costi amministrativi dell'organo incaricato di gestire le politiche in questione e di vigilare sulla loro osservanza, b) i costi sostenuti dai soggetti « controllati » per dare applicazione ai controlli, c) le risorse del settore privato impiegate per evadere i controlli, d) i costi in termini di benessere derivanti dalle inefficienze provocate dalla politica selettiva. Ciascuna categoria di costi può essere esaminata sotto due aspetti: se vi sono costi analoghi in programmi alternativi di sussidi diretti, e il metodo per misurare i costi (se possibile).

L'accertamento dei costi di amministrazione dell'organo di controllo di una politica selettiva del credito può essere relativamente semplice. Analoghi costi di gestione sono sostenuti dall'organo incaricato di realizzare un programma alternativo di sussidi diretti.

Non c'è motivo di presumere che la prima soluzione abbia una gestione più onerosa dell'altra.

Più difficile è calcolare i costi sostenuti dal soggetto controllato (per registrazioni, rilevazioni, ecc.). Costi analoghi ricorrono anche in programmi di sussidi diretti cui si può aspirare solo osservando determinati requisiti fissati dalle autorità.

Di solito a queste due prime categorie di costi non viene data importanza da coloro che mettono in evidenza gli inconvenienti delle politiche selettive del credito. Sotto questo profilo, costoro richiamano l'attenzione sulle due ultime categorie: il costo delle evasioni e i costi in termini di benessere (in termini di efficienza del mercato dei capitali). Meltzer (32) e Friedman (16) hanno particolarmente insistito in proposito. Entrambi ricordano tra i costi di evasione i riadattamenti strutturali che gli istituti finanziari devono escogitare nello sforzo di evitare i controlli selettivi. Esempi chiave sono il sorgere del mercato dell'eurodollaro e il pagamento di interessi, per così dire, in natura (servizi gratuiti prestati ai depositanti, doni, altri accorgimenti promozionali) in risposta ai massimali fissati per i tassi sui depositi. Mancano stime per questi costi; ma è possibile che siano costi non trascurabili.

Esistono, nel caso di sussidi diretti, costi analoghi? Quando i sussidi sono attribuiti in base a determinati criteri, l'analogo dei costi di evasione sono i costi derivanti da attribuzioni scorrette. Per esempio, un sussidio diretto agli acquirenti di case, per sostituire la miriade di politiche selettive del credito a favore dell'edilizia, può benissimo dar vita a un mercato secondario di case molto attivo (sul tipo: « io compero la tua casa, tu comperi la mia ») per carpire il sussidio.

Meltzer (32), Friedman (16) e altri economisti considerano le interferenze nell'efficienza del mercato dei capitali come uno dei principali costi delle politiche selettive del credito. La mobilità dei capitali è compromessa dai vincoli di portafoglio, e il controllo dei tassi di interesse ne elimina l'utilità per l'allocazione intertemporale delle risorse. Ai costi, in termini di benessere, di queste politiche selettive del credito fa riscontro l'onerosità di tutti i tipi di sussidi (al credito e non) che vengono finanziati mediante l'imposizione fiscale. A parte ciò, una giustificazione delle notate interferenze nell'efficienza del mercato poggia sull'esistenza di imperfezioni nel mercato dei capitali che i controlli selettivi tentino di correggere. Inoltre se, applicando

il criterio del « second best » (25), certi controlli sono necessari per altri motivi — ad es. assicurazione dei depositi o riserve obbligatorie per la stabilità del mercato finanziario — allora, data l'esistenza di questi o di altri tipi di interferenze (monopoli, imperfezioni) nel mercato dei capitali, una riallocazione di risorse mediante politiche selettive del credito potrebbe rivelarsi ottimale.

Guardando ai costi relativi in termini di benessere di tipi differenti di politiche selettive del credito, emerge una conclusione di carattere generale: il controllo diretto sui tassi di interesse è meno efficiente di altri tipi di politiche selettive. Sembra sia meglio lasciare al mercato la determinazione del tasso di interesse (prezzo), così che, nell'ambito dei vincoli imposti dalle politiche creditizie dello Stato, mantenga la sua capacità di agire come « allocatore » di fondi. Finché l'obiettivo finale è la quantità di risorse da destinare a un impiego particolare, è meglio accettare che il prezzo venga determinato dal mercato (sia nel mercato dei fattori, sia in quello della produzione) in modo che consumatori e produttori, mutuanti e mutuatari utilizzino fondi e risorse in modo efficiente, una volta corrette « eternalità » e imperfezioni con sussidi pubblici.

Prospettive di ricerca

Questa rassegna di studi sulle politiche selettive del credito pone in evidenza almeno tre settori in cui bisognerebbe approfondire la ricerca. C'è anzitutto la necessità di una teoria normativa dell'incidenza di politiche di stabilizzazione; altrimenti i responsabili della politica economica non avranno alcun criterio col quale valutare se l'incidenza di una politica anticiclica debba o non debba essere neutralizzata con politiche selettive di uno o dell'altro tipo.

Sul fronte delle indagini empiriche, due aspetti richiedono un lavoro ulteriore. Un modello econometrico, che integri l'approccio strutturale della gestione di portafoglio degli istituti finanziari con un modello che tenga conto dell'impiego delle risorse reali secondo l'impostazione di Cohen (7), è un presupposto necessario per poter correttamente valutare l'efficacia di politiche selettive del credito. Accogliere i risultati degli attuali modelli, che non avevano l'obiettivo specifico di valutare l'efficacia di tali politiche, non è una soluzione accettabile. Sono infine indispensabili un approfondimento

dell'impostazione adottata dal J.E.C. nel misurare i costi dei sussidi federali (22) e una valutazione dei benefici per unità di costo di ogni sussidio.

W. L. SILBER

BIBLIOGRAFIA

- (1) ANDERSEN, LEONARD C., "Monetary Velocity in Empirical Analysis: Discussion", in *Controlling Monetary Aggregates* (Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1969).
- (2) ANDERSON, PAUL S., "Monetary Velocity in Empirical Analysis", in *Controlling Monetary Aggregates* (Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1969).
- (3) BOSWORTH, BARRY, "Patterns of Corporate External Financing", in *Brookings Papers on Economic Activity* (N. 2, 1971).
- (4) BRADY, EUGENE, "An Econometric Analysis of the U.S. Residential Mortgage Market" (Working Paper N. 11, Federal Home Loan Bank Board).
- (5) BRIMMER, ANDREW, "The Banking Structure and Monetary Management" (Address before the San Francisco Bond Club, aprile, 1970).
- (6) BRUNNER, KARL, "The Role of Money and Monetary Policy", in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (luglio, 1968).
- (7) COHEN, JACOB, "Integrating the Real and Financial Via the Linkage of Financial Flow", in *Journal of Finance* (marzo, 1968).
- (8) COHEN, JACOB, "Direct Versus Indirect Controls as Instruments of Monetary Policy", in *Quarterly Review of Economics and Business* (N. 3, 1970).
- (9) COTULA, FRANCO e PADOA-SCHIOPPA, TOMMASO, "Il controllo quantitativo del credito: i 'massimali' come strumento di politica monetaria", in questa Rivista (N. 94, 1971).
- (10) COMMITTEE ON BANKING AND CURRENCY, *Activities by Various Central Banks to Promote Economic and Social Welfare Programs* (Washington, D.C., U.S. Government Printing Office, 1971).
- (11) CULBERTSON, JOHN M., "Government Financial Policy in the Effective Market Economy", in Deane Carson (ed.), *Banking and Monetary Studies* (Homewood, Richard D. Irwin, Inc., 1963).
- (12) DAVIS, RICHARD G., "The Impact of Quantitative Credit Controls and Related Devices", in *Brookings Papers in Economic Activity* (N. 1, 1971).
- (13) ELLIASSON, GUNNAR, *The Credit Market, Investment Planning and Monetary Policy — An Econometric Study of Manufacturing Industries*, (Stockholm, Almqvist & Wiksell, 1969).
- (14) FAIR, RAY C., "Monthly Housing Starts", Capitolo 8 in *A Short-Run Forecasting Model of the United States* (Lexington, Mass., D. C. Heath & Co., 1972).
- (15) FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, "Federal Reserve System Policy Statement", in *Monthly Review of the Federal Reserve Bank of New York* (settembre, 1966).
- (16) FRIEDMAN, MILTON, "Control on Interest Rates Paid by Banks", in *Journal of Money, Credit and Banking* (febbraio, 1970).
- (17) HAMBURGER, MICHAEL J., "Indicators of Monetary Policy: The Arguments and the Evidence", in *American Economic Review* (maggio, 1970).

- (18) HODGMAN, DONALD R., "Selective Credit Controls", in *Journal of Money, Credit and Banking* (maggio, 1972).
- (19) HUANG, DAVID S., "Effect of Different Credit Policies on Housing Demand", in volume III di *A Study of the Savings and Loan Industry* (Washington, Federal Home Loan Bank Board, 1969).
- (20) HUANG, DAVID S., "Further Analysis of Residential Mortgage Credit Flows", (Vancouver, B.C., Presented at the Western Economic Association Meetings, 1971).
- (21) JAFFEE, DWIGHT M., "An Econometric Model of the Mortgage Market: Estimation and Simulation", in Edward Iramlich and Dwight Jaffee (eds.), *Savings Deposits, Mortgage and Housing* (Lexington, Mass., D.C. Heath & Co., 1972).
- (22) JOINT ECONOMIC COMMITTEE, *The Economics of Federal Subsidy Programs* (Washington, D.C., U.S. Government Printing Office, 1972).
- (23) KWON, JENE K., e THORNTON, RICHARD M., "An Evaluation of the Competitive Effect of FHLB Open Market Operations on Savings Inflows at Savings and Loan Associations", in *Journal of Finance* (giugno, 1971).
- (24) KWON, JENE K., e THORNTON, RICHARD M., "The Federal Home Loan Bank and Savings and Loan Associations: An Examination of the Financing of Federal Home Loan Bank Advances", in *Review of Economics and Statistics* (febbraio, 1972).
- (25) LANGASTER, KELVIN, e LIPSEY, R., "The General Theory of Second Best", in *Review of Economic Studies* (1956-1957).
- (26) LINDSAY, ROBERT, *The Economics of Interest Rate Ceilings* (New York, Institute of Finance, New York University, 1970).
- (27) MAISEL, SHERMAN J., "The Effects of Monetary Policy on Expenditures in Specific Sectors of the Economy", in *Journal of Political Economy* (luglio/agosto, 1968).
- (28) MAISEL, SHERMAN J., "Credit Allocation and the Federal Reserve" (Lezione tenuta presso il Banking Research Centre alla Northwestern University, aprile, 1971).
- (29) MARTIN, PRESTON, "New Credit Policies for the 1970's: Discussion of FHLBB Objectives", in *Journal of Federal Home Loan Bank Board* (dicembre, 1970).
- (30) MAYER, THOMAS, "Financial Guidelines and Credit Controls", in *Journal of Money, Credit and Banking* (maggio, 1972).
- (31) MELTZER, ALLAN H., "Major Issues in the Regulation of Financial Institutions", in *Journal of Political Economy* (Supplemento: agosto, 1967).
- (32) MELTZER, ALLAN H., "Aggregative Consequences of Removing Restrictions" (Preparato per la President's Commission on Financial Structure and Regulation, mimeo., febbraio, 1971).
- (33) MINSKY, HYMAN P., "Can 'It' Happen Again?" in Dean Carson (ed.), *Banking and Monetary Studies* (Homewood, Richard D. Irwin, Inc., 1963).
- (34) PENNER, RUDOLPH G. e SILBER, WILLIAM L., "The Interaction Between Federal Credit Programs and the Impact on the Allocation of Credit", *American Economic Review* (dicembre, 1973).
- (35) RAO, D. C., "Selective Credit Policy: Is It Justified and Can It Work?" in *Journal of Finance* (maggio, 1972).
- (36) RAO, D. C., e KAMINOW, IRA, "Selective Credit Controls and the Real Investment Mix: A General Equilibrium Approach", *Journal of Finance*, di prossima pubblicazione.
- (37) SILBER, WILLIAM L., *Portfolio Behavior of Financial Institutions* (New York, Holt, Rinehart and Winston, 1970).

- (38) SILBER, WILLIAM L., "Velocity and Bank Portfolio Composition", in *Southern Economic Journal* (ottobre, 1969).
- (39) SWAMY, DALIP S., *An Econometric Study of the United States Financial Markets* (A Dissertation Submitted to the Department of Economics, University of Pennsylvania, 1970).
- (40) TOBIN, JAMES, "Deposit Interest Ceilings as a Monetary Control", in *Journal of Money, Credit and Banking* (febbraio, 1970).
- (41) WEIDENBAUM, MURRAY L., "Subsidies in Federal Credit Programs", in *The Economics of Federal Subsidy Programs: Part I* (Washington, D.C., U.S. Government Printing Office, 1972).
- (42) ARCELUS, FRANCISCO e MELTZER, ALLAN, "The Markets for Housing and Housing Services", in *Journal of Money, Credit and Banking*, febbraio, 1973.
- (43) FAIR, RAY e JAFFEE, DWIGHT, "The Implications of the Proposals of the Hunt Commission for the Mortgage and Housing Markets", in *Policies for a More Competitive Financial System* (Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1972).
- (44) SWAN, CRAIG, "Comments on the Markets for Housing and Housing Services", in *Journal of Money, Credit and Banking*, novembre, 1973.
- (45) ARCELUS, FRANCISCO e MELTZER, ALLAN, "Reply", in *Journal of Money, Credit and Banking*, novembre, 1973.