

## Aumento della quantità di moneta e politica monetaria negli Stati Uniti

La prima riunione del SOMC (\*), il 14 settembre 1973, si concluse con la proposta di contenere l'aumento della quantità di moneta in un intervallo compreso tra il 5 e il 6 per cento (l'anno). Tale proposta esprimeva il giudizio del SOMC sulla politica di più lungo periodo necessaria ad attenuare l'inflazione negli Stati Uniti. In quella riunione emersero anche serie preoccupazioni per la linea d'azione della Riserva Federale nei tre anni precedenti. E' perciò degno di nota che il Senatore Proxmire, il 17 settembre 1973, abbia scritto al Presidente della Riserva Federale per sollecitare « commenti su certe critiche mosse alla politica monetaria seguita l'anno scorso ». Il Presidente ha risposto il 6 novembre 1973 con una lettera pubblicata sul *Federal Reserve Bulletin* e sulle riviste delle singole banche della Riserva Federale. La lettera tenta di giustificare il comportamento tenuto e tende ad assolvere le autorità preposte alla Riserva Federale da ogni responsabilità per le rinnovate spinte inflazionistiche negli Stati Uniti.

Nei mesi che seguirono la prima riunione emerse un altro fatto nuovo che meritava l'attenzione del SOMC: alcuni membri del SOMC cominciarono a sospettare che i dati ufficiali via via pubblicati riguardanti i fenomeni monetari non fossero « adeguati ». Osservazioni relative alla velocità di circolazione e ai rapporti della circolazione fiduciaria e dei depositi a termine (rispetto ai depositi rimborsabili a domanda, ossia praticamente liberi), suggerivano che i dati disponibili sui depositi liberi sottostimavano lo stato effettivo delle cose. Allan H. Meltzer sviluppò queste congetture, e le espresse in un commento pubblicato da alcuni diffusi quotidiani. I dati ufficiali furono riveduti e resi finalmente noti all'inizio di febbraio 1974; essi rive-

(\*) Lo *Shadow Open Market Committee* (SOMC) è un gruppo privato di economisti che si riunisce occasionalmente per formulare raccomandazioni di politica monetaria per la Riserva Federale.

larono alcune interessanti variazioni nell'andamento dell'espansione monetaria. Risultò che l'errore di misurazione si concentrava principalmente nei dati relativi alle banche non associate alla Riserva Federale. Questa circostanza offrì alle autorità preposte alla Riserva Federale l'opportunità di sfruttare a fini istituzionali l'insufficienza dei metodi di misurazione: si affermò così che il ruolo crescente delle banche non associate nel sistema statunitense aveva in buona parte eroso l'efficacia del controllo monetario.

Il problema della misurazione spinse le autorità della Riserva Federale a costituire un Comitato consultivo composto di economisti accademici. Evidentemente il Comitato ha il compito di offrire suggerimenti riguardanti lo sviluppo di tecniche attendibili. Il SOMC deve rallegrarsi di tale iniziativa e sperare che il Comitato si dedichi seriamente al compito assegnatogli. Il Federal Reserve System ha a disposizione ampie risorse nel campo della ricerca; ed è encomiabile che si preoccupi di usarle in modo efficace per acquisire le informazioni necessarie al perseguimento delle proprie funzioni.

Questo lavoro trascura il problema della misurazione; descrive l'andamento dell'espansione monetaria negli Stati Uniti negli ultimi anni; delinea il ruolo svolto in questo processo dalle autorità monetarie e da altri fattori; si ferma quindi sul ruolo delle banche non associate nel processo di offerta di moneta e sulla recente proposta di modificazione istituzionale presentata al Congresso dalla Riserva Federale; da ultimo esamina la lettera del Presidente della Riserva al Senatore Proxmire e discute gli argomenti cruciali con cui la Riserva Federale giustifica la linea d'azione seguita.

### 1. La banca centrale e l'aumento della quantità di moneta

Le banche centrali hanno alcune tradizioni in comune; di queste, una delle più importanti riguarda il frequente rifiuto di responsabilità per ampie o prolungate accelerazioni o decelerazioni nella quantità di moneta. Le autorità preposte alla Riserva Federale condividono questo atteggiamento e spesso attribuiscono variazioni dell'aumento della quantità di moneta ad eventi che si evolvono in modo indipendente dal comportamento della Riserva Federale. Il ruolo della banca centrale nel processo di offerta di moneta merita quindi un esame critico. Possiamo essere d'accordo sul fatto che le evoluzioni della quantità di moneta derivano dall'interazione tra le banche

e il pubblico in risposta al comportamento delle autorità monetarie. Le ricerche compiute negli ultimi quindici anni hanno chiarito la natura di questo processo; hanno anche offerto informazioni sul ruolo relativo delle banche, del pubblico e delle autorità monetarie. Gli andamenti sintetizzati nelle tabelle descrivono, per sommi capi, il contributo relativo delle autorità monetarie, delle banche e del pubblico all'evoluzione dell'aumento della quantità di moneta.

Prima di esaminare la tab. 1, giova ricordare che la base monetaria riassume efficacemente il comportamento delle autorità monetarie. La base può essere espressa come la somma delle passività di carattere monetario della Riserva Federale e del Tesoro, corrette per tener conto di variazioni degli obblighi di riserva. Tutta la moneta di base è emessa dalle autorità monetarie, il cui comportamento ne determina completamente l'entità (corretta).

TABELLA 1

#### IL RUOLO DELLA BASE MONETARIA NEL BREVE E NEL MEDIO PERIODO

1.	Regressione delle variazioni percentuali di M tra medie mobili <i>trimestrali</i> non sovrapposte di dati depurati dalle influenze stagionali relativi ai contributi imputabili alla base (B) e alle «restanti determinanti immediate» («proximate») (RPD).	
	$\hat{M} = 0,82 + 0,76 \hat{B}$	$R^2 = 0,58$
	$\hat{M} = 3,27 + 0,48 \text{ RPD}$	$R^2 = 0,10$
2.	Regressione delle variazioni percentuali di M tra medie mobili <i>semestrali</i> non sovrapposte di dati depurati dalle influenze stagionali.	
	$\hat{M} = 0,47 + 0,86 \hat{B}$	$R^2 = 0,75$
	$\hat{M} = 3,23 + 0,46 \text{ RPD}$	$R^2 = 0,05$
3.	Regressione delle variazioni percentuali di M tra mesi corrispondenti di anni successivi relativamente ai contributi imputabili alla base (B) e alle restanti determinanti immediate (RPD).	
	$\hat{M} = 0,46 + 0,87 \hat{B}$	$R^2 = 0,81$
	$\hat{M} = 3,23 + 0,32 \text{ RPD}$	$R^2 = 0,02$

In tutte le regressioni, il campione si riferisce al periodo gennaio 1947-giugno 1973. Le restanti determinanti immediate sono: il rapporto della circolazione fiduciaria (k), il rapporto dei depositi a termine (t), il coefficiente delle riserve depurato (r + l) e il rapporto dei depositi del Tesoro (d) (rispetto ai depositi liberi). Tutti i dati usati sono stati depurati dalle influenze di fattori stagionali.

Le tre regressioni della tab 1 usano differenti unità temporali per esprimere i dati. Le regressioni 1. esaminano le variazioni percentuali della quantità di moneta tra periodi trimestrali successivi, per dati depurati dalle influenze stagionali. La prima delle regressioni 1. mostra che il 58 per cento delle variazioni dell'aumento della quantità di moneta tra periodi trimestrali successivi è attribuibile a variazioni nel tasso di aumento della base monetaria. La seconda delle regressioni 1. mostra invece che soltanto il 10 per cento delle variazioni dell'aumento della quantità di moneta relative al periodo considerato possono essere attribuite all'operare dei restanti fattori, espressi dal comportamento del pubblico e delle banche. Il lettore dovrebbe anche notare la grande differenza tra le costanti che appaiono nelle due regressioni. Tali costanti ci dicono che il fattore ignorato nella seconda regressione (cioè la base) contribuisce per il 3,27 per cento l'anno all'aumento medio della quantità di moneta nel corso del periodo post-bellico, laddove i fattori RPD (cioè le restanti determinanti immediate — « proximate » —) contribuiscono soltanto per lo 0,82 per cento l'anno, una volta riconosciuto esplicitamente l'effetto della base.

Le regressioni 2. si riferiscono ad un orizzonte temporale un po' più lungo. Le variazioni percentuali della quantità di moneta sono calcolate tra periodi semestrali successivi, senza sovrapposizioni. Qui il 75 per cento delle variazioni nell'aumento della quantità di moneta sono riconducibili a variazioni della base monetaria, e soltanto il 5 per cento a variazioni dei restanti fattori. La crescente influenza della base con l'ampliarsi dell'orizzonte temporale emerge anche dal maggior coefficiente moltiplicativo della base e dal minore termine costante nella prima regressione.

Per ottenere le regressioni 3. si è ulteriormente ampliato l'orizzonte temporale. Le variazioni percentuali della quantità di moneta riguardano variazioni tra mesi corrispondenti di anni successivi. Il lettore osserverà che i valori delle costanti sono praticamente identici a quelli delle regressioni 2. Il più ampio orizzonte ha però aumentato la quota delle variazioni totali dell'aumento della quantità di moneta attribuibile alla base monetaria: tale quota è ora dell'81 per cento, mentre soltanto il 2 per cento può essere assegnato a variazioni delle restanti determinanti immediate.

Va osservato che gli andamenti suddetti sono resi un po' incerti da una significativa correlazione seriale, nelle regressioni, delle variabili casuali residue. Tale correlazione seriale rivela accelerazioni e

decelerazioni della quantità di moneta imputabili al fattore trascurato in ciascuna regressione. E' degno di nota il fatto che le accelerazioni supplementari sono più pronunciate nelle regressioni di M sui restanti fattori RPD, quando cioè si trascura la base monetaria. Ma si hanno accelerazioni supplementari anche quando la regressione della quantità di moneta è condotta sulla base. Le RPD evidentemente contribuiscono all'osservata evoluzione dell'espansione monetaria.

Informazioni aggiuntive riguardanti l'esistenza e la grandezza delle RPD possono essere trovate nelle tabb. 2 e 3, le quali elencano il minore e il maggiore contributo all'aumento della quantità di moneta apportato da ciascuna delle determinanti immediate per due differenti orizzonti temporali. Nella tab. 2 sono indicate le variazioni percentuali (a tassi annuali) tra periodi successivi di quat-

TABELLA 2

## CAMPO DI VARIAZIONE DEI VALORI DEI CONTRIBUTI RECATI DALLE DETERMINANTI IMMEDIATE DELL'ESPANSIONE MONETARIA

I dati si riferiscono al 1973 e sono calcolati per medie mobili di quattro settimane non sovrapposte di dati depurati dalle influenze stagionali. Tutti i numeri sono percentuali e si riferiscono a tassi annuali di aumento tra medie successive di quattro settimane non sovrapposte.

M	B	k	t	r+1	d
- 7,2	- 1,2	-5,3	-8,3	- 5,3	-2,3
15,3	13,0	4,2	2,5	10,7	2,8

TABELLA 3

## CAMPO DI VARIAZIONE DEI VALORI DEI CONTRIBUTI RECATI DALLE DETERMINANTI IMMEDIATE DELL'ESPANSIONE MONETARIA

I dati si riferiscono al periodo 1969/70-1972/73 e indicano le variazioni percentuali tra mesi corrispondenti di anni successivi.

M	B	k	t	r+1	d
2,8	2,8	-1,3	-3,7	-2,9	-0,24
8,5	8,3	0,5	1,9	3,1	0,34

M = quantità di moneta; B = base monetaria; k = rapporto della circolazione fiduciaria; t = rapporto dei depositi a termine; r+1 = coefficiente delle riserve depurato; d = rapporto dei depositi del Tesoro.

Ciascun numero percentuale indica il contributo del fattore elencato alla riportata variazione percentuale della quantità di moneta.

tro settimane nel 1973. La tab. 3 riporta gli andamenti associati a variazioni percentuali della quantità di moneta tra mesi corrispondenti di anni successivi, dal 1969/70 al 1972/73. Si noti che il più lungo orizzonte temporale comprime il campo di variazione. La tab. 4 offre un confronto tra i due orizzonti temporali. Le variazioni dei depositi del Tesoro scompaiono nelle stime di più lungo periodo degli eventi monetari, ma disturbano l'evoluzione dell'aumento della quantità di moneta in un periodo più breve. E' anche da rilevare la sostanziale coincidenza, nell'orizzonte tempo-

TABELLA 4

CAMPI DI VARIAZIONE DEI CONTRIBUTI RECATI DALLE DETERMINANTI IMMEDIATE DELLA QUANTITA' DI MONETA NEI PERIODI ELENCATI NELLE TABELLE 3 E 4

M	B	k	t	r+1	d	
22,5	14,2	9,5	10,8	16	5,1	breve periodo
5,7	5,5	1,8	5,6	6	0,58	lungo periodo

I simboli sono definiti nella Tabella 3.

rale più lungo, del campo di variazione della quantità di moneta con quello della base. Un campo di variazione simile persiste, nel più lungo periodo, per il rapporto dei depositi a termine e per il coefficiente delle riserve depurato ( $r+1$ ). Peraltro la scomposizione dell'aumento della quantità di moneta nei suoi contributi elementari non è stata completamente eseguita. Una parte importante dell'effetto di  $t$  si ha attraverso il coefficiente delle riserve depurato ( $r+1$ ), e neutralizza l'effetto « diretto » di  $t$  su  $M$ . Ne segue che una scomposizione completa diminuirebbe notevolmente il campo di variazione sia di  $t$  sia di ( $r+1$ ). Pure, il rapporto dei depositi a termine e il coefficiente delle riserve depurato rimangono, dopo la base, i fattori che più incidono sull'aumento della quantità di moneta. Nel più breve periodo, ad essi si avvicina per importanza il rapporto della circolazione fiduciaria.

Queste rilevazioni rivelano chiaramente che il comportamento del pubblico e delle banche contribuisce ai movimenti della quantità di moneta. Appare perciò utile dar risalto, con materiale addizionale, al ruolo *comparativamente* dominante delle autorità monetarie nel processo di offerta di moneta negli Stati Uniti. Tale materiale non risente delle incertezze dovute alla notata correlazione seriale. Si

consideri in primo luogo la tab. 5. La prima regressione presenta la dipendenza di variazioni mensili della quantità di moneta da simili e contemporanee variazioni della base monetaria e del volume dei depositi del Tesoro (TRD). Nessuno dei dati usati nella regressione è depurato dalle influenze stagionali; operazioni di aggiustamento di questo tipo, condotte indipendentemente su grandezze legate da connessioni causali, distorcono seriamente gli andamenti relativi delle serie temporali considerate; per un'analisi di breve periodo, l'affidabilità di dati depurati dalle influenze stagionali è quindi piuttosto sospetta.

Si osserva che il 70 per cento delle *modificazioni delle variazioni mensili* della quantità di moneta avvenute nel periodo post-bellico è

TABELLA 5

ANDAMENTI DI BREVE E DI PIU' LUNGO PERIODO DELLA QUANTITA' DI MONETA

1. Regressione delle variazioni mensili della quantità di moneta $M$ sulle variazioni mensili della base monetaria $B$ e dei depositi del Tesoro TRD, per dati non depurati dalle influenze stagionali. $\Delta M = -0,07 + 3,06 \Delta B - 0,90 \Delta TRD$ $R^2 = 0,70$ ; D.W. = 2,47; termine costante non significativo al livello del 10 per cento. Il campione copre il periodo gennaio 1947-dicembre 1973.			
2.a. Variazioni percentuali — lungo metà dei cicli — della quantità di moneta $M$ , della base monetaria $B$ e del moltiplicatore monetario $m$ .			
	Percentuali di		
Metà del ciclo con inizio in	$M$	$B$	$m$
Ottobre 1949 . . . . .	- 1,25	- 1,79	0,54
Luglio 1953 . . . . .	13,02	11,88	1,14
Agosto 1954 . . . . .	1,56	0,75	0,82
Luglio 1957 . . . . .	5,00	4,09	0,90
Aprile 1958 . . . . .	0,59	- 0,20	0,79
Maggio 1960 . . . . .	3,10	2,74	0,36
Febbraio 1961 . . . . .	2,94	1,65	1,30
Novembre 1966 . . . . .	19,76	24,86	-5,07
Aprile 1967 . . . . .	1,18	1,32	-0,13
Novembre 1969 . . . . .	16,28	14,20	2,06
Agosto 1970 . . . . .	2,02	3,28	-1,26
2.b. Cograduazione tra le variazioni percentuali di $M$ e di $B$ e tra le variazioni percentuali di $M$ e di $m$ : tra $M$ e $B$ : + 0,89 tra $M$ e $m$ : + 0,20			
2.c. Frequenza relativa dei comovimenti tra $M$ e $B$ e tra $M$ e $m$ : tra $M$ e $B$ : 1 tra $M$ e $m$ : 0,6			

attribuibile a modificazioni delle contemporanee variazioni della base o dei depositi del Tesoro. Una accumulazione di depositi del Tesoro ritarda l'aumento della massa monetaria. La regressione implica inoltre che, dopo qualche mese, la base monetaria praticamente domina i movimenti della quantità di moneta; lo si deduce dall'andamento dei movimenti netti dei depositi del Tesoro, movimenti che dopo qualche mese si riducono a poca cosa. Restano tuttavia attribuibili agli altri fattori modificazioni delle variazioni mensili della quantità di moneta dell'ordine del 30 per cento del totale. Si noti infine il piccolo (e al 10 per cento statisticamente non significativo) valore del termine costante e una statistica Durbin-Watson che esclude sostanziali correlazioni seriali prodotte dai fattori trascurati.

La seconda parte della tab. 5 offre informazioni sugli andamenti di più lungo periodo del ruolo delle autorità monetarie. Essa indica le variazioni percentuali della quantità di moneta, della base monetaria e del moltiplicatore monetario avvenute nel corso di ogni metà dei cicli economici del periodo post-bellico. Ne emerge che, in ogni fase discendente, la quantità di moneta aumenta meno che nella precedente e nella successiva fase ascendente. Ancora, in ogni fase ascendente la quantità di moneta aumenta in misura maggiore rispetto alla precedente e alla successiva fase discendente. Ciò vale anche per la base monetaria; ma soltanto in 7 casi su 10 vale per il moltiplicatore monetario. La parte 2.c. della tab. 5 rivela inoltre che i comovimenti tra  $B$  e  $M$  raggiungono il valore massimo, laddove la corrispondente frequenza relativa dei comovimenti tra la quantità di moneta e il moltiplicatore monetario scende a 0,6. Un esame approssimativo dei dati riportati al punto 2.a. suggerisce che la grandezza dei movimenti della quantità di moneta è dominata dai movimenti della base. Il punto 2.b. mostra una cograduazione, per movimenti relativi a ciascuna metà dei cicli, di 0,89 tra  $M$  e  $B$ , e di appena 0,2 tra movimenti analoghi della quantità di moneta e del moltiplicatore monetario.

Gli individuati andamenti dell'evoluzione della quantità di moneta consentono alcune precise conclusioni riguardo al ruolo svolto dalle autorità monetarie nel processo di offerta di moneta:

(a) Per orizzonti temporali più brevi, il comportamento del pubblico e delle banche modifica in modo sostanziale il processo di espansione della massa monetaria.

(b) Anche in questo orizzonte temporale, tuttavia, la forza relativa dell'azione della banca centrale è chiaramente visibile.

(c) E' ragionevole attendersi che, al di là dei più brevi orizzonti temporali, il comportamento della banca centrale domini l'evoluzione dell'aumento della quantità di moneta. Per periodi di dodici mesi, accelerazioni o decelerazioni notevoli della quantità di moneta raramente sono generate dal comportamento del pubblico o delle banche; esse avvengono in risposta al comportamento della banca centrale.

(d) Gli andamenti di più breve periodo sono condizionati dalla prevalente struttura istituzionale. Ciò vale in modo particolare per  $(r+1)$  e per  $t$ . Le autorità preposte alla Riserva Federale finora non hanno mai considerato le modificazioni istituzionali necessarie per abbassare la variabilità di  $(r+1)$  e di  $t$ , e quindi per migliorare sostanzialmente gli strumenti di controllo dell'aumento della quantità di moneta nel breve periodo.

## 2. L'evoluzione dell'espansione monetaria

Nella sezione precedente si è attribuito al comportamento della banca centrale o delle autorità monetarie una notevole responsabilità per prolungate accelerazioni o decelerazioni della quantità di moneta. Tale preminenza del ruolo svolto dalle autorità monetarie emergerà nuovamente da un esame più approfondito del recente aumento della quantità di moneta.

E' utile inquadrare la nostra odierna posizione nel contesto delle evoluzioni monetarie intervenute a partire dal 1969/1970. Le pertinenti informazioni sono riassunte nella tab. 6. A partire dall'inizio del 1970 si notano quattro fasi distinte: dal primo trimestre del 1970 al terzo trimestre del 1971 (si ricordi il 15 agosto 1971) l'economia ricevette impulsi monetari accelerati, dal 3,3 per cento al 7,3 per cento l'anno; in questo periodo, l'impulso monetario fu più che raddoppiato. La tabella ci dice inoltre che l'accelerazione monetaria era essenzialmente dovuta all'accelerazione della base monetaria. Tale persistente accelerazione era poco compatibile con una ferma politica di graduale moderazione dell'inflazione, programmata dall'amministrazione.

La seconda fase ebbe inizio nell'agosto del 1971, con la NEP (nuova politica economica) del Presidente Nixon: la nuova politica

TABELLA 6

VARIAZIONI PERCENTUALI DELLA QUANTITÀ DI MONETA E DELLA BASE MONETARIA TRA TRIMESTRI CORRISPONDENTI

Periodo	Quantità di moneta	Base monetaria
1969 I - 1970 I . . . . .	3,3	2,9
1969 II - 1970 II . . . . .	3,8	3,7
1969 III - 1970 III . . . . .	4,8	5,2
1969 IV - 1970 IV . . . . .	5,5	5,7
1970 I - 1971 I . . . . .	6,1	7,2
1970 II - 1971 II . . . . .	7,2	7,6
1970 III - 1971 III . . . . .	7,3	7,8
1970 IV - 1971 IV . . . . .	6,3	7,1
1971 I - 1972 I . . . . .	6,0	6,8
1971 II - 1972 II . . . . .	5,5	6,9
1971 III - 1972 III . . . . .	5,9	6,5
1971 IV - 1972 IV . . . . .	7,5	7,6
1972 I - 1973 I . . . . .	7,9	7,9
1972 II - 1973 II . . . . .	7,7	8,0
1972 III - 1973 III . . . . .	7,0	8,0
1972 IV - 1973 IV . . . . .	5,9	7,2

I calcoli sono stati effettuati con dati non depurati dalle influenze stagionali.

si accompagnò con una sostanziale decelerazione dell'impulso monetario e durò fino al secondo trimestre del 1972; circa il 50 per cento di tale decelerazione è attribuibile al declino del tasso di aumento della base monetaria. Le autorità monetarie in questo periodo svolsero quindi un'azione moderatrice dell'aumento della quantità di moneta. Considerata a posteriori, tale condotta sembra essere stata la più appropriata. Il movimento dei prezzi si stava decelerando dal 1970, e la continuazione del *trend* monetario iniziatosi nella prima fase avrebbe seriamente compromesso il declino graduale del tasso di inflazione. Il cambiamento nell'evoluzione monetaria cominciato verso la fine dell'estate del 1971 contribuì pertanto a mantenere il rallentamento dei movimenti dei prezzi.

La terza fase va dal secondo trimestre del 1972 al primo trimestre del 1973. In tale periodo l'impulso monetario si estese rapidamente e crebbe di circa il 44 per cento. Anche la base monetaria

aumentò a tassi crescenti e contribuì all'accelerazione monetaria per circa il 40 per cento.

L'ultima fase copre la parte restante del 1973: l'impulso monetario oscillò su livelli elevati, rallentò leggermente in estate e declinò in autunno. Anche il movimento della base monetaria subì una decelerazione, ma, di nuovo, in misura più contenuta rispetto al rallentamento della quantità di moneta.

Il SOMC dovrebbe notare con un certo interesse che l'aumento della quantità di moneta, dall'espansione esagerata prima consentita dalle autorità monetarie, si è orientato l'anno scorso verso quel 5-6 per cento raccomandato nel nostro ultimo incontro del 14 settembre 1973. Tale decelerazione contribuirebbe efficacemente ad attenuare il tasso di inflazione alimentato dalle politiche seguite di recente dalla Riserva Federale. Ma la caduta del tasso d'inflazione non si realizzerà se le autorità monetarie non persisteranno in un moderato aumento della quantità di moneta. Il SOMC è interessato ad accertare la probabilità che un siffatto sviluppo monetario abbia luogo.

A tal fine, le osservazioni sul recente aumento della quantità di moneta presentate nella tab. 7 offrono alcune interessanti indicazioni. La tabella usa variazioni corrispondenti tra dati mensili. Gli andamenti di fondo della quantità di moneta e della base esposti nella tab. 6 sono amplificati dai dati mensili usati nella tab. 7. Le variazioni del tasso di crescita della base sono minori delle variazioni dell'espansione monetaria. A partire dall'estate 1971 il tasso di aumento della base fluttua entro un intervallo ristretto: dal 6,8 per cento all'8,1 per cento. Le variazioni dell'espansione monetaria al di là di questa fascia sono dovute al comportamento del rapporto della circolazione fiduciaria  $k$ , del rapporto dei depositi a termine  $t$  e del coefficiente delle riserve depurato  $(r+1)$ . Questi andamenti rivelano alcune accentuate regolarità. Negli ultimi tre anni il contributo del rapporto  $k$  si muove in modo ciclico tra 0,5 e  $-1,25$ ; un'indicazione di tali movimenti appare nella tab. 7; il contributo di  $k$  è recentemente caduto ai livelli più bassi constatati dalla prima metà del 1970; possiamo quindi attenderci che non declini ulteriormente in modo sostanziale, ma che, al contrario, nel corso del 1974 si muova verso l'alto.

Per molti anni il rapporto dei depositi a termine  $t$  ha fornito un contributo superiore a quello del rapporto della circolazione fiduciaria; tale contributo è stato, tuttavia, per la maggior parte negativo. Ciò può essere attribuito al persistente aumento dei tassi

di interesse offerti a molti conti di deposito a termine. Dal periodo gennaio 1969-gennaio 1970 al periodo marzo 1970-marzo 1971, il contributo di  $t$  declinò bruscamente da 1,91 per cento a -3,68 per cento; dal periodo marzo 1970-marzo 1971 al periodo gennaio 1972-gennaio 1973 salì di nuovo da -3,68 per cento a -1,36 per cento, per poi discendere nel 1973 a -2,45 per cento. Gli andamenti passati suggeriscono che per il 1974 è improbabile un'ulteriore sostanziale caduta del contributo di  $t$ ; al contrario, è probabile un aumento graduale. Parimenti non è probabile che il contributo di  $(r+1)$  continui a diminuire come è diminuito in questi ultimi tempi.

TABELLA 7

CONTRIBUTI DELLE « DETERMINANTI IMMEDIATE » ALL'AUMENTO DELLA QUANTITÀ DI MONETA (IN PERCENTUALI SU BASE ANNUA) TRA MESI CORRISPONDENTI DI ANNI SUCCESSIVI

Periodo	M	B	k	t	r+1	d
1/1969 - 1/1970 . . .	3,7	3	-1,0	1,9	-0,26	0,03
7/1970 - 7/1971 . . .	7,9	8,1	0,3	-2,8	2,2	0,08
6/1971 - 6/1972 . . .	5,0	6,8	-0,6	-2,2	1,2	-0,15
1/1972 - 1/1973 . . .	8,6	8,0	0,3	-1,4	1,7	0
6/1972 - 6/1973 . . .	8,4	8,0	-0,2	-2,1	2,7	0
12/1972 - 12/1973 . . .	5,6	7,1	-1,1	-2,4	1,8	0,1

Tutti i calcoli sono basati su dati non depurati dall'influenza di fattori stagionali. M = quantità di moneta; B = base monetaria; k = rapporto della circolazione fiduciaria (rispetto ai depositi liberi); t = rapporto dei depositi a termine; r+1 = coefficiente di riserva depurato; d = rapporto dei depositi del Tesoro.

Nel complesso, le mie conclusioni implicano che l'aumento della quantità di moneta prevedibile per il 1974 sarà centrato sul tasso di aumento della base monetaria. In particolare, implicano che, con i *trends* attuali, l'aumento della quantità di moneta convergerà verso il tasso di aumento stabilito dalla base monetaria.

Può essere utile completare il nostro esame con dati che si riferiscono ad orizzonti temporali più brevi. Occorre però avvertire che i problemi di misurazione connessi specificamente con le analisi di breve periodo possono esagerare i movimenti osservati nel contributo di  $k$ ,  $t$ , e  $(r+1)$ . La tab. 8 presenta i punti estremi dell'evoluzione monetaria di breve periodo dei mesi da agosto '73 a febbraio '74. La prima riga riassume lo stato di cose prevalente al momento immediatamente precedente il nostro primo incontro del

SOMC. Fino alla metà di dicembre una rapida accelerazione della base portò l'aumento della quantità di moneta da -0,5 per cento a circa il 12 per cento. Alle date indicate nelle prime due righe, i restanti fattori in sostanza si neutralizzarono reciprocamente: l'effetto della base dominò quindi gli eventi. Nei due mesi successivi l'aumento della quantità di moneta crollò a -4 per cento. Le distorsioni tempo-

TABELLA 8

CONTRIBUTO DELLE DETERMINANTI IMMEDIATE ALL'AUMENTO DELLA QUANTITÀ DI MONETA (IN PERCENTUALI SU BASE ANNUA) TRA PERIODI SUCCESSIVI DI QUATTRO SETTIMANE (DATI DEPURATI DALL'INFLUENZA DI FATTORI STAGIONALI)

Periodo	M	B	k	t	r+1	d
29/8/73 . . . . .	- 0,5	- 1,1	-4,2	-5,5	9	1,3
12/12/73 . . . . .	11,7	13	-0,3	2,3	-3,9	0,7
5/2/74 . . . . .	- 4	5,4	-5,0	-7,4	3,2	-0,2

La data si riferisce all'ultimo giorno del secondo dei due periodi di quattro settimane posti a confronto.

rali causate dalla depurazione dalle influenze stagionali possono facilmente esagerare tale declino e confondere le idee; pure, una caduta di un certo rilievo sembra probabile. Qui, in particolare, la caduta dei contributi di  $k$  e di  $t$  supera la caduta del contributo della base. Un esame degli andamenti di breve periodo dei contributi di  $k$  e di  $t$  suggerisce quindi che sia molto improbabile una continuazione del *trend* recente; al contrario, fa pensare a una graduale ripresa di tale contributo nel corso del 1974. Di nuovo, ciò implica che l'aumento della quantità di moneta si impenni sull'azione esercitata al centro dalle autorità monetarie.

Che cosa si può dire sul *trend* della base monetaria? Per tutto il 1973 l'aumento della base monetaria, calcolato rispetto ai mesi corrispondenti del 1972, rimase *al di sopra* del tasso di aumento richiesto da un'efficace politica anti-inflazionistica. Per di più, se si guarda ai ventuno periodi di quattro settimane sovrapposte trascorsi dopo il primo incontro del SOMC (14 settembre 1973), si rileva che in nove periodi il tasso annuale di aumento della base è stato superiore al 10 per cento. A tutt'oggi (metà febbraio 1974) non c'è nessun segno che indichi che le autorità della Riserva Federale abbiano realmente intenzione di contenere il tasso di aumento della base ad un livello che assicuri una graduale moderazione della nuova ondata in-

flazionistica sfrenata dal 1972. La probabilità che la base aumenti in misura moderata diminuisce ulteriormente quando si consideri che nei prossimi sedici mesi il disavanzo del bilancio federale aumenterà; e che l'assorbimento di debito pubblico da parte della Riserva Federale è stato sistematicamente correlato alla dimensione del disavanzo. La base generalmente rallenta in periodi di disavanzi non molto consistenti (o di surplus) e si accelera in periodi di più ampi deficit. Questo andamento è determinato dalla tradizionale preoccupazione della Riserva Federale per la « stabilità » dei tassi di interesse. La tradizionale reazione delle nostre autorità monetarie accresce quindi la probabilità che l'espansione monetaria presenti un'accelerazione nel corso del 1974, il che accentuerebbe il tasso di inflazione e sposterebbe l'intera struttura dei saggi di interesse verso un livello più elevato di quello raggiunto nei primi due mesi del 1974.

Le immediate prospettive non appaiono dunque molto promettenti. La nostra precedente raccomandazione, di moderare l'aumento della quantità di moneta, vale ancor più nella situazione attuale. La società americana ha sperimentato solo in scarsa misura i costi sociali, potenzialmente elevati, che si associano ad inflazioni instabili e permanenti, costi derivanti dai conflitti sociali provocati dal crescere delle tensioni inflazionistiche. L'esperienza degli ultimi tre anni dovrebbe rafforzare la risoluzione a mettere in funzione i freni monetari. Nella primavera del 1972 l'evoluzione della nostra economia ci aveva offerto un'ottima occasione per contenere l'inflazione a livelli modesti. Dalla punta massima raggiunta all'inizio del 1970, l'inflazione si era venuta attenuando fino alla primavera del 1972: le politiche di contenimento iniziate nel 1969 erano state dunque efficaci. Ma l'occasione andò nuovamente perduta a causa della condotta della Riserva Federale nel 1972, quando si riprese ad aumentare in misura notevole il tasso di espansione monetaria. Così, per un lungo periodo l'inflazione si accelerò, da meno del 3 per cento nella primavera del 1972 a quasi l'11 per cento nel primo trimestre del 1974. Il problema è oggi più difficile, anche perché le aspettative inflazionistiche hanno messo più profonde radici e sono meno sensibili a segnali di politiche anti-inflazionistiche. D'altra parte, i costi sociali di più breve periodo di tali politiche si sono fatti probabilmente più gravi. Per mantenere l'aumento della quantità di moneta entro percentuali moderate, è dunque necessaria una determinazione politica assai più ferma di quella che sarebbe stata necessaria nelle occasioni perdute in passato (1967, 1970, 1972).

### 3. La pretesa erosione del controllo monetario nel sistema bancario « dualistico » degli Stati Uniti

Il 28 gennaio 1974 il Consiglio dei Governatori del *Federal Reserve System* ha sottoposto al Congresso un « progetto di legge inteso ad attuare la raccomandazione di obblighi di riserva uniformi ». Questa richiesta di estendere il potere della Riserva Federale di imporre riserve obbligatorie è stata motivata con la crescente importanza delle banche non associate alla Riserva nell'offerta di depositi utilizzabili con assegni. Secondo il Consiglio dei Governatori, « la legislazione proposta si prefigge lo scopo di rendere il sistema monetario del paese più sensibile all'azione della Riserva Federale, di facilitare un miglior governo della moneta e del credito, di provvedere ad un più equo sistema di riserve obbligatorie per istituzioni finanziarie che offrono analoghi servizi di deposito, di permettere alla Riserva Federale di fornire assistenza a una più ampia gamma di istituzioni finanziarie ... ». Questa giustificazione chiama in causa essenzialmente due punti: il controllo monetario e l'equità.

Tralascio di considerare il problema dell'equità, pur esprimendo di sfuggita il mio scetticismo per gli scrupoli di « equità » di un organo governativo. Concentro l'attenzione sul problema del controllo, che è un problema serio e risolubile. Purtroppo, le autorità della Riserva Federale non hanno mai esaminato in modo sistematico questo problema. I nostri attuali istituti non consentono di controllare la quantità di moneta nel breve periodo. Tra gli istituti in questione sono da elencare i diversi obblighi di riserva gravanti su diversi tipi di banche o su diversi tipi di depositi e su depositi di diversa entità, il limite massimo dei saggi di interesse che possono essere corrisposti sui depositi liberi e su quelli a termine, la « base » dei depositi usata per calcolare il volume delle riserve obbligatorie, e via dicendo. Sarebbe opportuno che le nostre autorità monetarie sottoponevano a sistematico esame questi nostri ordinamenti e vagliassero i cambiamenti necessari per migliorare il loro controllo sulla quantità di moneta.

Il progetto di legge presentato al Congresso contiene una proposta limitata per raggiungere uno scopo di vasta portata. La proposta comporta che si estendano gli attuali (complicati) meccanismi di riserva obbligatoria delle banche associate a tutte le istituzioni finanziarie



le cui passività siano usate per pagamenti a terzi. Secondo i proponenti, tale estensione migliorerebbe la « precisione del controllo monetario », poiché eliminerebbe l'erosione del controllo monetario causata dalla crescente importanza delle banche non associate, i cui depositi liberi (inclusi nella quantità di moneta) sarebbero saliti dal 17,2 per cento nel 1960 al 25,4 per cento del totale nel 1973. Il peso relativo delle banche non associate sarebbe cioè cresciuto, in 13 anni, del 50 per cento.

Questi cambiamenti sembrano impressionanti; e *ovviamente*, secondo la Riserva Federale, indebolirebbero il controllo monetario. Ma per giungere a valutazioni razionali non ci si può far guidare da impressioni plausibili. Bisogna guardare oltre le indicazioni sommarie della Riserva Federale. In realtà, un esame preliminare del ruolo svolto nel sistema monetario dalle banche non associate attribuisce un peso modesto alle variazioni dell'importanza di tali istituti. Una serie di calcoli indica che l'incremento della proporzione dei depositi delle banche non associate *ha fatto aumentare in 13 anni la quantità di moneta di circa il 4,5 per cento*. Ciò significa che il mutato peso delle banche non associate ha aggiunto (in media) *poco più di un terzo dell'uno per cento* (cioè circa lo 0,4 per cento l'anno) all'aumento della quantità di moneta. Di certo, non è questa una grandezza che metta in pericolo il controllo monetario: essa è per così dire sommersa dalle accelerazioni monetarie prodotte in 13 anni dalle autorità monetarie. Il piccolo contributo all'espansione monetaria recato dal fattore  $(r+1)$  potrebbe facilmente essere reso trascurabile stabilendo appropriate forme di azione regolatrice ogni qualvolta il processo di spostamento dei depositi operi con una certa regolarità.

Il Consiglio dei Governatori potrebbe eccepire difficoltà derivanti da variazioni erratiche del peso delle banche non associate attorno al *trend*. I dati allegati dal Consiglio a sostegno della sua proposta distinguono due sottoperiodi. Dal 1960 al 1968 la proporzione dei depositi delle banche non associate aumentò ad una media di 0,475 punti percentuali, con un campo di variazione compreso tra 0,1 e 0,7 punti percentuali. Dal 1968 al 1973 la proporzione aumentò ad una media di 1,08 punti percentuali, con un campo di variazione compreso tra 0,8 e 1,3 punti percentuali. Il tasso di aumento del peso relativo, dunque, nel secondo sottoperiodo fu più che doppio rispetto al primo. Si noti che una delle maggiori differenze che distinguono i due sottoperiodi è il costo delle riserve obbligatorie, determinato dal livello generale dei tassi di interesse: nel secondo

sottoperiodo, i tassi di interesse aumentarono di più del 50 per cento rispetto al livello raggiunto nel primo sottoperiodo. Si aggiunga che tale aumento fu essenzialmente dovuto alle politiche inflazionistiche perseguite dalla Riserva Federale. In ciascun sottoperiodo la maggiore deviazione dalla variazione di *trend* è inferiore a 0,4 punti percentuali. Calcoli appropriati indicano che i contributi ad accelerazioni (o decelerazioni) monetarie imputabili a « variazioni erratiche » della proporzione dei depositi delle banche non associate intorno al suo *trend* medio sono compresi in una fascia di ampiezza inferiore allo 0,2 per cento l'anno: si tratta di una frazione trascurabile dell'aumento della quantità di moneta osservato negli anni passati. In conclusione, la proposta in discussione contribuisce ben poco all'efficacia del controllo monetario; in sostanza amplia la clientela politica delle autorità preposte alla Riserva Federale.

In generale, il miglioramento del controllo monetario è un obiettivo che il SOMC sostiene. Ma il SOMC spera che a questo fine le autorità della Riserva Federale si dedichino a mutamenti delle istituzioni realmente significativi. Semplificare radicalmente gli obblighi di riserva e riformare i metodi di determinazione della « base » dei depositi usata per il calcolo della riserva sarebbero tra le prime cose da fare.

Dall'analisi del ruolo svolto nel processo di offerta di moneta dalle banche non associate discende che gli argomenti allegati dal Consiglio dei Governatori a sostegno della sua proposta sono irrilevanti o fuori posto. Il Consiglio enuncia il principio che « si dovrebbero applicare obblighi equivalenti di riserve liquide a tutti i depositi che effettivamente servono come parte dei saldi monetari del pubblico ... ». Ma che cosa significa questa frase? Certo, non può voler dire *uguali* obblighi di riserva; la proposta implica infatti obblighi molto diseguali per banche diverse e per depositi di diversa entità. Che s'intende dunque per obblighi *equivalenti*? Nulla è detto a questo riguardo.

Il Consiglio asserisce anche che la sua proposta « rafforzerebbe il ruolo fondamentale delle riserve obbligatorie », modificando la forma in cui le banche non associate possono tenere le loro riserve. Secondo la proposta infatti soltanto la moneta di base dovrebbe essere accettata a riserva. Dalla nostra precedente indagine è però emerso che questo aspetto ha un peso trascurabile. C'è anche da chiedersi se un'estensione ad un più ampio gruppo di istituzioni finanziarie del complicato sistema degli obblighi di riserva sviluppato negli

ultimi otto anni non possa *peggiore* la capacità di controllo. Merita infine una certa attenzione la preoccupazione della Riserva Federale per lo sviluppo di depositi utilizzabili come mezzo di pagamento a terzi presso le banche non associate. Si può ammettere che ciò abbia conseguenze nel campo della clientela politica della Riserva Federale; ma è da revocare in dubbio la sua rilevanza intrinseca per quel che riguarda il controllo monetario. Le autorità della Riserva Federale hanno comunque le risorse e la possibilità di approfondire questo problema e può darsi che riescano a documentare in modo convincente il peso delle loro preoccupazioni.

#### 4. La recente politica monetaria e le ragioni del Presidente della Riserva Federale

La risposta del Presidente alla lettera del Senatore Proxmire riguardava due punti principali: la variabilità dell'espansione monetaria in generale e l'accelerazione monetaria avvenuta nel 1972. La valutazione del primo punto dipende dal modo in cui si concepiscono alcune fondamentali proprietà del sistema economico; in particolare, dipende da come viene considerata « l'intrinseca stabilità dell'instabilità » del movimento economico. Il Presidente afferma, con molti keynesiani, che « né l'evidenza storica, né i risultati delle indagini sulla teoria del ciclo lungo un secolo suffragano l'ipotesi che la nostra economia sia intrinsecamente stabile ». Una volta accettata la « fondamentale instabilità » del processo economico, resta determinata la posizione di principio sulla natura delle politiche da seguire. Queste debbono essere « discrezionali e flessibili ». Esse saranno « necessarie per far fronte a sviluppi economici indesiderabili », sviluppi insorgenti indipendentemente dalla politica dei pubblici poteri. Inoltre, « le previsioni economiche sono uno strumento indispensabile per decidere la politica » da adottare. La tesi di fondo implica anche l'attribuzione di un'importanza notevole alle fluttuazioni della velocità di circolazione, fluttuazioni che riflettono l'operare delle forze invisibili che governano l'economia. Tale concezione postula inoltre l'uso di « una combinazione di tecniche previsionali ». In particolare, le autorità monetarie debbono curare un'ampia gamma di diversi canali di informazione. Ne deriva che la Riserva Federale segue necessariamente un « approccio eclettico », che finisce con l'includere l'aumento della quantità di moneta tra i vari

indicatori precedentemente raccolti. Non c'è dubbio che la tesi centrale implichi che « non sarebbe saggio che la politica monetaria miri in ogni momento a un tasso di aumento dei saldi monetari costante o quasi costante ». Di qui l'ammonimento che « non è mai saggio », in tali circostanze, « affidarsi ad un solo concetto di moneta ». L'idea generale di un processo instabile è rafforzata dalla specifica opinione che « l'atteggiamento del pubblico nei confronti della liquidità » cambia ampiamente e bruscamente; e tali variazioni debbono essere compensate da adeguati aggiustamenti nelle operazioni di mercato aperto. La tesi fondamentale comporta dunque un ventaglio di conseguenze che spiegano, e giustificano, le variazioni osservate nell'aumento della quantità di moneta. Essa giustifica anche un esteso apparato che assicuri un'ampia gamma di punti di contatto col sistema economico.

La difesa delle politiche seguite nel 1972 e nel 1973 è una conseguenza immediata di queste idee generali. Siamo così avvertiti che « la politica monetaria... dovette temperare i due obiettivi di contenere le pressioni inflazionistiche e favorire lo sviluppo economico ». Nel 1972 questa azione « bilanciante » comportò un'espansione di  $M_1$  « bassa rispetto alla domanda di moneta e di credito ». Alla fine, l'aumento dei prezzi verificatosi nel 1973 « fu il riflesso di un insieme di fattori speciali ». Segue la conclusione del Presidente: « il grave tasso di inflazione che abbiamo avuto nel 1973 non può essere responsabilmente attribuito alla gestione monetaria o alle politiche pubbliche ».

La natura di questo scritto impedisce un'indagine dettagliata delle ragioni delle autorità preposte alla Riserva Federale. Una breve critica sembra tuttavia necessaria. Può darsi che la tesi di fondo del Presidente della Riserva Federale, di un processo intrinsecamente instabile che genera ampie fluttuazioni, sia plausibile. E' molto probabile che questa tesi abbia guidato gran parte delle attività precedentemente svolte dal Presidente Burns al *National Bureau of Economic Research*. Pure, tutte le serie temporali raccolte non forniscono una prova rilevante a favore di tale tesi e contro la concezione rivale, di un processo fondamentalmente stabile. Né una prova siffatta si ricava da un secolo di indagini sulla teoria del ciclo. Colpisce particolarmente il fatto che importanti lavori pubblicati dal *National Bureau of Economic Research* offrano informazioni incompatibili con l'ipotesi della Riserva Federale. La minuziosa storia monetaria preparata da Friedman e Schwartz stabilisce chiaramente

la responsabilità delle politiche governative, o delle soluzioni imposte dalle politiche dei pubblici poteri, nelle depressioni o inflazioni di notevole gravità. Inoltre una particolareggiata rassegna di modelli econometrici, anch'essa pubblicata dal *National Bureau* (1), ha rilevato che sostanziali variazioni delle variabili di politica economica sono una condizione necessaria per l'insorgere di più ampie fluttuazioni economiche. Nessuno dei modelli esaminati giustifica la tesi di una interna instabilità; al contrario, essi rivelano processi molto stabili e capaci di assorbire gli urti.

Milton Friedman ha indagato su un'interessante implicazione della tesi dell'instabilità. In un contributo al 44° *Annual Report* del *National Bureau of Economic Research*, egli esamina le correlazioni tra grandezze relative a fasi cicliche ascendenti e discendenti. La tesi dell'instabilità implica che le correlazioni tra fasi ascendenti e successive fasi discendenti non differiscano in modo significativo dalle correlazioni tra fasi ascendenti e precedenti fasi discendenti; la tesi della stabilità implica invece che le correlazioni tra fasi ascendenti e precedenti fasi discendenti siano significativamente più elevate delle correlazioni tra fasi ascendenti e successive fasi discendenti. Nei dati presentati da Friedman la tesi dell'instabilità trova scarso sostegno. Una relazione preliminare sul ruolo svolto dalle politiche pubbliche nel moderare l'inflazione offre anch'essa indicazioni di una certa importanza (2). Dati relativi a tre paesi mostrano che forti accelerazioni e decelerazioni nei movimenti dei prezzi sono state sistematicamente precedute da notevoli mutamenti delle politiche finanziarie governative.

I lavori addotti a sostegno della tesi della stabilità e contro l'opinione della Riserva Federale non sono certamente conclusivi. Sorprende però il fatto che una tesi fondamentale, le cui implicazioni per la politica economica sono di grande momento, appaia fermamente accettata dalle autorità monetarie senza essere stata esaminata in modo sistematico.

La tesi dell'instabilità giustifica la proposizione che un'appropriate variabilità dell'espansione monetaria attenui le fluttuazioni economiche. Ma l'effettiva determinazione di questa appropriata variabilità richiede informazioni attendibili e dettagliate sulla strut-

(1) *Economic Models for Business Cycles*, ed. by BERT HICKMAN, New York 1972.

(2) KARL BRUNNER, MICHELE FRATIANNI, JERRY JORDAN, ALLAN H. MELTZER and MANFRED NEUMANN: « The Role of Monetary and Fiscal Policy in Moderate Inflation », *Journal of Money, Credit and Banking*, febbraio 1973.

tura del sistema economico. Possiamo ragionevolmente credere che il Presidente disponga di tali conoscenze? Le variazioni dell'espansione monetaria di fatto sperimentate restano dunque sospette. In particolare, è da notare la persistente correlazione positiva tra aumento della massa monetaria e movimenti ciclici della spesa aggregata. E' assai improbabile che politiche di stabilizzazione poste in atto in un mondo che soddisfi l'ipotesi di instabilità della Riserva Federale producano una tale corrispondenza ciclica tra impulsi monetari e i principali indici delle fluttuazioni economiche; è più probabile che diano luogo, in queste circostanze, ad andamenti casuali o a una correlazione negativa. La concezione che la Riserva Federale ha del movimento economico implica quindi che le sue politiche siano state, in media, difettosamente programmate.

Con riferimento al 1972, la Riserva Federale ritiene che un moderato « incoraggiamento » fosse appropriato, e che esso bilanciassero la cauta politica adottata « contro le insorgenti pressioni inflazionistiche ». L'incoraggiamento « bilanciato » offerto dalla politica monetaria nel 1972 è ragionato in termini del movimento relativo della domanda di moneta e della quantità di moneta. Secondo la Riserva Federale, le forze economiche, che operavano in modo indipendente dalle accelerazioni monetarie precedenti o contemporanee, accrebbero la domanda di moneta del pubblico. Un aumento comparativamente minore della quantità di moneta soddisfece, secondo il Presidente, la necessità di una politica anti-inflazionistica, mentre il suo incremento effettivo iniettò la richiesta dose di incoraggiamento. E' però da notare come questo ragionamento dipenda strettamente dalla tesi dell'instabilità, che determina l'impulso dominante che spinge il settore privato dell'economia. L'interpretazione del movimento relativo della quantità di moneta e della domanda di moneta nel modo suggerito nella lettera del Presidente Burns presuppone che i movimenti della domanda di moneta siano dominati da eventi non monetari.

Cade quindi, insieme alla tesi sottostante, la particolare giustificazione della politica seguita nel 1972. Si noti anche che l'argomentazione del Presidente dipende da una concezione tutta keynesiana dei mercati delle « attività », concezione che nega l'esistenza di relazioni di sostituzione « diretta » tra moneta o attività finanziarie e attività reali, e che implica che un aumento dei saggi di interesse rifletta un'accelerazione della domanda rispetto all'offerta di moneta. Una concezione alternativa del modo di operare dei mercati delle

« attività », che riconosca relazioni di sostituzione tra la moneta e tutte le attività, respinge quell'interpretazione, e non offre nessuna base teorica alle razionalizzazioni del Presidente. La concezione alternativa suggerisce che l'argomentazione del Presidente perpetua, in una forma in qualche modo modificata, la vecchia confusione tra moneta e credito. Molti eventi che operano sul mercato del credito e che modificano l'entità delle attività offerte dal pubblico alle banche vengono erroneamente attribuiti alla domanda di moneta. La distinzione è importante, perché si può dimostrare che un « comportamento errato » dell'offerta di attività da parte del pubblico comporta implicazioni di politica sostanzialmente differenti da quelle derivanti da variazioni della domanda di moneta (3).

La lettera del Presidente si richiama al comportamento della velocità di circolazione per sostenere la tesi di fondo avanzata. Il comportamento notato dal Presidente è tuttavia anche conseguenza di un processo stabile sospinto da impulsi monetari dotati di una sostanziale variabilità. Le accelerazioni (o decelerazioni) monetarie agiscono con ritardo sulla velocità: più ampie fluttuazioni della velocità sono perciò il risultato di precedenti accelerazioni e decelerazioni della quantità di moneta. In generale, quanto più ampie sono le variazioni della velocità, tanto più forti erano state le precedenti accelerazioni o decelerazioni della quantità di moneta. A questo riguardo le esperienze di molti paesi in fatto di inflazione offrono materiale interessante: la domanda di moneta sembra influenzata in modo sostanziale da precedenti accelerazioni della quantità di moneta.

Ciò vale anche per l'inflazione del 1973. La riduzione del volume dei saldi monetari reali nel 1973 viene talvolta considerata come causa di effetti deflazionistici sulla produzione e sull'occupazione. Questa congettura probabilmente interpreta erroneamente il fenomeno osservato: il declino dei saldi reali fu in parte determinato da un aumento del tasso di inflazione atteso dal pubblico. Le accresciute aspettative inflazionistiche aumentano infatti la velocità di circolazione e fanno di conseguenza diminuire la quantità desiderata dal pubblico di saldi monetari reali. La diminuzione dei saldi reali emerge quindi in una certa misura da un processo che contemporaneamente espande la produzione e accelera il rialzo dei prezzi.

(3) Il lettore può trovare un'analisi della concezione alternativa nel mio articolo « A Diagrammatic Exposition of the Money Supply Process », *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, febbraio 1974.

D'altra parte, l'accentuarsi delle aspettative inflazionistiche non si verificò indipendentemente dai risultati delle politiche finanziarie immediatamente precedenti. In simili circostanze, proporsi di aumentare il livello dei saldi reali mediante l'espansione monetaria dà luogo ad una graduale accelerazione del processo inflazionistico. Questa conclusione si applica in particolare alla proposta di un'espansione monetaria sempre superiore al tasso corrente di inflazione.

Il Presidente ha assolto la politica monetaria da responsabilità per la « grave inflazione » del 1973, da lui attribuita all'influenza di fattori particolari. Invero, fattori particolari vi sono stati: essi certo spiegano le rapide variazioni in specifici prezzi *relativi* e l'emergere dei prodotti alimentari e del petrolio all'estremo superiore del ventaglio delle variazioni di prezzo. « Speciali influenze » possono anche spiegare una parte minore del movimento del ventaglio complessivo dei prezzi nel 1973; la parte maggiore di tale movimento, risoltosi in un aumento accelerato del livello *medio* dei prezzi, ebbe origine, tuttavia, dalle *politiche finanziarie seguite nel 1972*.

Invero, le politiche seguite nel 1973 ebbero probabilmente scarsi effetti sui movimenti dei prezzi del 1973 (a parte gli effetti derivanti dalla revisione delle aspettative inflazionistiche). Ma ciò non giustifica il comodo rifiuto del Presidente di accettare responsabilità per la nuova ondata di inflazione. E' degno di nota il fatto che la replica del Presidente si rifà a una teoria eclettica dell'inflazione per respingere le critiche: in quest'ottica, l'inflazione nasce e persiste a causa di una serie di eventi o urti « reali »: quelli posti in risalto per il 1973 sono i cattivi raccolti di grano in Russia e in Australia, i prezzi di monopolio imposti dai produttori di petrolio, l'embargo arabo sul petrolio. Se questi scossoni reali riducono la produzione relativamente alla quantità di moneta, il livello dei prezzi aumenta. Ogni perturbamento reale di tipo negativo produce un'inflazione *temporanea*. Ma il nostro è un problema di inflazione *persistente*. La teoria eclettica degli « scossoni reali » o dei « fattori specifici » adottata dalla Riserva Federale richiede una continua successione di scossoni che riducano le risorse disponibili. Un'inflazione persistente si accompagnerebbe quindi con un *persistente* declino del prodotto reale pro capite. Ma è questo un « modello » che non ha riscontro nella nostra realtà. Pure, uno scossone reale che riduca il prodotto totale rinforza, *temporaneamente*, un'inflazione prodotta dall'accelerazione monetaria. L'applicazione di questa proposizione dovrebbe peraltro essere accuratamente vagliata.

La « teoria dei fattori specifici » dell'inflazione implica spesso confusioni sul ruolo dei processi che influenzano i prezzi aggregati e quelli relativi (interessanti l'allocazione delle risorse). Eventi specifici che incidono sulla posizione relativa della domanda o dell'offerta di certi beni spiegano il punto in cui si colloca la connessa variazione di prezzo nel ventaglio complessivo delle variazioni dei prezzi. Ma questo movimento dei prezzi relativi di rado è legato al problema dell'inflazione. In questo contesto, la confusione tra processi aggregati e processi allocativi si manifesta tipicamente nella forma del principio, di frequente applicato, « dell'estremo superiore ». Tale principio afferma che il problema dell'inflazione è in sostanza espresso dall'estremo superiore del ventaglio delle variazioni di prezzo. La teoria monetaria ci informa d'altra parte che gli eventi che influenzano la posizione specifica delle variazioni di prezzo *all'interno* del ventaglio mostrano in generale una trascurabile connessione col processo inflazionistico. Il problema dell'inflazione è rivelato dalla posizione dell'intero ventaglio delle variazioni di prezzo. Questa posizione è modificata da variazioni dell'espansione monetaria o da fattori reali *che incidono su una larga parte dell'economia* e che si manifestano in variazioni del prodotto *totale*. Ne segue che inferenze per il problema dell'inflazione derivate dal « principio dell'estremo superiore » in genere conducono a opinioni distorte o a fraintendimenti. Valutazioni del problema inflazionistico ispirate a una « teoria dei fattori speciali », rafforzata dal « principio dell'estremo superiore », producono « politiche anti-inflazionistiche » destinate al fallimento.

KARL BRUNNER