

L'aumento dei prezzi delle attività e la politica monetaria

CHARLES P. KINDLEBERGER

I

Il termine *inflazione delle attività*, che si distingue dall'inflazione ordinaria in quanto quest'ultima si riferisce all'aumento dei prezzi dei beni di consumo o dei prodotti all'ingrosso o al deflatore del reddito nazionale, è una locuzione non molto utilizzata in occidente ma comune in Giappone. Vi sono periodi nei quali i prezzi delle attività crescono in modo inflazionistico, un vero e proprio boom o una bolla, mentre i prezzi dei beni sono relativamente stabili o persino decrescenti. Riguardo a un famoso esempio di tale situazione, verificatosi tra il 1928 e il 1929, Milton Friedman e Anna Jacobson Schwartz scrissero che le autorità monetarie avrebbero dovuto ignorare l'aumento dei prezzi sulla Borsa di New York e focalizzare l'attenzione su altri obiettivi, come il livello generale dei prezzi.¹ Più recentemente, alla fine del 1989, la Banca del Giappone ha proceduto ad alzare i tassi d'interesse dopo aver ignorato la spettacolare crescita dell'indice Nikkei da quota 10.000 circa nel 1984 a 39.000 nel 1989, temendo infine che l'aumento dei prezzi delle attività avrebbe provocato inflazione a livello dei beni di consumo, e preoccupata che la diffusione dell'inflazione dal mercato azionario ai beni immobili stesse conducendo il mercato delle abitazioni fuori dalla portata del giapponese medio e dunque minacciando la pace sociale.² Questo fu un esempio di coordinazione internazionale della politica monetaria, dal momento che nello stesso momento negli Stati Uniti e in Germania veniva ridotto il tasso di sconto.

Il Governatore della Banca del Giappone, Yasuski Mieno, che entrò

Sono grato a Peter L. Bernstein, Martin Bronfenbrenner e Robert M. Solow per i commenti alla prima stesura del presente lavoro.

¹ Friedman e Schwartz 1963, pp. 261-62.

² *New York Times*, May 29, 1994, p. 33.

in carica nel dicembre 1989, aveva un'opinione bivalente riguardo al cambiamento della politica monetaria:

“Egli spiegava [in un'intervista concessa a James Sterngold] che nelle decisioni di politica economica alle forti accelerazioni dei prezzi delle attività non poteva essere attribuita la stessa rilevanza che si attribuiva alle più ampie variazioni dei prezzi al consumo. D'altro canto, tali accelerazioni non potevano essere ignorate”.³

Mikio Wakatsuki, ex Governatore della Banca del Giappone e nel 1994 presidente del consiglio dell'istituto di ricerca giapponese, faceva eco a tale indecisione:

“Ancora non conosciamo le connessioni tra la politica monetaria e i prezzi delle attività [...] quale punto di riferimento usare? quali prezzi seguire? non lo sappiamo ora e non lo sapevamo allora”.⁴

Il senso di disagio percepito dai rappresentanti della Banca del Giappone veniva espresso in modo diverso in un'intervista a Paul Volker:

Domanda (di Frederick Smoler): “È vero che una delle conseguenze impreviste della vostra vittoria contro l'inflazione [negli anni 1979- 81] fu la sostituzione della speculazione sui beni con l'ancor più sgradita speculazione sugli strumenti finanziari?”

Risposta (Paul Volker): “Ha ragione [...] la speculazione sui beni non ha influito di per se stessa sul sistema bancario; le banche operano in strumenti di credito, non in beni di consumo, cosicché la speculazione non le ha interessate quasi per niente. Le banche sono passate attraverso un boom speculativo sui beni immobili durante la parte centrale degli anni Settanta [...] non è molto se paragonato a quanto è accaduto da allora in poi - ma pensammo che allora fosse molto rilevante. Poi hanno attraversato la saga dei prestiti ai paesi dell'America Latina [...] la speculazione sui prodotti energetici in Texas e altrove. Tutto ciò collassò con il sopraggiungere di altissimi tassi d'interesse e di una grave recessione economica, ma in due o tre anni ci ritrovammo nella frenesia del mercato dei beni immobili, con la speculazione a livelli ben al di sopra di quelli precedenti, e il sistema bancario attraversò un periodo molto più convulso del precedente. Devo confessare che non avrei potuto prevedere tutto ciò, dato l'inferno finanziario che tutti avevamo attraversato nel corso dei primi anni Ottanta.

³ *New York Times*, May 29, 1994, p. 36.

⁴ *Ibid.*

Si sarebbe potuto evitare? Non lo so [...]”.⁵

Gli studi relativi ai prezzi delle attività nel mondo economico anglosassone si sono concentrati principalmente sul modo in cui vengono determinati i prezzi delle singole attività, sulle relazioni tra i prezzi delle diverse attività – azioni, titoli, opzioni, *futures* e altri strumenti derivati (esclusi i beni immobili) –, sulle loro connessioni con l'equilibrio economico generale e sulle teorie dell'efficienza dei mercati. L'ambito della ricerca nulla ha a che fare, quindi, con l'influenza dei prezzi delle attività e delle loro variazioni sull'andamento dell'inflazione. Quest'area d'indagine è infatti relativamente nuova. Nell'autunno del 1991, il National Bureau of Economic Research (NBER) istituì un programma di studio sui prezzi delle attività: “[...] un'area molto tecnica dell'economia [...] che analizza una grande varietà di argomenti [...] inclusi l'equilibrio economico, i modelli di determinazione del prezzo delle attività, l'integrazione finanziaria internazionale, gli strumenti derivati e altri affascinanti rompicapo microeconomici”.⁶ Non si menzionavano bolle finanziarie o inflazione, né i mercati immobiliari, residenziale o commerciale, l'ultimo dei quali ha un ruolo di primo piano negli indici aggregati delle attività calcolati dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), dei quali si discuterà più avanti. In un'università come il M.I.T. i beni immobili vengono studiati in un centro a parte, separato dal Dipartimento di Finanza della Sloan School of Management. Allo stesso tempo, né l'inflazione, né la politica monetaria, né i mercati immobiliari compaiono tra gli argomenti discussi nei seminari del Programma sui Prezzi delle Attività Finanziarie del NBER tenuti nell'autunno del 1993 o nella primavera del 1994.⁷ John Y. Campbell, direttore del Programma del NBER e professore all'università di Princeton, ha pubblicato un articolo sul *New Palgrave Dictionary of Money and Finance* (1994b) e una sintesi di ricerca su “Cosa muove il mercato azionario?”,⁸ ma ancora nel più stretto ambito della tecnica finanziaria piuttosto che dal punto di vista del comportamento delle

⁵ Smoler 1994, p. 9.

⁶ *NBER Reporter* 1993 (Spring), p. 1.

⁷ *NBER Reporter* 1994 (Winter), p. 21; *ibid.*, 1994 (Spring), p. 32.

⁸ *NBER Reporter* 1994 (Fall), pp. 8 segg.

variabili macroeconomiche e della politica economica. Gli economisti finanziari “si interessano delle interrelazioni tra i prezzi delle diverse attività finanziarie. Essi ignorano quello che a molti appare il problema più importante, e cioè cos’è che determina il livello generale dei prezzi delle attività”.⁹ Persino Lawrence Summers non solleva la questione relativa a quali indicazioni i movimenti dei prezzi delle attività possono fornire per la politica monetaria.

Se i ricercatori britannici e statunitensi tendono a ignorare l’inflazione delle attività finanziarie, il gruppo di ricerca della BRI negli anni più recenti ha dedicato attenzione a questo problema, sia nei rapporti annuali dal 1992 in poi, sia in una serie di pubblicazioni, la più illuminante delle quali è il n. 40 (1994) degli *Economic Papers*, di C.E.V. Borio, N. Kennedy e S.D. Prowse, intitolato “Analisi comparativa delle fluttuazioni aggregate dei prezzi delle attività in diversi paesi: misure, determinanti e implicazioni per la politica economica”. L’articolo in questione inizia con un richiamo a un’opinione sull’argomento che risale agli anni ‘20 di Benjamin Strong, allora Governatore della Federal Reserve di New York, nella versione riportata nella sua biografia scritta da Lester Chandler (1956), e a quella di John Maynard Keynes, sviluppata nel *Trattato sulla moneta* (1930). Entrambi affermavano che l’obiettivo principale delle banche centrali fosse quello di stabilizzare il livello dei prezzi, volendo intendere, ma senza specificarlo ogni volta, i prezzi alla produzione, i prezzi all’ingrosso inclusi quelli alle importazioni, o il livello dei prezzi al consumo. Tuttavia in vari cenni collaterali, precisazioni, digressioni, essi gettavano un’occhiata al mercato azionario e alla speculazione da esso sperimentata, e in misura minore al mercato immobiliare e al dilemma rappresentato dalla situazione in cui il livello generale dei prezzi è stabile o decrescente ma i mercati finanziari si muovono sull’onda della speculazione. In quest’articolo analizzerò il lavoro del gruppo della BRI, e in particolare gli indici aggregati dei prezzi delle attività e i problemi, ampiamente riconosciuti, che tali indici pongono, e infine mi occuperò dell’inopportunità del tentativo di perseguire due o più obiettivi attraverso

⁹ Summer 1985, p. 633.

sostanzialmente un solo strumento – la politica monetaria – facendo leva sulla teoria di Tinbergen in *Theory of Public Policy* (1965), secondo la quale le autorità governative hanno bisogno di un numero di variabili strumentali pari al numero degli obiettivi o, in termini più primitivi: “non è possibile uccidere più di un uccello con una sola pietra”.

II

In una discussione con i Direttori Esecutivi della Federal Reserve Bank di New York, descrivendo un incontro che aveva avuto col Governatore Montagu Norman della Banca d’Inghilterra alla fine del 1924, Strong affermò di aver comunicato a Norman “la sua convinzione, condivisa da tutti gli altri rappresentanti del Federal Reserve System, che l’intera [loro] azione di politica economica nel futuro, come nel passato, si sarebbe dovuta rivolgere a garantire la stabilità dei prezzi, nella misura in cui [gli] sarebbe stato possibile influenzare i prezzi stessi [...]”.¹⁰ In altre occasioni Strong elencò una serie di obiettivi.

“Egli [scrive Chandler] poté cooperare alla restaurazione della stabilità delle valute e al mantenimento di condizioni monetarie favorevoli all’estero solo fintanto che le misure di politica economica necessarie a tali fini non si rivelarono seriamente incompatibili con gli obiettivi interni, i più importanti dei quali erano la promozione della stabilità del livello dei prezzi, il mantenimento di alti livelli di attività economica e la prevenzione di una “eccessiva” speculazione, specialmente sul mercato azionario”.¹¹

In una lettera a Norman del 1925, Strong scriveva:

“Abbiamo avuto una pericolosa speculazione sviluppatasi nel mercato azionario, con alcuni segnali che [indicano che] esso si sta estendendo al mercato dei beni. In alcuni momenti si è verificata una violenta speculazione sul mercato immobiliare, ma si tratta di qualcosa di troppo lontano dalla nostra influenza per essere un fattore diretto [...],

[...] tale fattore potrebbe essere controllato meglio dal punto di vista della psicologia degli operatori mantenendo una “spada di Damocle” sospesa

¹⁰ Chandler 1956, p. 312.

¹¹ *Ibid.*, p. 423.

sulla speculazione, cioè tassi [di sconto] aumentati in sequenza”.¹²

Più tardi, in un intervento alla Commissione del Congresso sulla stabilizzazione del 1927, citato da Keynes con evidente approvazione, Strong disse:

“Due mesi fa il paese ha avvertito una certa preoccupazione relativamente alla vastità della speculazione sui mercati azionari e al volume di credito utilizzato per sostenerla. Allo stesso tempo [...] una riduzione del livello dei prezzi all’ingrosso [...] quasi interamente dovuta al calo dei prezzi del cotone e del grano [...] abbiamo questa sensazione, che la speculazione stia aumentando, e abbiamo l’impressione che tale fenomeno debba essere in qualche modo represso dal Federal Reserve System. D’altro canto, allo stesso tempo ci troviamo di fronte a chiari segni di un certo declino dei prezzi dei prodotti agricoli. Ora, se [...] pensiamo che l’introduzione di credito nel mercato o la riduzione dei tassi d’interesse possono correggere i prezzi dei singoli beni, quali potrebbero essere le conseguenze per la speculazione? Ci troviamo tra Scilla e Cariddi”.¹³

Il capitolo XII della biografia di Strong scritta da Chandler rivela un’indecisione amletica da parte di Strong riguardo al mercato azionario. La Fed non aveva il controllo dei prezzi delle azioni. La sua preoccupazione si limitava all’uso del credito a sostegno della speculazione. In numerose occasioni Strong raccomandò restrizioni del credito a causa della speculazione sul mercato azionario, ma in genere con riluttanza. L’eccesso di attività edilizia e la speculazione sui mercati immobiliari nel 1925 costituirono uno dei tre sviluppi con potenziali conseguenze negative. Strong difese la riduzione dei tassi d’interesse nel 1927, nonostante il chiaro rischio che il paese andasse incontro a una forte speculazione e a una certa espansione del credito; tuttavia la speculazione non si verificò sul mercato dei beni, ma quasi interamente su quello azionario. Se il Federal Reserve System avesse dovuto essere gestito con l’unico obiettivo di tenere sotto controllo la speculazione mobiliare, la sua politica sarebbe degenerata semplicemente nella regolamentazione dell’attività degli speculatori, una visione del ruolo della Fed con la quale Strong era assolutamente in disaccordo. Il mercato azionario non rispondeva al volume del credito o al livello dei tassi di

¹² *Ibid.*, pp. 329-30.

¹³ Keynes 1930, II, p. 241.

sconto, ma a fattori psicologici, e l'aumento dei prezzi rifletteva la ricchezza e la prosperità del paese. Nell'agosto 1928 il problema dell'autorità monetaria fu quello di evitare un crollo del mercato azionario, un panico diffuso relativamente alla moneta, e un rallentamento dell'attività economica dovuto a una modificazione della psicologia degli operatori.¹⁴

Strong non considerava misure di politica economica separate per raggiungere obiettivi multipli. "Li dobbiamo affrontare tutti." Egli si opponeva sia alle tipologie di controllo diretto allora proposte sia alla "persuasione morale". Un tentativo di limitare il credito alle banche che concedevano prestiti ai broker fu inutile. "Se gli si blocca una strada il credito ne troverà altre." Chandler notava che l'azione diretta proposta per contenere la speculazione sul mercato mobiliare somigliava poco ai "requisiti in termini di margini sull'operatività" introdotti più tardi dal Securities and Exchange Act del 1934, dal momento che questa non avrebbe limitato i prestiti concessi ai broker da operatori non bancari.

Nel 1928 Strong propose al professor O.M.W. Sprague una tecnica per contenere la speculazione sul mercato azionario. La tecnica, che Chandler afferma fu utilizzata nel 1925, coinvolgeva le 11 banche della Federal Reserve al di fuori di New York nel rialzo dei tassi d'interesse, allo scopo di allontanare fondi da New York e di forzare le banche dei centri monetari a finanziarsi attraverso la Fed di New York o richiedendo il rimborso anticipato dei propri prestiti ai broker. Strong avvertiva il pericolo che tale misura avrebbe potuto condurre il mercato azionario a una crisi, ma pensò anche che il pericolo sarebbe stato "piuttosto limitato, dal momento che vi era sempre un' offerta di fondi a qualche prezzo".¹⁵

La proposta piuttosto bizzarra di Strong di contenere la speculazione sul mercato azionario di New York allontanando i fondi dalla città è in linea con la distinzione effettuata da Keynes nel *Trattato sulla moneta* tra circolazione "industriale" e "finanziaria" della moneta. La circolazione

¹⁴ *Ibid.*, pp. 423, 428, 446, 458, 460-61.

¹⁵ *Ibid.*, pp. 433-35. In *Manias, Panics and Crashes* (Kindleberger 1989, pp. 155-158), ho raccolto vari esempi dell'idea diffusa a quei tempi che durante alcuni crolli verificatisi nel XIX secolo in Europa e negli Stati Uniti fosse impossibile ottenere prestiti a qualsiasi tasso d'interesse.

industriale si verificava a fronte di input e output, quella finanziaria a fronte di scambi di titoli, speculazione e crediti agli imprenditori.¹⁶ Le autorità monetarie avrebbero dovuto cercare di stabilizzare il prezzo dei beni prodotti, consentendo allo stesso tempo alle imprese e alle istituzioni finanziarie di disporre di tutto il denaro loro necessario, ma a un tasso d'interesse che, nei suoi effetti sull'investimento (in rapporto ai risparmi), compensasse esattamente l'effetto delle aspettative al rialzo. "Fare una diagnosi esatta di tale posizione [...] e ottenere il perfetto bilanciamento [...] può essere qualcosa che va oltre le capacità umane."¹⁷

Keynes affermava che nel lungo periodo, nel quale notoriamente egli non credeva, il valore delle attività finanziarie deriva interamente dal valore dei beni di consumo.¹⁸ Precedentemente aveva notato che l'eccezionale aumento degli investimenti negli Stati Uniti aveva prodotto un enorme aumento dei prezzi delle attività finanziarie senza alcuna crescita dei prezzi dei beni capitali fissi di nuova produzione.¹⁹ Più tardi concluse che "un'autorità valutaria non ha come preoccupazione *diretta* [corsivo nell'originale] il livello del valore delle attività finanziarie esistenti, ma [...] ha un'importante preoccupazione indiretta se si spera che tale valore stimoli nuovi investimenti". Nessuna attenzione deve essere posta su un'esplosione del valore dei terreni o su una rivalutazione delle azioni dei monopoli se esse sono completamente dissociate da ogni eccessivo stimolo a nuovi investimenti.²⁰ "Il dilemma sta nel fatto che se la banca aumenta il volume della moneta bancaria in modo da evitare qualsiasi rischio che la "circolazione finanziaria" sottragga risorse alla "circolazione industriale", ciò incoraggerà il mercato rialzista conducendo con ogni probabilità all'aumento del livello di P' [il livello del prezzo dei nuovi investimenti] che produrrà, più avanti, un sovrainvestimento; d'altra parte, se rifiuta di aumentare la moneta bancaria, ciò potrebbe ridurre il volume di risorse disponibili per l'industria o almeno condurre a un aumento del livello del tasso

¹⁶ Keynes 1930, I, p. 243.

¹⁷ *Ibid.*, pp. 254.55.

¹⁸ *Ibid.*, p. 255.

¹⁹ *Ibid.*, p. 249.

²⁰ *Ibid.*, p. 257.

d'interesse al quale tali risorse sono disponibili, con un effetto deflativo immediato".²¹

Pur speculando egli stesso in titoli, Keynes aveva un'opinione negativa riguardo agli speculatori. Nel capitolo XII della *Teoria generale* egli scrive dell'assurda influenza delle fluttuazioni giornaliere del mercato, della psicologia di massa di individui ignoranti che cambiano opinione in risposta a stupidaggini, della fissazione per la liquidità, del mercato azionario come gioco delle sedie musicali, con interesse soltanto a risultati veloci. Raramente, affermava, gli americani acquistavano beni d'investimento soltanto per assicurarsi il loro rendimento. La speculazione non produceva danni come bolle su un flusso di reddito stabile, ma diventava seria quando l'attività imprenditoriale diventava una bolla nel vortice della speculazione. Si conveniva, usualmente, che i casinò dovessero essere, nel pubblico interesse, inaccessibili e costosi, e probabilmente lo stesso vale per la Borsa Valori.²²

La discussione di Keynes sul crollo della borsa di New York non è molto edificante. Egli osservò che i prezzi all'ingrosso erano stabili o decrescenti, che l'investimento cresceva e il mercato azionario stava esplodendo nonostante gli alti tassi d'interesse a breve. Sospettò, dunque, che si stesse verificando un'inflazione dei profitti. Secondo la sua opinione, la Federal Reserve causò il crollo nel tentativo di frenare l'entusiasmo degli speculatori, ma riteneva anche che la depressione – solo fino al 1930, quando fu pubblicato il libro – fosse stata determinata dal livello elevato dei tassi d'interesse.²³ Non è chiaro se Keynes sarebbe stato d'accordo con Friedman e Schwartz nel ritenere che la Federal Reserve avrebbe dovuto ignorare l'esplosione del mercato azionario, a sostegno della sua tesi, nel volume I, secondo la quale il dovere della banca centrale è quello di gestire la moneta in modo da tenere stabili i prezzi.²⁴

Dalla biografia di Strong scritta da Chandler e dagli scritti di Keynes, in particolare dal *Trattato sulla moneta*, si potrebbe concludere

²¹ *Ibid.*, p. 254.

²² Keynes 1936, pp. 147-64.

²³ Keynes 1930, II, pp. 190-98.

²⁴ Keynes 1930, I, p. 254.

che l'opportunità di ignorare il prezzo delle attività finanziarie nella formulazione della politica monetaria sia stata variamente affermata e motivata, ma in termini vaghi.

III

Borio, Kennedy e Prowse sostengono che “ormai è largamente condivisa l'idea che l'obiettivo primario della politica monetaria sia la stabilità dei prezzi”.²⁵ Allo stesso tempo riconoscono che i prezzi delle attività finanziarie possono influenzare la domanda di moneta e possono servire da indicatori fondamentali, e che l'inflazione delle attività finanziarie – una terminologia che non usano – può porre problemi per un'autorità monetaria che pretenda di esercitare discrezionalità.²⁶ Il contributo di questi tre studiosi consiste nell'aver prodotto indici aggregati dei prezzi delle attività, combinando indici dei prezzi dei beni immobili commerciali e residenziali con un indice dei prezzi dei titoli azionari. Il valore delle costruzioni industriali si considera incluso nei prezzi del mercato azionario. Gli indicatori non includono i prezzi delle obbligazioni, nonostante nel confronto tra i prezzi delle attività e i tassi d'interesse reali a lungo termine vi si ponga una certa attenzione.²⁷ Sul *New York Times* si legge che l'aumento dei tassi d'interesse verificatosi a partire dal febbraio 1994 ha determinato ai possessori di titoli e ai fondi obbligazionari perdite “dell'ordine di miliardi di dollari”.²⁸

La ponderazione delle componenti dei suddetti indici, che deriva dalla quota rappresentata dalle diverse componenti nella ricchezza totale, sembra intuitivamente sopravvalutare i beni immobili residenziali, molti dei quali sono adibiti ad abitazione, rappresentando dunque beni di consumo piuttosto che attività finanziarie. Come le abitazioni, i beni di consumo durevoli sono parte della ricchezza delle famiglie, acquistati per essere utilizzati e non per ottenere redditi da capitale. Pochi economisti crederebbero che un aumento dei prezzi dei beni di consumo durevoli

²⁵ Borio *et al.* 1994, p. 46

²⁶ *Ibid.*, pp. 46, 60, 69.

²⁷ *Ibid.*, p. 24 e grafico 2, p. 25.

²⁸ *New York Times*, October 29, 1994, pp. 1 e 51.

utilizzati dalle famiglie modificherebbe la ricchezza delle famiglie stesse a tal punto da produrre un'impatto sulla loro spesa. Le proprietà residenziali hanno negli indici dei prezzi un peso che va dal 60 al 75% a seconda del paese al quale si riferiscono, contro il 6-20% riservato alle proprietà commerciali e al 10-30% per cento per i titoli azionari.²⁹ Va detto che il volume di investimenti immobiliari per uso di abitazione registrato negli Stati Uniti nel corso degli anni '80 ha condotto a un considerevole aumento dei mutui ipotecari, influenzando in tal modo le spese per consumi e/o per investimenti. Un rapporto della Korty Research contiene un grafico che mostra come il rapporto tra debito ipotecario relativo a beni immobili abitati dai proprietari e investimento azionario sia passato dal 27,5% circa del 1980 al 42% nel 1993, anche se la fonte dei dati non è citata.³⁰ A mio avviso è dubbio che i proprietari di abitazioni, visti come una categoria, rispondano a modificazioni nel valore delle loro proprietà immobiliari nello stesso modo dei detentori di titoli obbligazionari, nonostante molti di loro acquistino azioni, sia pure per i flussi di reddito che esse generano piuttosto che con obiettivi di gestione dinamica e per ottenere guadagni in conto capitale. Comunque, l'analisi economica non può fare molto altro che trattare tutti i detentori di una stessa attività allo stesso modo, anche quando le motivazioni alla base dell'acquisto possono differire in modo sostanziale. M.C. Reed (1975) osservò che all'inizio dell'era degli investimenti in Gran Bretagna le obbligazioni di una stessa società ferroviaria venivano acquistate per almeno sei diverse ragioni: dai proprietari terrieri per vendere beni immobili lungo la linea ferroviaria; dai produttori di manufatti per migliorare e rendere più economici i trasporti delle materie prime e dei prodotti; dai produttori di materiale ferroviario, spesso acquirenti di quote di vendita; dagli investitori a lungo termine, alcuni dei quali acquistavano obbligazioni alla ricerca di un reddito stabile, mentre altri acquistavano titoli azionari confidando in alti dividendi; dagli speculatori sofisticati alla ricerca di guadagni in conto capitale a breve termine; e infine da ritardatari relativamente ignoranti e ingordi, dopo aver osservato i profitti

²⁹ *Ibid.*, tabella A1.2, p. 80.

³⁰ Korty Research 1994, p. 8; vedi anche *BIS Annual Report* 1993, grafico Mortgage Debt, p. 167.

degli investitori professionali. Probabilmente oggi i proprietari di beni immobili residenziali non possono essere annoverati in una così ampia gamma di categorie ma, egualmente, potrebbe essere fuorviante un indicatore che li consideri tutti come speculatori professionisti.

Anche i dati utilizzati dal gruppo di studio della BRI pongono qualche problema. L'indice dei prezzi delle proprietà immobiliari residenziali negli Usa è costituito dalla mediana dei prezzi di vendita delle abitazioni monofamiliari esistenti, rilevata dall'Associazione nazionale degli agenti immobiliari.³¹ Sembra probabile che molte famiglie di nuovi ricchi abbiano tradotto l'esplosione dei guadagni in conto capitale degli anni '80 nell'acquisto di una seconda e anche di una terza abitazione, a prezzi che si aggiravano intorno a un milione di dollari o anche più, come si può dedurre dagli annunci immobiliari del *New York Times Sunday Magazine* (il *New Republic* si riferisce a queste abitazioni chiamandole "beni immobili pornografici"). A ciò e alla speculazione edilizia sulle abitazioni di lusso può essere attribuita una distorsione della distribuzione dei prezzi dei beni immobili, con il risultato che la mediana di tali prezzi è divenuta meno rappresentativa. Due economisti americani, Karl Case e Robert Shiller (1988), hanno prodotto un indice dei prezzi dei beni immobili nell'area di Boston che evita deliberatamente di utilizzare la mediana, mettendo a confronto soltanto i prezzi delle case che sono state vendute per la seconda volta. Non è chiaro se una misura di questo genere possa effettivamente tenere conto dei miglioramenti apportati a un particolare immobile, come stanze aggiunte, garage, cucine o bagni ristrutturati, piscine e cose simili, dal momento che l'Ufficio delle statistiche del lavoro cerca di separare, nei suoi indici, le modificazioni della qualità – specialmente per i beni di consumo durevoli – dai "puri" cambiamenti di prezzo. Un'area di sviluppo edilizio, come Levittown in Long Island, a New York, emersa inizialmente dopo la seconda guerra mondiale con uno stile semplice e standardizzato, nel corso degli anni ha assunto aspetti molto differenziati grazie ai più diversi miglioramenti da parte dei proprietari.

Induce in una qualche confusione il fatto che la BRI utilizzi per il

³¹ Boria *et al.* 1994, Tabella A1.1, p. 77.

Regno Unito un indice dei prezzi delle case (tutte adibite ad abitazione) proposto dal Dipartimento dell'ambiente, quando poi *The Economist* ha affermato:

“È strano che la Gran Bretagna non posseda già un indicatore affidabile dei prezzi delle abitazioni. Il Tesoro ha infatti estrema necessità di un tale indicatore quando deve decidere l'opportunità di cambiamenti dei tassi d'interesse, dal momento che i prezzi delle case sono una misura cruciale dell'attività economica”.³²

The Economist ha preso in considerazione gli indici dei prezzi delle abitazioni prodotti dalle società edilizie Halifax e Nationwide, insieme a quello proposto dal Dipartimento dell'Ambiente, considerando quest'ultimo da buttare poiché “nessuno tranne gli storici economici vi ha mai prestato attenzione”. Nessuno dei tre indicatori è considerato rappresentativo, dal momento che tutti sono basati su dati tratti dai mutui ipotecari mentre, secondo quanto afferma un'agenzia immobiliare, il 28% degli acquisti avviene senza il ricorso a un mutuo. La stessa agenzia riteneva che a Londra i prezzi delle proprietà migliori avessero registrato dopo il dicembre 1992 un aumento del 23% più elevato di quello emerso dagli indicatori. *The Economist* riteneva che la sostituzione degli indici disponibili con un indice migliorato potesse rappresentare un contributo informativo per la politica monetaria.

Per molti altri indici nazionali, la BRI ha dovuto forzatamente utilizzare dati rilevati in singole città, come Parigi, Bruxelles, Oslo e Amsterdam, rischiando, di nuovo, la possibilità di una scarsa rappresentatività.

Accertate le possibili carenze nei loro indicatori, che Borio e i suoi colleghi non hanno mai tentato di nascondere, rimangono molte questioni aperte: in che modo la politica monetaria influenza i prezzi delle attività finanziarie? in che modo le variazioni dei prezzi delle attività finanziarie potrebbero influenzare la politica monetaria? e, infine, è vero che i prezzi delle attività finanziarie rappresentano un indicatore anticipato del livello generale d'inflazione, del prodotto e/o dell'occupazione?

Riguardo al primo punto, gli autori cercano di dimostrare che gli

³² *The Economist*, August 20, 1994, p. 46.

aumenti e le diminuzioni dei prezzi delle attività finanziarie rilevati negli anni '70 e '80 non erano stati determinati da variazioni dell'offerta di moneta, ma dal cambiamento delle condizioni del credito, incluse, soprattutto nella fase di crescita, la deregolamentazione delle restrizioni finanziarie e l'innovazione finanziaria. La deregolamentazione fu responsabile dell'inflazione delle attività finanziarie soprattutto nei paesi nordici – Svezia, Norvegia e Finlandia – e in Giappone, dove l'inflazione raggiunse livelli ben più alti che negli altri paesi considerati (nonostante il fatto che tutti fossero in qualche modo correlati, con l'unica possibile eccezione della Germania). Non era possibile attribuire le ampie fluttuazioni dei prezzi ai “fondamentali” dell'economia. Il *Cross Report* redatto da 10 banche centrali aveva precedentemente affermato che le innovazioni erano tipicamente sottovalutate e sovrautilizzate.³³ Borio *et al.* condividono questa visione quando dicono che la mancanza di familiarità con le nuove condizioni conduce a errori di giudizio.³⁴

Un cambiamento, non riconosciuto in alcuno degli studi della Bri, è stato la riduzione non intenzionale dei margini richiesti per l'acquisto di azioni negli Stati Uniti con lo sviluppo dell'opzione sull'indice azionario Standard & Poor 500. L'operatività in opzioni da parte degli speculatori e dei gestori del rischio a Chicago necessitava di un pagamento anticipato (margine) del 5%. Con una speculazione al rialzo nel mercato delle opzioni, arbitraggisti ben finanziati vendevano a termine e compravano a pronti un elenco limitato dei leader dell'indice, con il margine del 50% fissato dalla Securities and Exchange Commission. In effetti, il margine richiesto agli speculatori fu ridotto dal 50 al 5% attraverso l'introduzione dell'opzione, e il compito della supervisione del credito disponibile per gli speculatori fu diviso tra la SEC e le autorità di Chicago. Attraverso l'uso delle opzioni sui titoli azionari, l'assicurazione del portafoglio sembrava perfettamente sicura, mentre quando il mercato delle opzioni ebbe un improvviso crollo, il 19 ottobre 1987, l'arbitraggio si esaurì dopo un'esplosione delle vendite, e sia il mercato a pronti sia quello a termine precipitarono in vuoti d'aria.

³³ Bank for International Settlements 1986.

³⁴ Borio *et al.* 1994, p. 29.

La flessibilità del credito aiuta a capire le bolle recenti, ma la deregolamentazione, evidente negli anni '70 e '80, non sembra aver avuto un ruolo troppo di primo piano nelle ripetute esplosioni e nei ripetuti crolli del XIX secolo. Quanto peso debba esserle attribuito ai nostri giorni è, dunque, un problema molto complesso. In modo analogo, costituisce un enigma la forte correlazione tra inflazione e deflazione delle attività finanziarie nei paesi finanziariamente evoluti considerati nello studio. I Paesi nordici e il Giappone sono eccezioni, come notavamo precedentemente, ma nella misura piuttosto che nel tempo. I crolli sperimentati dai prezzi delle azioni nel 1929, nel 1991-92 e nel 1987, con l'eccezione del Giappone nell'ultimo caso, sono ben noti.³⁵ Il parallelismo degli eventi deriva dalla combinazione di vari elementi, come il fatto che le stesse azioni vengono scambiate su numerosi mercati, la presenza dell'arbitraggio e di alcuni legami monetari tra mercati, ma soprattutto l'interazione psicologica.³⁶

Tuttavia, è difficile spiegare esplosioni e crolli verificatisi in una dozzina di diversi mercati immobiliari quando il mercato immobiliare sembrerebbe confinato a un certo paese o addirittura a una certa località. I rapporti annuali della Bri affermano che le esplosioni dei mercati immobiliari negli Stati Uniti erano localizzate, e si erano mosse dal Middle West al New England, al Sud Ovest e alla California.³⁷ In verità vi sono anticipi e ritardi, ma la correlazione è sostanziale, sia nell'ambito degli Stati Uniti – nonostante alcune volte differiscano i tassi di occupazione delle abitazioni e gli affitti tra città del centro, città intermedie e “città di cintura” – sia da paese a paese. L'esplosione dei prezzi dei terreni in Florida nel 1925 poté essere tranquillamente ignorata dal momento che si verificava in un'area isolata e molto ristretta. Mezzo secolo dopo, i mercati dei mutui residenziali erano stati integrati a livello nazionale, e in una certa misura a quello internazionale, dalla cartolarizzazione. Un primo passo fu l'intervento delle casse di risparmio occidentali nello spazio pubblicitario della stampa di New York allo scopo di attirare i risparmi offrendo tassi d'interesse più alti di quelli

³⁵ Kindleberger 1986, figura A6, pp. 109-11; BIS 1991, p. 99 e 1993, p. 156.

³⁶ Kindleberger 1991.

³⁷ BIS 1986 and *Annual Report* 1992, p. 169 e 1994, p. 18.

ottenibili nell'Est. La cartolarizzazione dei mutui ipotecari ha elevato l'integrazione nazionale a nuovi livelli. Tuttavia resta la confusione. George Akerlof e Paul Romer notano che l'economia di Houston, nel Texas, basata sul petrolio, registrò un picco nella costruzione di edifici da adibire a uffici in anticipo rispetto a Dallas/Fort Worth, ma non capiscono come mai la costruzione di edifici con tale destinazione sia continuata in queste ultime due città (praticamente unite fra loro) per molti anni anche dopo che il tasso di inoccupazione ebbe raggiunto il 20 e il 30%.³⁸

Forti connessioni sono visibili anche tra i prezzi delle azioni e quelli dei beni immobili. I successi della speculazione sul mercato azionario incoraggiano quella sul mercato immobiliare, sia tra gli aspiranti speculatori, sia tra i loro finanziatori. Le banche giapponesi tradizionalmente concedevano prestiti con garanzia costituita da terreni. Quando i loro ampi prestiti a detentori di azioni divennero più liquidi a causa dell'aumento dell'indice Nikkei, ciò rafforzò la disponibilità delle banche a concedere prestiti alle società finanziarie specializzate in mutui. Questo legame tra i mercati in gran parte probabilmente dipende meno dai flussi finanziari e dalla riduzione delle restrizioni al credito che dalla psicologia dello speculatore. Un'occhiata ai diagrammi nazionali nel *BIS Economic Study*³⁹ e le tabelle riportate nella relazione annuale della BRI del 1993⁴⁰ mostrano una significativa covarianza fra i tre mercati. Anche i dati storici riportati dal Governatore Strong e dal *Trattato sulla moneta* di Keynes indicano che mentre a volte i prezzi delle attività si muovono in modo diverso dal livello dei prezzi dei prodotti, ponendo un dilemma per la politica economica, i prezzi delle attività immobiliari e delle azioni tendono a crescere o a diminuire più o meno simultaneamente.

Scrivendo riguardo al mercato immobiliare di Chicago sessant'anni fa, Homer Hoyt (1933) osservava che i cicli delle costruzioni erano correlati con il mercato azionario, ma a volte si comportavano in modo diverso durante la fase discendente rispetto a quella ascendente. Quando il mercato azionario sperimentò il crollo, gli speculatori immobiliari erano inclini a congratularsi con loro stessi per il fatto di possedere

³⁸ Akerlof e Romer 1993, pp. 30-40.

³⁹ *BIS Economic Study* 1994, pp. 72-74.

⁴⁰ *BIS Annual Report* 1993, p. 161.

attività fisiche e non semplice carta, e per il fatto di finanziarsi attraverso credito a medio termine e non con prestiti la cui restituzione poteva essere richiesta ogni giorno. La loro soddisfazione, tuttavia, fu di breve durata. Mentre il riassetto del mercato azionario fu relativamente rapido, un fatto di mesi o al massimo di un anno, quello del mercato immobiliare procedette lentamente. Gli acquirenti di immobili si misero da parte, aspettando una riduzione dei prezzi. Nel frattempo tasse e tassi d'interesse rimasero elevati. Posizioni in immobili finanziate da debito furono gradualmente rovinare dalla deflazione.⁴¹ Fallirono prima gli speculatori e poi le loro banche. Un processo del genere si sta verificando attualmente in Giappone, dove il mercato azionario, dopo essere crollato da quota 39.000 a 15.000, si è più o meno stabilizzato intorno a quota 20.000, ma l'impatto sulle banche e sulle compagnie d'assicurazione si sente ancora.⁴² In Giappone, poi, sussiste un'altra interrelazione tra il mercato immobiliare e quello azionario, dal momento che alcune grandi compagnie possedevano (e a volte vendevano) vasti terreni.

Il crollo del mercato azionario di New York nel 1987 differì in effetti da quello del 1929 non per quel che riguarda i prezzi degli immobili, ma per l'assenza di un qualsiasi effetto drastico sui prezzi dei beni di consumo. Nel 1929 le banche di New York si trovarono a dover affrontare seri problemi di liquidità per i prestiti agli agenti di Borsa, e attuarono un certo razionamento del credito specialmente verso gli operatori in materie prime che necessitavano di prestiti per acquistare prodotti primari importati via mare a New York e venduti alla consegna. Nel 1987 gli stessi beni normalmente venivano acquistati all'estero. Senza disponibilità di credito, nel 1929 gli operatori non poterono effettuare i loro soliti acquisti, e il prezzo delle materie prime importate scese di oltre il 10% nelle settimane di dicembre, diffondendo la depressione anche all'estero attraverso la deflazione del debito e un moltiplicatore del commercio estero negativo.⁴³ Inoltre nel 1987 Alan Greenspan, del Federal Reserve Board, e Gerald Corrigan, della Federal

⁴¹ Hoyt 1933, capitolo XN.

⁴² "Bank rescued in Japan is sign of deeper woes", *New York Times*, October 13, 1994, p. D2.

⁴³ Kindleberger 1986, pp. 112-16.

Reserve Bank di New York, si affrettarono a rendere disponibile alle banche di New York ampia liquidità, impedendo così una crisi generale. Il collegamento con il mercato immobiliare fu avvertito dalle casse di risparmio più profondamente che dalle banche commerciali, ma nel modo descritto da Hoyt quasi mezzo secolo prima.

Borio e i suoi colleghi cercano di determinare la misura in cui le variazioni dei prezzi delle attività finanziarie sono un indicatore guida per i cambiamenti dei prezzi in generale.⁴⁴ A priori, affermano, la risposta non è chiara. I prezzi delle attività finanziarie dipendono dal reddito atteso che esse producono. Ma il concetto di “reddito” inteso in questo senso è anch’esso ambiguo. Può infatti includere rendite, interessi e dividendi ma può anche essere costituito in parte, e talvolta per intero, dai guadagni in conto capitale. Gli autori effettuano numerosi test econometrici e concludono che mentre il comportamento dei prezzi delle attività finanziarie può contenere in molti casi utili informazioni, non è stato così per il Giappone. Più semplicemente, ci si potrebbe aspettare che i prezzi dei prodotti e quelli delle attività finanziarie si muovano insieme in un’economia dominata dalle variazioni monetarie, ma se l’inflazione avesse una forte componente di aumento dei salari, il livello generale dei prezzi potrebbe salire mentre i profitti e quindi i prezzi delle azioni scenderebbero. Inoltre, sono possibili semplici bolle alimentate dall’allargamento delle condizioni del credito, un’espansione dell’offerta di moneta, o da condizioni psicologiche “di gregge”, le conseguenze delle quali possono non giungere nel breve periodo fino al livello generale dei prezzi (dei prodotti). In Svezia tra il 1985 e il 1989 i prezzi delle azioni triplicarono – l’indice aggregato BRI delle attività finanziarie quasi raddoppiò – mentre l’indice dei prezzi dell’“offerta interna” crebbe soltanto del 13% (International Monetary Fund 1992). La Banca del Giappone nel 1986 e nel 1987 procedette con fiducia a ridurre il tasso di sconto, come suggerito dal Federal Reserve System,⁴⁵ riducendo così il livello generale dei tassi d’interesse, nonostante il fatto che i prezzi delle azioni stessero crescendo dal 200 al 500% rispetto al livello del 1985, e lo

⁴⁴ Borio *et al.* 1994, pp. 60 segg.

⁴⁵ Volcker e Gyohten 1992, pp. 271 segg. e cronologia, p. 357.

fece soprattutto perché concentrava la sua attenzione sui prezzi all'ingrosso e su quelli al consumo. I prezzi al consumo si mossero verso l'alto soltanto lievemente passando da 100 nel 1985 a 101,4 nel 1988, mentre i prezzi all'ingrosso nello stesso periodo scesero da 100 a 91,8.⁴⁶

Con i prezzi dei prodotti, al consumo o all'ingrosso, che si muovono in un verso e i prezzi delle attività finanziarie nell'altro, le autorità monetarie che hanno a disposizione soltanto una freccia nel loro arco si trovano senz'altro in imbarazzo. Il dilemma relativo al conflitto tra obiettivi domestici e obiettivi esterni di una banca centrale è ben noto, e ha dato origine in letteratura al "problema dell'assegnazione".⁴⁷ Una soluzione teorica al problema è quella di utilizzare la politica monetaria per gli obiettivi internazionali e la politica fiscale per quelli interni. Questo è un ideale, tuttavia, dal momento che mentre la politica monetaria può essere messa in atto rapidamente da una banca centrale autonoma o quasi autonoma, le variazioni nella spesa pubblica e l'imposizione di tasse passano attraverso un lungo processo legislativo. Se però queste ultime misure vengono avviate quando il problema viene percepito per la prima volta, i cambiamenti fiscali desiderati molto probabilmente si faranno sentire soltanto dopo che il problema è scomparso. Di conseguenza, la soluzione teorica più comune è quella di utilizzare la politica monetaria per gli obiettivi interni e dimenticare gli obiettivi internazionali, o sperare che a essi si possa far fronte attraverso la flessibilità dei tassi di cambio. In quest'ultimo caso, tuttavia, vi è un'altra difficoltà, dal momento che i movimenti di capitale possono reagire alla politica monetaria interna, controbilanciandola almeno in parte, e complicare le cose sul fronte internazionale.

I margini di copertura richiesti per le operazioni su titoli, come abbiamo già sottolineato, possono essere serviti come variabile strumentale, ma hanno perso molta della loro forza a causa dello sviluppo dei mercati dei *futures* e delle opzioni su titoli azionari. Nell'intervista all'*Audacity*, Paul Volker sottolineava:

⁴⁶ Keizai Koho Center 1994, pp. 70 e 72.

⁴⁷ Mundell e Swoboda eds. 1969, in particolare l'articolo di Egon Sohmen e i commenti di R.N. Cooper.

“Nel 1986 qualcuno ricordò che la Federal Reserve ha autorità sull'imposizione dei margini di copertura e sugli acquisti di titoli azionari, e si lamentò con noi: “Guardate, qualcuno sta per comprare la nostra azienda. Ha molta leva finanziaria, e stanno progettando di utilizzare le azioni che compreranno come collaterale per il reperimento di fondi. Questo è contro la legge. Dovete considerare il problema”.

Ebbene, lo abbiamo fatto, nonostante i requisiti in termini di margini di copertura fossero strutturati appositamente per inibire un'eccessiva speculazione sul mercato, non acquisizioni societarie [...] qualsiasi cosa noi avessimo deciso, non avrebbe fatto molta differenza. Se avessimo detto che ciò violava i requisiti in termini di margini, gli speculatori avrebbero trovato qualche altro modo di finanziarsi senza assicurare direttamente i prestiti con quelle azioni [...] forse non siamo stati coraggiosi come avremmo dovuto. Non importava quello che avremmo deciso, poiché il mercato avrebbe potuto aggirare l'ostacolo”.⁴⁸

A partire dalla seconda guerra mondiale molti paesi, specialmente il Regno Unito, gli Stati Uniti e i paesi scandinavi, hanno cercato di ideare misure di politica monetaria che andassero oltre il semplice controllo dell'offerta di moneta e dei tassi d'interesse. Una di tali misure fu la limitazione dell'ammontare globale di credito nel sistema bancario. Una misura di ordine internazionale fu quella di stabilire uno standard pari all'8% per il rapporto tra capitale bancario e passività, sul quale si accordarono le banche centrali riunite presso la Bri. Anche la nota “persuasione morale” è stata sperimentata, attraverso avvertimenti sul fatto che il sistema si stava muovendo esageratamente in una certa direzione. Il Fondo Monetario Internazionale avvertì i funzionari delle banche, e ripeté l'ammonimento in dichiarazioni effettuate durante la sua Assemblea Annuale del 1976, che la concessione di prestiti ai paesi in via di sviluppo stava conducendo a una crisi del debito. L'anno successivo Arthur Burns propose che le banche fornissero informazioni standardizzate sul debito dei paesi in via di sviluppo e sulla parte che in tale debito era rappresentata da prestiti bancari. L'avvertimento del Fmi fu ignorato sia dalle banche centrali, sia da quelle private; queste ultime si opposero alla proposta di Burns quando fu discussa presso la Bri.⁴⁹

⁴⁸ Smoler 1994, p. 10.

⁴⁹ James 1994, p. 447.

Difendendo le aspettative razionali, una volta Harry Johnson suggerì che se una banca centrale o un'agenzia governativa erano a conoscenza di qualcosa che il mercato non sapeva, esse avrebbero dovuto pubblicizzarlo.⁵⁰ Come molti altri economisti, tuttavia, egli respingeva la "persuasione morale" considerandola una completa perdita di tempo. Il caso classico è quello del discorso di Paul M. Warburg nel febbraio 1929, nel quale si affermava che il mercato di New York era salito troppo, una dichiarazione che interruppe l'ascesa del mercato soltanto per pochi giorni.

In Gran Bretagna e in Scandinavia, i limiti al credito che le banche individuali potevano concedere furono giudicati inefficaci come misure di controllo monetario. Il forte aumento dei prezzi delle attività finanziarie in Svezia, Norvegia e Finlandia avvenne, tuttavia, quando tali controlli vennero rimossi in un'ondata di deregolamentazione.

Regolamentazione e deregolamentazione sono un vecchio argomento di discussione. Il problema tornò alla ribalta dopo la seconda guerra mondiale, soprattutto attraverso la pubblicazione di libri sulla repressione finanziaria e sulla necessità di un maggior spessore del sistema finanziario, ad opera di Ronald McKinnon e Edward Shaw, rispettivamente, basati sullo studio dell'attività bancaria nella Corea del Sud. Il governo sudcoreano rimosse un gran numero di regole bancarie che favorivano particolari prenditori, grandi compagnie, esportatori e lo stesso governo, soltanto per veder seguire alla deregolamentazione un'esplosione dei prestiti e una crisi finanziaria.⁵¹ La reazione di McKinnon alla crisi della Corea del Sud e a simili esplosioni inflazionistiche che seguirono la deregolamentazione in Cile e in altri paesi del Sud America non fu quella di pensare che la deregolamentazione fosse un errore, ma che fosse importante effettuarla nella giusta sequenza.⁵² Problemi analoghi si realizzarono nel passaggio delle economie dell'Est europeo e degli ex territori dell'Unione Sovietica dal sistema socialista a quello di mercato. Alcuni credono nell'efficacia di eliminare i controlli tutti in una volta, altri nella necessità di fare uno o

⁵⁰ Riferimento smarrito.

⁵¹ McKinnon 1973; Shaw 1973.

⁵² McKinnon 1994.

pochi passi alla volta per consentire al mercato di aggiustarsi alle nuove condizioni. Una posizione più estrema prende la forma del *free banking*, nel quale le banche non sono regolamentate in alcun modo e anche le banche centrali vengono abolite e a volte sostituite con una sola regola inderogabile secondo la quale la base monetaria aumenta ogni anno di una certa percentuale fissa.⁵³

La maggioranza degli economisti, tuttavia, è disposta a fare affidamento sulla politica monetaria, con la regola generale che essa dovrebbe essere diretta a garantire la stabilità del “livello generale dei prezzi”, comunque definito, ma senza includere i prezzi delle attività finanziarie.

IV

Strong, Keynes e Volcker hanno indubbiamente ragione quando dicono che è difficile o quasi impossibile inventare un'unica semplice regola addizionale per frenare l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie, senza correre il rischio non trascurabile di danneggiare i livelli di produzione e l'occupazione. Ma i dilemmi e le scelte sono elementi fondamentali dell'attività di governo. Una simile situazione di difficoltà di scelta si è verificata nel 1994 ed è stata svelata alla conferenza della Federal Reserve Bank di Kansas City al Jackson Role, riportata dalla stampa, quando Alan Greenspan, il presidente del Federal Reserve Board, auspicò una politica monetaria più restrittiva per respingere l'inflazione, mentre Alan Blinder, il vice presidente, si preoccupava che tassi d'interesse più elevati potessero andare contro l'obiettivo della piena occupazione. Abbiamo già menzionato più volte l'antico dilemma tra obiettivi interni e internazionali. Ve ne sono ancora molti altri: quello tra l'azione delle banche centrali come prestatori di ultima istanza e il “rischio morale”, come nelle assicurazioni, relativamente al fatto che la protezione dal disastro aumenta la probabilità che lo stesso si verifichi, dal momento che coloro che vengono protetti si comportano con minore cautela; tra la piena trasparenza delle informazioni, richiesta in una democrazia per evitare il predominio di una

⁵³ Ad esempio Selgin 1986.

banca centrale che favorisca gli *insiders*, e il segreto che serve a non allarmare il pubblico riguardo alla solidità del sistema;⁵⁴ tra la regolamentazione e la disciplina imposta dal mercato;⁵⁵ per una singola banca, tra cancellare i prestiti problematici e risolvere i problemi; ecc.

Al di là dell'attività bancaria, esistono molti altri dilemmi politici e questioni analitiche: ad esempio, se sia più efficiente, per un paese, per un mercato o per un'impresa, essere pluralisti, con iniziativa e creatività diffuse in molte delle proprie parti componenti, o più centralizzati e disciplinati. La difficoltà fondamentale qui è il fatto che un sistema decentralizzato risulta più efficiente in periodi di stabilità, mentre una direzione centrale è necessaria per organizzare coerentemente gli sforzi di recupero. Purtroppo, il passaggio continuo dall'uno all'altro sistema non appena cambiano le condizioni esterne è quasi impossibile a causa dell'inflessibilità delle istituzioni, nonostante il teorema di Coase dica il contrario. Su una nave, il comandante può rimanere sotto coperta quando la navigazione è tranquilla, ma deve tornare in coperta o sul ponte e assumere il comando durante la tempesta o quando si attraversano tratti

⁵⁴ Per una discussione sull'importanza della diffusione delle informazioni finanziarie negli Stati Uniti, si vedano Smith e Sylla 1993. Una visione in qualche modo fastidiosa dal punto di vista etico è l'idea che l'*insider trading* serva a uno scopo utile nella misura in cui diffonde l'informazione. Sul prestito segreto di ultima istanza, si tenga conto dell'azione di salvataggio effettuata dalla Banca d'Inghilterra nel gennaio 1929 in aiuto della William Deacons Bank, quando una serie di condizioni esigevano la non trasparenza, o di quando la Banca d'Italia si impegnò nel salvataggio del Credito Italiano e della Banca Commerciale Italiana, insieme ad altre banche, all'inizio del 1930, in profonda segretezza (Kindleberger 1986, p. 102n; Kindleberger 1993, p. 360). Un emendamento democratico nel corso dell'aggiornamento della legislazione sulla Reconstruction Finance Corporation, nel luglio 1932, che richiedeva che si pubblicizzassero i nomi delle banche debtrici, effettivamente precluse quella possibilità alle banche in crisi, dal momento che sarebbero state pubblicizzate le loro difficili condizioni (Kindleberger 1986, p. 195).

⁵⁵ In un discorso all'American Finance Association, James van Home ammise che alcune innovazioni finanziarie conducevano a un eccesso, poiché guidate dall'istinto del gregge, ma si oppose alla regolamentazione della SEC o del Financial Accounting Standards Board (FASB) affermando che la disciplina finale deve venire dal mercato. La scelta tra regolamentazione e mercato può dipendere dagli aspetti culturali di una società. Gli armatori norvegesi si erano autoregolamentati per evitare rischi ai marinai su vascelli non affidabili, mentre gli armatori britannici non lo avevano fatto, cosicché infine, dopo investigazioni parlamentari, vennero regolamentati dal Board of Trade (Kindleberger 1992, pp. 34-40).

difficili. Qualsiasi regola che stabilisse che egli debba trovarsi sempre in uno o nell'altro luogo sarebbe sbagliata.

Molti economisti, forse la maggior parte di essi, credono nelle regole, e specialmente in regole da adottare nella politica macroeconomica. Ignorare il mercato delle attività finanziarie è una di tali regole. Progettare la politica economica allo scopo di perseguire esclusivamente obiettivi interni è un'altra. Quando i prezzi delle attività finanziarie e quelli dei prodotti sono stabili o si muovono nella stessa direzione, oppure quando gli obiettivi interni e quelli internazionali richiedono la stessa risposta politica, eventualità che entrambe si verificano molto spesso, queste regole sono tollerabili. Quando la speculazione minaccia un sostanziale aumento dei prezzi delle attività finanziarie, rendendo possibile un collasso dei mercati finanziari e danni all'intero sistema finanziario, o se le condizioni interne necessitano di certe misure di politica economica e gli obiettivi internazionali di altre, le autorità monetarie affrontano un dilemma che richiede giudizio, e non un ricettario di regole del gioco.

Questa conclusione può essere spiacevole. A mio avviso è realistica.

BIBLIOGRAFIA

- AKERLOF GEORGE A., ROMER PAUL M. (1993), "Looting: the economic underworld of bankruptcy for profit", *Brookings Papers on Economic Activity*, reprinted in National Bureau of Economic Research, Reprint no. 1868, pp. 1-73.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1986), *Recent Innovations in International Banking*, prepared by a Study Group, Sam Y. Cross, Federal Reserve Bank of New York, Chairman, established by the Central Banks of the Group of Ten Countries, Basle.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1991), *Annual Report*, Basle.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1992), *Annual Report*, Basle.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1993), *Annual Report*, Basle.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1994), *Annual Report*, Basle.
- BORIO C.E.V., KENNEDY N., PROWSE S.D. (1994), "Exploring aggregate price fluctuations across countries: measurement, determinants and monetary policy implications", *BIS Economic Papers*, no. 40, April, pp. 1-101.
- CAMPBELL JOHN Y. (1994a), "Asset pricing", *NBER Reporter*, Program Report, Spring, pp. 1-4.
- CAMPBELL JOHN Y. (1994b), "The New Palgrave Dictionary of Money and Finance", *Journal of Economic Literature*, 32 (2), pp. 667-73.

- CAMPBELL JOHN Y. (1994c), "What moves the stock market?", *NBER Reporter*, Research Summaries, Fall, pp. 8-10.
- CASE K.E., SHILLER R. (1986), "The behavior of home buyers in boom and post-boom markets", *New England Economic Review*, November-December, pp. 29-46.
- CHANDLER L.V. (1956), *Benjamin Strong, Central Banker*, Brookings Institution, Washington. *The Economist* (1994), vol. 332, no. 7877, August 20.
- FRIEDMAN M., JACOBSON SCHWARTZ A. (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (1992), *International Financial Statistics*, Washington.
- HOYT H. (1933), *One Hundred Years of Land Values in Chicago: The Relationship of the Growth of Chicago to the Rise of Its Land Values, 1830-1933*, University of Chicago Press, Chicago.
- JAMES B. (1994), "International monetary cooperation since Bretton Woods", draft manuscript, October.
- KEITZAI KOHO CENTER (1994), *Japan, 1994: An International Comparison*, Tokyo.
- KEYNES J.M. (1930), *A Treatise on Money*, 2 vols., Harcourt, Brace, New York.
- KEYNES J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt, Brace, New York.
- KINDLEBERGER C.P. (1986), *The World in Depression, 1929-1939*, revised edition, University of California Press, Berkeley.
- KINDLEBERGER C.P. (1989), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 2nd edition, Basic Books, New York.
- KINDLEBERGER C.P. (1991), "International (and interregional) aspects of financial crises", in Martin Feldstein ed., *The Risk of Economic Crisis*, pp. 128-32, University of Chicago Press, Chicago.
- KINDLEBERGER C.P. (1992), *Mariners and Markets*, Harvester/Wheatsheaf, New York.
- KINDLEBERGER C.P. (1993), *A Financial History of Western Europe*, 2nd edition, Oxford University Press, New York.
- KORTY RESEARCH (1994), *Investment Direction*, October.
- MCKINNON R.L. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington.
- MCKINNON R.L. (1994), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, 2nd edition, Johns Hopkins Press, Baltimore.
- MUNDELL R.A., SWOBODA A.K. eds. (1969), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago.
- NBER, *Reporter*, various issues, Cambridge, Mass.
- REED M.C. (1975), *Investment in Railways in Britain: A Study in the Development of the Capital Market*, Oxford University Press, London.
- SELGIN G. (1986), *The Theory of Free Banking*, Rowan and Littlefield, Totowa.
- SHAW EDWARD S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- SMITH G.D., SYLLA R. (1993), "The transformation of financial capitalism: an essay on the history of American capital markets", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 2 (2), pp. 1-62.
- SMOLER F. (1994), "A view from the Fed: an interview with Paul A. Volcker", *Audacity*, 3 (1), Fall, pp. 6-15.

- SUMMERS LAWRENCE H. (1985), "On economics and finance", *Journal of Finance*, 11 (3), July, pp. 633-65.
- TINBERGEN J. (1965), *On the Theory of Economic Policy*, 2nd edition, North Holland, Amsterdam.
- VAN HORNE J.C. (1985), "Financial innovation and excesses", *Journal of Finance*, 11 (3), July, pp. 621-31.
- VOLCKER P.A., GYOHTEN T. (1992), *Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership*, Times Books, New York.