

Università degli Studi di Torino

Facoltà di Scienze Politiche

TESI DI LAUREA

L'EVOLUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DEGLI STATI UNITI DURANTE LA PRESIDENZA REAGAN

Relatore: Prof. Roberto PANIZZA

Candidato: XXXXXXXXXX

Anno Accademico '87/'88

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 1
CAP. I: LA STRUTTURA DEL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO E I CONTROLLI PUBBLICI	" 9
1.1 Struttura ed evoluzione del sistema bancario e finanziario	" 10
1.2 La nascita ed i poteri delle agenzie regolatorie federali e il dual banking	" 49
CAP. 2: STRUMENTI E SOGGETTI DELLA POLITICA MONETARIA	" 64
2.1 Il Federal Reserve System	" 65
2.2 Modalità di realizzazione della politica monetaria	" 83
1) Gli strumenti della politica monetaria	" 89
2) Le procedure operative	" 96
CAP. 3: L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA ECONOMICO AMERICANO	" 119
3.1 Le tendenze di fondo del sistema economico statunitense dal secondo dopoguerra fino alla fine degli anni '70	" 120

3.2 Caratteristiche della ripresa della seconda metà degli anni '70	" 139
3.3 Le difficoltà dell'economia americana durante l'esperimento monetarista	" 166
3.4 Gli equilibri della ripresa degli anni '80	" 195
CAP. 4: IL CONTROLLO DEGLI AGGREGATI E LA P. M. PRIMA DELL'ESPERIMENTO MONETARISTA	pag. 248
4.1 Premesse: il controllo degli aggregati monetari	" 249
- Problemi del controllo monetario dal 1975 al 1977	" 262
- La differente enfasi assegnata al controllo degli aggregati monetari nell'ultimo decennio	" 266
4.2 La politica monetaria prima dell'esperimento monetarista	" 271
- Le ragioni della svolta di politica monetaria dell'ottobre 1979	" 294
CAP. 5: L'ESPERIMENTO MONETARISTA: LA POLITICA MONETARIA DAL 1980 AL 1982	" 300
- Valutazione della politica monetaria dall'ottobre '79 all'ottobre 1982	" 349
CAP. 6: LA MAGGIORE FLESSIBILITÀ DELLA POLITICA MONETARIA DOPO L'ESPERIMENTO MONETARISTA (1983-87)	" 378
- Valutazione della politica monetaria dal 1983 al 1987	" 425
CONCLUSIONE	" 459
BIBLIOGRAFIA	" 482

INTRODUZIONE

Nella prima parte della tesi, di carattere istituzionale, si è cercato di evidenziare le grossissime modificazioni subite dal sistema bancario e finanziario americano a seguito dei processi di innovazione finanziaria e di deregolamentazione che lo hanno investito. Ne è risultato un sistema caratterizzato da una minor specializzazione funzionale e territoriale; la stessa deregolamentazione dei depositi, eliminando i tetti imposti dalla Regulation Q al pagamento dei tassi di interesse sui depositi presso le banche commerciali e le thrift institutions, ed eliminando anche gli usury ceilings, ha anch'essa accresciuto il peso dell'intermediazione creditizia rispetto al ruolo predominante svolto tradizionalmente negli S.U. dal mercato dei capitali. È aumentata sia la concorrenza tra le istituzioni di deposito che il grado di concentrazione, e soprattutto è aumentata la loro capacità di reperire fondi anche in presenza di forti innalzamenti dei tassi di interesse (nominali e reali). Ne sono derivate fondamentali implicazioni per i canali di trasmissione della politica monetaria e per la stessa capacità, da parte della Federal Reserve, di controllare gli aggregati monetari, particolarmente durante il c.d. esperimento monetarista. Ne sono derivati anche importanti effetti sulla stabilità del sistema bancario, con un aumento delle difficoltà incontrate da molte istituzioni di deposito. Si rivelano a tale proposito i limiti di una regolazione molto articolata e per molti versi frammentaria, caratterizzata ancora dal c.d. dual banking, vale a dire col potere di controllo delle autorità centrali ancora fortemente condizionato dalle autorità locali, il che risulta assai evidente dalle stesse modalità di costituzione dei principali organi federali di controllo.

La stessa struttura della Federal Reserve, sebbene essa sia stata ricostituita negli anni trenta sulle basi di una maggiore centralizzazione, rivela l'importanza riconosciuta agli interessi di carattere regionale attraverso la partecipazione al Fomc (sebbene in minoranza) di 5 dei 12 presidenti delle Federal Reserve Banks (anche l'adesione, da parte delle istituzioni di deposito, al Federal Reserve System, non è obbligatoria). Mentre l'organo che detiene maggior potere nell'ambito della Fed. Res. è il Board of Governors, quello che prende le decisioni relative alle operazioni di mercato aperto è il Fomc. Le operazioni di mercato aperto costituiscono di gran lunga il principale strumento a disposizione della Federal Reserve, sia per l'esistenza negli S.U. di un amplissimo mercato interbancario (il mercato dei fondi federali) che per la flessibilità e la semplicità proprie dell'uso di questo strumento.

L'utilizzazione delle operazioni di mercato aperto è avvenuta in maniera e con finalità molto diverse in occasione delle tre procedure operative adottate nell'ultimo decennio. Esse, corrispondenti a diversi obiettivi e principi ispiratori della politica monetaria, hanno sempre avuto almeno ufficialmente, come obiettivo intermedio, l'ottenimento di tassi di crescita degli aggregati monetari all'interno delle bande-obiettivo prefissate. Diversa è stata però l'enfasi assegnata al raggiungimento degli obiettivi intermedi, così come diverso è stato il peso assegnato ora all'uno ora all'altro aggregato monetario.

Fino all'ottobre 1979 la variabile strumentale è stata costituita dal tasso sui fondi federali; ad esso è stata però consentita un'oscillazione entro una banda molto ristretta, permettendo agli aggregati monetari di crescere oltre i limiti prestabiliti; erano cioè i tassi di interesse a breve termine (il cui andamento è strettamente collegato a quello del tasso sui fondi federali) che assurgevano a vero obiettivo intermedio della politica monetaria. Alla fine degli anni '70 obiettivi ultimi della politica monetaria sono diventati sempre più la lotta all'inflazione e la necessità di rafforzare il dollaro (v. gli interventi del novembre 1978). Però, nonostante i già forti aumenti dei tassi di interesse nominali, la politica monetaria perse credibilità, sia per il continuo incremento del tasso d'inflazione che per la debolezza del dollaro, e per la crescita monetaria superiore ai limiti massimi consentiti. Malgrado il forte aumento dei tassi di interesse nominali, la politica monetaria restrittiva tardava a far sentire i suoi effetti, sia perché, una volta tenuto conto delle forti aspettative inflazionistiche, i tassi di interesse reali risultavano vicini allo

zero se non negativi, e l'innovazione finanziaria e la deregolamentazione permettevano alle istituzioni di deposito di continuare ad intermediare notevoli quantità di fondi anche con tassi di interesse superiori a quelli permessi dalla Regulation Q.

La Federal Reserve è riuscita, con la svolta dell'ottobre 1979, a recuperare credibilità nella sua determinazione a lottare contro l'inflazione e le crescenti aspettative inflazionistiche. Il successo nella lotta contro l'inflazione è stato però contrassegnato da una forte recessione, per gli elevatissimi tassi di interesse (nominali e reali) a cui hanno portato una politica monetaria molto restrittiva associata ad un deficit federale in forte aumento (sia per i tagli d'imposte e l'aumento delle spese per la difesa decisi dall'amministrazione Reagan che per l'andamento dell'economia). Il tentativo di controllare strettamente gli aggregati monetari (attraverso la nuova procedura operativa adottata nell'ottobre del 1979 che poneva come variabile strumentale il controllo delle nonborrowed reserves) si è rivelato invece fallimentare; soprattutto per gli effetti dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione, ma anche a seguito delle nuove tecniche di cash management, la loro velocità di circolazione ha incominciato a variare fortemente ed imprevedibilmente (soprattutto per quanto riguarda M1), rendendo impossibile interpretarne e controllarne il loro andamento. Proprio quando la Federal Reserve ha puntato a controllare più da vicino l'andamento degli aggregati monetari la loro domanda è diventata profondamente instabile; la Federal Reserve ha tentato di ridefinire gli aggregati monetari per tener conto degli effetti dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione, ma sempre più le componenti di M1 potevano essere domandate non solo a scopo di transazione ma anche a scopo di investimento, così come aumentava la sostituibilità tra le componenti di diversi aggregati.

È diminuita così considerevolmente l'enfasi assegnata agli aggregati monetari come obiettivo intermedio della politica monetaria. La procedura operativa adottata a partire dall'ottobre 1982, emblematica al riguardo, ha permesso una maggiore flessibilità nell'attuazione della politica monetaria. In effetti, la ripresa iniziata a partire dall'83 si è presentata assieme a gravi squilibri, primi fra tutti quello del deficit federale e quello della bilancia commerciale, di cui la Federal Reserve ha dovuto tener conto nel prendere le decisioni di politica monetaria. Oltre ad avere come obiettivi finali quelli di una ripresa sostenuta senza un ritorno dell'inflazione, essa ha dovuto tenere conto degli squilibri suddetti, a cui risulta strettamente legato il problema del dollaro, ed anche dell'elevato grado di indebitamento del settore privato. Ne è derivato un maggior ruolo svolto dai tassi di interesse nel trasmettere gli effetti della politica monetaria.

La reaganomics, che mirava a contrastare il declino storico degli S.U. come potenza economicamente ma anche politicamente egemone a livello mondiale, è riuscita, attraverso la forza espansiva del deficit del bilancio federale, a produrre una forte ripresa negli S.U. Ma vi sono state gravi conseguenze negative, legate al fortissimo afflusso di capitali dall'estero necessari per finanziare tale gigantesco deficit federale (col conseguente notevolissimo apprezzamento del dollaro), attirati dagli alti tassi di interesse frutto dell'insufficienza del risparmio interno americano (storicamente più basso rispetto a quello degli altri paesi industrializzati). Mentre inizialmente il fortissimo apprezzamento del dollaro ha permesso di contenere le spinte inflazionistiche, esso ha poi prodotto gravi conseguenze negative, legate alla perdita di competitività dei prodotti americani. La Federal Reserve ha così cercato di favorire una discesa controllata del dollaro, attraverso l'auspicata coordinazione delle politiche monetarie dei principali paesi industrializzati. È comunque emerso in maniera sempre più evidente che, vista la perdita della posizione egemonica degli S.U., la soluzione dei grossi squilibri americani (a cui corrispondono specularmente quelli del resto del mondo) non può passare che attraverso una collaborazione che coinvolga il numero più ampio di paesi.

CAP. I: LA STRUTTURA DEL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO E I CONTROLLI PUBBLICI.

1.1 STRUTTURA ED EVOLUZIONE DEL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO

1) Caratteristiche del sistema bancario e finanziario prima del recente processo di innovazione finanziaria e deregulation.

Il sistema finanziario statunitense è stato tradizionalmente caratterizzato dalla predominanza del ruolo svolto dal mercato dei capitali rispetto all'intermediazione creditizia. Soprattutto dopo la crisi del '29, ma anche in precedenza, esso è stato sottoposto ad una regolamentazione che ha comportato un'eccessiva specializzazione funzionale ed una rigida limitazione dell'espansione territoriale. Se vi si aggiunge la complessità della struttura regolatoria a cui era sottoposto, caratterizzata dal sovrapporsi di agenzie regolatorie federali e statali, ne è derivato un minor grado di intermediazione bancaria rispetto ad altri paesi (quelli europei in generale e l'Italia in particolare). Il recente processo di innovazione finanziaria e deregolamentazione ha aumentato il ruolo dell'intermediazione bancaria ridimensionando quello del mercato dei capitali; questi sviluppi hanno avuto importantissime implicazioni per la politica monetaria modificandone, come verrà evidenziato, i canali di trasmissione, e complicando notevolmente il controllo degli aggregati monetari.

Tra le principali caratteristiche che rendevano il sistema bancario americano significativamente diverso da quello italiano, differenze che i processi di innovazione finanziaria e deregolamentazione hanno sensibilmente ridotto, vi era innanzitutto l'esistenza di più rigide segmentazioni geografiche e funzionali. Basti pensare alle forti limitazioni all'apertura di sportelli sia nell'ambito del territorio di ogni stato sia a livello nazionale (già nel 1927 il Mc Fadden Act cercò di regolare l'espansione territoriale delle grandi banche, in particolare delle national banks) frutto dell'avversione, molto sentita negli Usa, nei confronti di qualsiasi forma di monopolio. Per quanto riguarda l'elevata specializzazione funzionale, essa va ricondotta al Glass-Steagall Banking Act del 1933 il cui scopo, assieme al conferimento di maggiore potere alla Federal Reserve, era quello di evitare la ricostituzione di quelle grandi aziende bancarie che, agendo secondo il modello funzionale di banca universale, avevano fortemente contribuito all'instabilità del sistema bancario poi sfociata nella crisi del 1929. Si stabilì così una grande distinzione funzionale tra commercial banks e investment banks. Solo per le prime si poteva parlare di attività bancaria vera e propria, con raccolta di depositi a domanda su cui si potevano emettere assegni e concessione di prestiti a breve termine alle imprese. Le investment banks si occupavano di sottoscrivere e collocare titoli di imprese private sul mercato dei capitali ed erano autorizzate a concedere crediti a medio-lungo termine; non potevano raccogliere direttamente risparmio dal pubblico, ricorrendo invece al mercato interbancario e all'emissione di certificati di deposito. L'altra grande distinzione che venne stabilita fu quella tra commercial banks e thrift institutions (istituzioni di risparmio); quest'ultime, che si distinguono a loro volta in mutual saving banks, saving and loan associations (S&Ls), e credit unions, si occupavano della raccolta di risparmio dalle comunità locali, soprattutto tramite depositi vincolati (le credit unions raccolgono il risparmio dei lavoratori di un'impresa, un'istituzione o un'industria determinata) e di concedere crediti per l'edilizia, per l'acquisto di beni di consumo durevole e per il consumo in generale (le credit unions prestano soprattutto ai loro membri, che sono gli stessi depositanti, sotto forma di tranches rimborsabili); tradizionalmente perciò le thrift institutions né accettavano depositi a domanda né concedevano credito alle imprese, attività riservate alle banche commerciali. Le commercial banks e le thrift institutions costituiscono le istituzioni di

deposito¹. Le istituzioni di deposito si contrappongono a tutte le altre istituzioni finanziarie, assai numerose nel mercato americano.

Tra le altre istituzioni finanziarie vi sono innanzitutto le "Compagnie di assicurazione sulla vita", che sono completamente nelle mani di privati anche se sono sottoposte a regolazione da parte dello Stato per quanto riguarda le modalità di collocamento dei titoli emessi. Sono rilevanti come strumenti di assicurazione delle liquidazioni dei lavoratori ed effettuano un gran numero di prestiti a medio e lungo termine alle imprese.

Vi sono poi le "Casse di pensioni private" e "di funzionari delle amministrazioni locali"; le prime sono amministrate in gran parte dalle banche commerciali, mentre le seconde sono spesso più limitate, rispetto a quelle private, nella politica di collocazione che esse possono praticare. Esistono ancora numerose altre istituzioni finanziarie, come le "Agenzie di prestito sotto il patronato governativo", istituzioni private la cui attività essenziale consiste nell'accordare crediti per le abitazioni e per l'agricoltura su fondi aggregati in valori mobiliari negoziabili. L'amministrazione centrale ne segue la gestione dei loro debiti e la crescita dei crediti.

Vi sono ancora tutta una serie di società non comprese nelle precedenti istituzioni finanziarie che accordano crediti a breve alle famiglie, alle imprese e agli agenti di cambio e fondi collocati sul mercato monetario, che investono cioè unicamente in titoli a breve termine².

Un altro elemento di differenziazione era dato dagli estesi controlli sui tassi di interesse bancari, sia passivi che attivi. La Regulation Q³ impedì il pagamento di interessi sui depositi a domanda e impose la limitazione degli interessi pagabili sui depositi vincolati. Lo scopo di tali provvedimenti, alla luce dell'esperienza del 1929, era quello di evitare che le banche, pur di accaparrarsi i depositi, pagassero interessi troppo elevati, e che concedessero prestiti troppo rischiosi per salvaguardare la redditività. In aggiunta anche i tassi attivi, in numerosi stati, furono sottoposti a vincoli (cosiddetti usury ceilings).

Se all'ampia segmentazione geografica e funzionale, e agli estesi controlli sui tassi di interesse, aggiungiamo la complessità della struttura regolatoria (caratterizzata dal principio del dualismo e dal contrasto tra regolazione federale e statale) e l'enfasi della legislazione tesa a privilegiare la concorrenza del sistema bancario contro ogni forma di monopolio (v. ad esempio le Merger Laws), possiamo comprendere altre due tradizionali caratteristiche del sistema bancario americano: un minor grado di intermediazione bancaria e una minore concentrazione degli istituti di credito rispetto agli altri paesi.

La minore importanza relativa del sistema bancario come quota dell'intermediazione finanziaria totale, implica per converso un maggiore sviluppo degli intermediari finanziari non bancari e del mercato dei capitali, ragion per cui il sistema finanziario statunitense poteva essere definito come un sistema market oriented, in contrapposizione al modello bank oriented⁴.

Una minore concentrazione del sistema bancario Usa rispetto all'Italia e ad altri paesi è rilevabile sia a livello aggregato (quota delle maggiori banche), sia a livello dei mercati locali (numero di banche esistenti in ogni mercato bancario). A titolo indicativo, se in Italia e negli

¹ Fino all'inizio del 1980 le passività delle banche commerciali hanno formato, assieme alla base monetaria, gli aggregati M1 e M2 (del primo facevano parte i depositi a domanda e quelli vincolati) e quelle delle thrift institutions, aggiunte a M2, hanno formato l'aggregato M3.

² Cfr. G. Pennella: "Le politiche monetarie e di bilancio nei principali paesi industrializzati", Franco Angeli, 1985, p. 107.

³ La Regulation Q (introdotta nel 1933) si applicava alle banche partecipanti al sistema della Federal Reserve; l'analoga Regulation 29 (introdotta nel 1935) si applicava alle banche assicurate dal Fdic.

⁴ Per quanto riguarda il mercato monetario e quello dei capitali, negli Usa essi sono molto sviluppati, per cui vi sono attivamente scambiati titoli di tutti i tipi e tutte le scadenze.

altri paesi industrializzati bastano le prime 10 banche a raggiungere o superare il 50% delle attività del sistema, per arrivare a tale quota negli Usa sono necessarie le prime 100 banche. Ragion per cui gli Usa sono il paese con le più grandi banche del mondo, e con il minor grado di concentrazione del sistema bancario.

2) *Innovazione finanziaria e deregulation.*

Trovandosi a fronteggiare una così rigida regolamentazione ed una forte e crescente concorrenza da parte degli altri intermediari finanziari, il sistema bancario cercò in tutti i modi possibili di eludere le varie forme di controllo e, in misura crescente nel corso degli anni settanta, mise all'ordine del giorno il problema della deregolamentazione di un sistema creditizio e finanziario profondamente mutato da quando erano state imposte le rigide regolamentazioni degli anni trenta.

Il più importante esempio di tentativo di superamento delle limitazioni territoriali ed anche funzionali è dato dalle Bank Holding Companies, a cui dettero vita, soprattutto a partire dal 1948, le più grandi imprese creditizie. Esse erano costituite dall'integrazione, all'interno di uno stesso gruppo, di una pluralità di banche e di società di servizi parabancari, ubicate anche in stati diversi e con propria autonomia giuridico-amministrativa. Il loro scopo era soprattutto quello di acquisire banche in stati diversi ed anche di superare il divieto, dove esistente, ad aprire sportelli su tutto il territorio statale: non potendo aprire sportelli si acquisiva un'altra banca. Le Bank Holding Companies acquisirono anche partecipazioni societarie che non erano né direttamente né indirettamente collegate all'esercizio di attività creditizie, tanto è vero che il Bank Holding Company Act (1956) alla fine obbligò a liquidare tali partecipazioni in stati diversi da quello della casa madre; tale Act permise invece lo svolgimento di attività parabancarie in stati diversi da quello di appartenenza e si può ben immaginare come tale possibilità sia stata immediatamente sfruttata. La debolezza dell'Act fu che esso non fece rientrare nel suo mirino le holding monobancarie (costituite da una sola banca)⁵, che comprendevano le più grosse tra le aziende di credito⁶, e permise loro di non osservare tutta una serie di limiti relativi alla specializzazione territoriale e funzionale validi per le altre holding nonché per le national e state banks (poiché le holding monobancarie non erano tenute ad identificarsi con nessuna di queste ultime). Solo 14 anni dopo, un emendamento alla legge precedente unificò la normativa per le holding monobancarie a quella delle altre holding⁷. Un altro importantissimo aspetto delle modifiche del 1970 al Bank Holding Company Act è stato quello di permettere lo svolgimento su base nazionale di una serie di attività creditizie, mantenendo però forti limiti dal lato della raccolta dei depositi; se aggiungiamo a ciò la definizione restrittiva di banca che si trova nell'Act del '70, cioè: un'istituzione che contemporaneamente “raccolge depositi a vista ed eroga credito alle imprese”, è stato facile dar vita ad istituzioni che non svolgono una di queste due attività affinché esse non possano essere definite banche e quindi non rientrino nell'ambito della relativa regolazione (cosiddette non-banks o loophole banks)⁸. Di conseguenza le aziende

⁵ Infatti nell'Act del '56 una bank holding company fu definita come una società che possiede almeno il 25% delle azioni di due o più banche, o che comunque controlla l'elezione della maggioranza dei direttori di due o più banche. Cfr., per la regolazione delle bank holding companies, T.G. Watkins e R.C. West: “Bank holding companies: development and regulation”, FRB of K.C. ec. rev., june '82, p. 3-13.

⁶ Sebbene una holding monobancaria contenga una sola banca, essa può contenere diverse associate non bancarie.

⁷ Cfr. D.T. Savage: “Developments in Banking Structure”, 1970-81, FRB, febr. '82.

⁸ Lo sviluppo recente di tali istituzioni, soprattutto specializzate nel credito al consumo, è stato

di credito hanno potuto aggirare i vari divieti all'espansione territoriale, sia su base nazionale che su base statale, essenzialmente dal lato dell'attivo, sviluppando tutte quelle attività, ed uffici, limitate all'erogazione di prestiti. Di fronte a questa forte espansione dal lato dell'attivo, non avendo la possibilità di usufruire di un'analogha crescita della raccolta basata sui depositi delle famiglie, le grosse banche hanno dovuto finanziarsi sempre più tramite certificati di deposito, il ricorso al mercato interbancario e tramite fondi provenienti da brokers (cosiddetta bought money), quindi in maniera meno stabile rispetto alla raccolta dei depositi dalle famiglie. Negli anni '70 ha poi accresciuto la sua importanza, soprattutto per le banche di maggiori dimensioni, la raccolta sul mercato dell'eurodollaro⁹.

Questi sviluppi hanno ridotto l'importanza del canale disponibilità di credito nel trasmettere gli effetti restrittivi della politica monetaria poiché, malgrado l'applicazione della Regulation Q, le grosse banche hanno potuto accrescere la propria raccolta anche in periodi di elevati tassi di interesse.

Grossi limiti alla gestione del passivo erano infatti posti alle banche dalla regolamentazione in materia di tassi di interesse; a causa di questa le banche non potevano far fronte ad aumenti dei tassi di interesse di mercato (come ad esempio in caso di strette creditizie), e dovevano assistere alla cosiddetta fuga dai depositi (fenomeno che si è verificato prima del 1966 e poi nel 1969-70) e all'aumento della quota del loro passivo costituita da bought money. Per aggirare tali limiti le banche individuarono un meccanismo che permetteva loro di pagare un tasso di interesse "implicito" sui depositi delle imprese e in linea con i tassi di mercato, meccanismo che si basava sul deposito effettuato, da parte delle imprese, in contropartita (parziale) del credito erogato; nella misura in cui tali saldi attivi variavano in maniera inversa rispetto ai tassi di mercato, veniva riconosciuta ai depositi una remunerazione "implicita" e variabile. Per quanto riguarda i depositi delle famiglie, ad essi veniva pagato un tasso di interesse "implicito" nella forma di tutta una serie di servizi resi gratuitamente, che però era indipendente dall'andamento nel breve periodo dei tassi di mercato e dalla dimensione dei depositi. Altri modi in cui si cercò di fronteggiare la "fuga dai depositi" fu il ricorso al mercato dell'eurodollaro e l'introduzione (avvenuta nei primi anni sessanta) dei certificati di deposito, sui quali veniva pagato un tasso di interesse, e che costituivano attività liquide negoziabili e perciò facilmente collocabili.

Fu nei primi anni '70 che si iniziò, ancora molto lentamente, quel processo di deregolamentazione che solo negli anni '80 doveva trovare un suo più pieno sviluppo. Oltre alla necessità di farla finita con ciò che fu definito "il gioco del gatto con il topo", in relazione al rapporto tra autorità di vigilanza e banche, era evidente che fenomeni come la crescente competitività e multinazionalizzazione delle aziende di credito, gli effetti dell'inflazione e della rivoluzione tecnologica, nonché il crescente sviluppo di sempre nuovi strumenti finanziari, necessari non sono per affrontare problemi di carattere finanziario, ma anche di consulenza e di gestione della liquidità delle imprese (visto anche il loro aumentato indebitamento), obbligavano a concepire in maniera più aderente alla nuova realtà il ruolo delle banche, e mettevano in primo piano la necessità di adeguare a tutto ciò la regolamentazione ormai obsoleta. È ben diverso il risultato a cui si può giungere se il processo di innovazione finanziaria deve fare i conti con una regolamentazione inadeguata alle nuove esigenze rispetto al risultato raggiungibile se questa normativa viene semplicemente eliminata.

Negli anni '70 la deregolamentazione si mosse inizialmente con la concessione di sempre più ampie deroghe alla Regulation Q, con la concessione già vista sopra di maggiori poteri nella gestione dell'attivo alle banche e istituzioni di risparmio, e infine con l'autorizzazione dei Now accounts (negotiable orders of withdrawal). Questo tipo di conti fu istituito per la prima volta da una mutual saving bank del Massachusetts nei primi anni '70, e rientrò nello sforzo effettuato

rapidissimo, e di questa possibilità approfittano non solo le maggiori banche, ma anche le società commerciali, grandi magazzini, ecc.

⁹ Tutte queste passività vengono chiamate managed liabilities.

dalle istituzioni di risparmio di fornire depositi a risparmio dotati di un maggiore grado di liquidità. Il Now account è un deposito a risparmio, e come tale soggetto ai tetti sui tassi di interesse posti dalla Regulation Q; la caratteristica che lo rende più attraente, perché maggiormente liquido, è la presenza di un negotiable order of withdrawal, cioè di uno strumento che ha l'apparenza fisica e le funzioni pratiche di un normale assegno bancario. Tale strumento faceva evidentemente concorrenza ai depositi a vista delle banche commerciali, sui quali non veniva pagato alcun interesse¹⁰.

Altro problema in attesa di soluzione, e legato al "dualismo" del sistema bancario Usa, si collegava all'aumento dei tassi sia attivi che passivi, che particolarmente nel corso degli anni '70 penalizzò le banche che aderivano al sistema della Riserva Federale, le quali sole erano obbligate a tenere riserve obbligatorie infruttifere, e le portava a fornire servizi più costosi di quelli delle banche non-membri. In questo periodo le banche commerciali dovettero subire la crescente concorrenza di molte istituzioni finanziarie e parabancarie le quali potevano fornire servizi bancari a costi inferiori e quindi assicurarsi alti margini di profitto. Se aggiungiamo l'introduzione dei money market mutual funds (Mmmf), quote di fondi finalizzati alla gestione di attività liquide per i quali non esisteva l'obbligo di riserva, e che esercitavano una fortissima concorrenza nei confronti dei depositi bancari a vista, si ha un quadro da cui risulta evidente l'urgenza di un intervento come quello che si ebbe poi solo nel marzo del 1980, il Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act.

Essa costituì la legge più completa relativa all'esercizio dell'attività bancaria e finanziaria, dopo il Bank Act del 1933-35. Per quanto riguarda i tassi di interesse si stabilì che entro 6 anni dovevano essere aboliti tutti i limiti relativi al pagamento degli interessi sui depositi (limiti imposti dalla Regulation Q); i conti Now (che fornivano un interesse) potevano essere offerti da tutte le banche commerciali e dalle istituzioni non a fini di lucro, escluse le società; e infine le usury laws dovevano essere abolite, a meno che non venissero riproposte dai singoli stati. Così, se è vero che il divieto di pagare interessi sui depositi a vista rimase ancora in vigore, i conti Now permisero il pagamento di interessi sui conti utilizzabili per le transazioni. Complessivamente l'attivo e buona parte del passivo delle aziende di credito è ormai privo di vincoli sui tassi di interesse; dal marzo del 1986 tutti i tetti ai tassi di interesse sono stati eliminati, anche se è rimasto in vigore il divieto di pagare interessi sui depositi a vista¹¹.

Altre importantissime direttive dell'Act dell'80 comportarono l'obbligo di accantonamento di riserve per quasi tutte le aziende di credito¹². Assieme a tale normativa, veniva estesa la copertura assicurativa dei depositi fino a 100.000 dollari, e tutte le istituzioni di deposito venivano autorizzate a scontare i propri titoli presso la Federal Reserve. In questo modo si cercava di far fronte alla mancanza di omogeneità tra le diverse istituzioni operanti nell'ambito del sistema bancario Usa, unificando la regolamentazione relativa alle banche nazionali e statali. In particolare, con l'adozione della nuova procedura operativa nell'ottobre del '79 la quale, attraverso il controllo delle riserve bancarie, mirava ad ottenere dei tassi di crescita degli aggregati monetari all'interno dei sentieri di crescita prefissati, si cercava di facilitare il controllo di quest'ultimi. Mentre alla fine degli anni '70 un numero crescente di banche si era sottratto all'obbligo sempre più oneroso di detenere riserve non remunerate optando per la regolazione statale (generalmente più liberale) rispetto a quella federale, col Monetary Control Act dell'80, che ha esteso a tutte le istituzioni di deposito l'obbligo di detenere riserve, si è tentato di rendere

¹⁰ La loro introduzione su base nazionale avvenne a partire dall'inizio del 1981.

¹¹ Cfr. R.A. Gilbert: "Requiem for regulation Q: what it did and why it passed away", FRB of St. Louis rev., febr. '86.

¹² In base all'Act del marzo '80 dovevano essere soggetti all'obbligo di riserve: tutti i depositi a scopo di transazione (depositi a domanda, Now accounts, Ats accounts, ecc.), tutti i depositi a termine non tenuti da persone fisiche compresi i depositi a risparmio (la principale categoria è costituita dai large certificates of deposit), e varie transazioni in eurovalute.

più stabile il rapporto tra riserve e moneta (in particolare l'aggregato monetario MI).

Prima di dedurre da tali provvedimenti le debite considerazioni è necessario ricordare, sulla strada dell'ulteriore processo di deregolamentazione, il Garn-St. Germain Act dell'82, che autorizzò praticamente tutte le istituzioni creditizie diverse dalle banche commerciali ad offrire conti denominati money market deposit accounts (Mmda) i quali, simili ai fondi Mmmf, erano svincolati dall'obbligo della riserva obbligatoria ed erano liberi di pagare qualsiasi tasso di interesse.

Vorrei anche ricordare la prima grande deroga al principio dello state by state system e alla specializzazione di tipo funzionale, che si ebbe attraverso il permesso accordato alle banche e ad ogni altro istituto di incorporare un'altra azienda di credito, anche se non della stessa categoria e ubicata in uno stato diverso, se ciò permetteva di evitare il fallimento nei momenti di difficoltà. A tale proposito, la tendenza che si sta manifestando a livello degli stati più avanzati è quella di un'evoluzione del sistema bancario più su base regionale che nazionale. Tra l'altro, il fatto che solo recentemente si sia cominciato a dare forti spallate alla segmentazione territoriale sta ad indicare quale sia la forza degli interessi locali e di tutte le piccole banche che temono di dover subire la concorrenza di quelle maggiori.

Una prima considerazione che si può trarre da tali sviluppi è la constatazione delle diminuite differenze tra banche commerciali e istituzioni di risparmio, sia dal lato del passivo che dal lato dell'attivo. Ora anche queste ultime possono raccogliere depositi a vista ed erogare credito alle imprese in concorrenza con le banche commerciali; tale despecializzazione ha permesso di aumentare l'efficienza dei servizi offerti.

Con l'eliminazione dei vincoli sui tassi di interesse si è permesso alle istituzioni creditizie di concorrere alla pari (anche attraverso un più diretto collegamento tra aziende di credito e risparmiatori) con tutti quegli intermediari finanziari non bancari il cui ruolo, molto aumentato negli anni '70, si è ora ridotto. Non avvengono più quelle disintermediazioni che colpivano le istituzioni di deposito quando la politica monetaria restrittiva portava i tassi di interesse sopra i livelli concessi dalla Regulation Q.

Ora, invece, con la deregolamentazione si è accresciuto il ruolo dell'intermediazione bancaria ridimensionando l'espansione del mercato dei capitali. Si può perciò affermare che il sistema statunitense si è spostato lentamente dal modello market-oriented verso quello bank-oriented, secondo una tendenza opposta a quello del sistema italiano¹³. Questo maggior ruolo svolto dai tassi di interesse nel determinare l'equilibrio sui mercati della moneta e del credito (oltreché dei beni) ha comportato una maggiore incidenza della volatilità dei tassi di interesse passivi sulla redditività delle aziende di credito, aumentando le difficoltà di molte di esse, soprattutto tra le istituzioni di risparmio, con aumenti di assorbimenti e di fusioni. Ciò ha condotto ad un incremento del grado di concentrazione del sistema bancario che, se fino al 1980 si era rivelato in diminuzione, sia a livello aggregato che sui mercati locali, da allora in poi ha teso ad aumentare. A livello aggregato la quota dei depositi delle prime 100 istituzioni bancarie è cresciuta dal 45% al 48% (giugno '84). E mentre il numero delle banche segue un trend ascendente, se si consolida per le banche controllate da holding bancarie il loro numero dal '80 in poi si riduce¹⁴.

In definitiva, per riassumere, la deregolamentazione ha portato ad un maggior ruolo relativo del sistema bancario, all'interno del quale aumenta la concentrazione: due processi, come si è visto, strettamente legati al maggior ruolo svolto dai tassi di interesse.

¹³ Cfr. R. Panizza: "Confronto tra sistemi bancari e creditizi dell'Italia e degli Stati Uniti", in "Italia-Usa: 2 sistemi a confronto", quad. di Osservatorio Econ., CRT, '86.

¹⁴ Le banche erano 13.662 a fine 1969, 15.023 a fine '83; le holding bancarie, 12.606 a fine '73, cresciute a 12.785 a fine '79, sono scese a 12.385 a fine '83.

3) *Implicazioni per la politica monetaria.*

Molto importanti sono le implicazioni sul meccanismo di trasmissione e, in fin dei conti, sulla stessa efficacia della politica monetaria, del recente processo di innovazione finanziaria e deregolamentazione.

Innanzitutto bisogna tenere conto che ora i depositi bancari, anche quelli utilizzabili a scopo di transazione, offrono un tasso di interesse. L'insieme dei nuovi strumenti frutto dell'innovazione finanziaria (basti pensare ai Mmmf) e della "despecializzazione" delle istituzioni creditizie rende sempre più difficile distinguere che cosa sia moneta e cosa non lo sia. Aumentando la sostituibilità tra le componenti di M1 e degli aggregati monetari più ampi si riduce la stabilità del rapporto fra moneta e reddito, con variazioni sempre più imprevedibili della velocità di circolazione. Con un andamento degli aggregati monetari sempre più determinato dal lato della domanda, cioè nell'ambito di una scelta di portafoglio in cui il vincolo è dato dalla ricchezza dei soggetti, si complica sempre più una condotta di politica monetaria che mira, attraverso il controllo di un determinato aggregato monetario, a determinare, per mezzo di una stabile velocità di circolazione, un preciso andamento del reddito nominale.

Il Monetary Control Act dell'80, rendendo il regime delle riserve obbligatorie valido per la quasi totalità delle aziende di credito, era legato al tentativo di ricuperare il controllo su M1, reso difficile dall'innovazione finanziaria (e perciò dalla maggiore instabilità della domanda di moneta) e dall'uscita di molte banche dal sistema della Riserva Federale (viste le penalizzazioni che ciò comportava rispetto al trattamento più favorevole concesso da alcuni stati); ciò si collegava al fatto che le nuove procedure operative dell'ottobre 1979 miravano al controllo di M1 non più tramite i tassi sui fondi federali, bensì tramite le nonborrowed reserves. Con il Monetary Control Act dell'80, da una parte si è così cercato di migliorare il controllo sugli aggregati monetari, ma dall'altra, attraverso l'eliminazione dei vincoli sui tassi di interesse, si è alla fine complicato questo stesso controllo.

Questa eliminazione dei vincoli sui tassi di interesse, rendendo più competitivo il sistema bancario, ha fatto sì che ora essi tendano a muoversi assieme ai tassi di mercato, con un differenziale che esprime i costi dell'intermediazione bancaria (basti pensare all'obbligo di detenere una riserva obbligatoria non remunerata). Perciò, oltre al venir meno della stabilità del rapporto fra moneta e reddito, un'altra conseguenza molto importante va tenuta presente. Mentre in passato, quando le autorità monetarie realizzavano una politica monetaria restrittiva, provocavano, attraverso l'impossibilità delle istituzioni di deposito di seguire la tendenza al rialzo dei tassi di interesse di mercato per i vincoli loro imposti, la disintermediazione di banche e istituzioni di risparmio, ora ciò non avviene più, per la possibilità delle istituzioni di deposito di seguire il rialzo dei tassi di mercato. La politica monetaria restrittiva non può più contare, come in passato, sull'esistenza di "imperfezioni" dei mercati dovute a vincoli di tipo amministrativo, e sul conseguente "razionamento del credito", che rendeva perciò significativo un meccanismo di trasmissione legato agli effetti della disponibilità del credito sulla spesa del settore privato; tantomeno tali effetti di razionamento del credito si concentrano su quei settori che più degli altri erano colpiti dalla disintermediazione delle aziende di credito (perché più dipendenti da esse): l'edilizia e i beni di consumo durevoli.

È invece aumentata l'importanza del livello del tasso di interesse nella trasmissione degli effetti della politica monetaria; la maggior importanza di tale meccanismo di trasmissione è il frutto sia degli sviluppi sopra analizzati relativi al sistema bancario (sua despecializzazione e maggiore concorrenza, eliminazione della Regulation Q e usury ceilings) che del maggiore peso del credito a breve (o comunque a tassi fluttuanti) sul totale delle passività delle imprese e delle famiglie. Perciò, se da un lato è vero che questi stessi sviluppi hanno reso meno agevole esercitare un controllo sui tassi di interesse, dall'altro è aumentata la loro importanza nel determinare la domanda aggregata.

Il fatto che ora la politica monetaria non possa contare sulla ridotta "disponibilità di credito" per diminuire prontamente le possibilità di spesa di famiglie e imprese, non vuoi dire che la sua efficacia si sia ridotta. Essa, meno agevole e meno rapida che in passato, potrebbe però aver accresciuto la sua efficacia nel controllo della domanda aggregata. L'altra faccia della medaglia è che maggiori potrebbero essere i rischi, e i costi, di eventuali errori: basta pensare agli effetti assai negativi che l'innalzamento e la variabilità dei tassi di interesse hanno prodotto sull'andamento dell'economia americana¹⁵.

4) *Effetti dei recenti sviluppi sulla stabilità ed efficienza del sistema bancario.*

Si riteneva che il processo di innovazione finanziaria e di deregolamentazione avrebbe comportato un aumento di efficienza, grazie alla maggiore concorrenza che avrebbe obbligato a fornire servizi a costi competitivi; il problema che emerge da tale aumento di competitività è però quello della stabilità, per cui ci si chiede in che misura il contemporaneo aumento di fallimenti bancari debba essere spiegato come un'ovvia e prevedibile eliminazione dal mercato di quelle aziende di credito non in grado di reggere l'accresciuta concorrenza (un fenomeno perciò passeggero e di cui non è il caso di preoccuparsi eccessivamente), oppure in che misura la spiegazione di tale fenomeno non stia in una ridotta stabilità del sistema bancario.

Nel considerare i motivi alla base dei rispettivi elevati livelli di fallimenti bisogna innanzitutto distinguere tra istituzioni di risparmio e banche. Se per le banche la deregolamentazione non appare come causa diretta dei relativi fallimenti, diverso è il discorso per le istituzioni di risparmio. Per queste ultime l'autorizzazione a pagare sulle nuove forme di raccolta tassi di interesse in linea con quelli di mercato ha fatto sì che, in conseguenza del raddoppio di questi ultimi all'inizio degli anni '80, i loro conti economici registrassero elevatissime perdite proprio per la struttura dell'attivo, caratterizzata da mutui a tassi fissi. L'elevato tasso di fallimenti fu perciò l'alternativa alle "disintermediazioni" che avvenivano in passato in analoghe situazioni. È vero che, alla luce di questa esperienza, i nuovi prestiti concessi presentano tassi di interesse variabili, però ciò non toglie che finché una notevole quota dell'attivo sarà ancora caratterizzata da tassi fissi, le istituzioni di risparmio saranno vulnerabili agli aumenti dei tassi di interesse.

La profittabilità delle banche non ha invece registrato negli ultimi anni un generale declino, poiché esse sono riuscite a trasferire i maggiori costi della raccolta sui settori debitori, soprattutto per quanto riguarda le banche di minori dimensioni. Per le banche, il fenomeno dell'elevato tasso di fallimenti va soprattutto spiegato in relazione ai prestiti concessi negli anni '70, alla cui espansione, alimentata dalle forti tendenze inflazionistiche, non aveva fatto riscontro una sufficiente valutazione del rischio loro connesso. Soprattutto nel settore dell'energia, ma anche in quelli immobiliare ed agricolo, l'inversione della tendenza inflazionistica ha minato le possibilità di restrizione e di pagamento di interessi per il dimezzamento del valore delle attività patrimoniali alla base di quei finanziamenti. In particolare va messo l'accento sull'esito incerto dei prestiti ai Pvs e su casi assai significativi come quello della Continental Illinois dell'84. Da un lato bisogna tener conto che, pur di mantenere le posizioni sul mercato in presenza di una maggiore concorrenza, la qualità dell'attivo è andata deteriorandosi, e questo si è sommato ad un passivo caratterizzato da bought money, quindi da alta volatilità e molto sensibile all'aumento dei tassi di interesse. Dall'altro,

¹⁵ Per un'analisi relativa agli effetti dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione sul sistema finanziario americano e sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria cfr. G. Vaciago: "Evoluzione e prospettive del sistema bancario americano", *Bancaria*, 1985, p. 45-53.

l'aumentata "propensione al rischio" degli anni '70 viene (secondo la tesi oggi prevalente fra gli studiosi) spiegata facendo ricorso alle caratteristiche e alla gestione del sistema di assicurazione dei depositi. Due sarebbero i limiti principali di tale sistema: il principio della protezione del "piccolo risparmiatore" per cui solo una quota dei singoli depositi è assicurata (attualmente fino a 100.000 dollari) e l'uniformità del premio pagato dalle aziende di credito, indipendentemente dal grado di rischio di ognuna di esse. Se aggiungiamo la considerazione che la politica degli istituti che gestiscono tale sistema ha cercato di far sì che l'azienda di credito insolvente fosse assorbita da un'altra banca, si capisce come tutti i depositanti, anche quelli non assicurati, si sentissero protetti, e come le banche fossero maggiormente disposte ad assumersi rischi.

Nel caso della Continental Illinois si evidenziò chiaramente che la stessa volatilità dei depositi non assicurati, che costituivano una quota assai rilevante, non può che aggravare la situazione, e che una volta che il panico si diffonde né la direzione della banca né le pubbliche autorità sono in grado di bloccarlo. Le recenti proposte di modifica del Fdic, aventi come obiettivo quello di garantire la stabilità del sistema dei pagamenti, si sono mosse nel senso di un'assicurazione dei depositi legata al loro grado di liquidità (ad esempio totale sui depositi a vista e magari solo parziale su quelli vincolati) e nel senso dell'istituzione di un premio legato al grado di rischio dell'istituzione assicurata.

Oltre a questa, altre esigenze si sono poste all'ordine del giorno per garantire più stabilità ad un sistema bancario in veloce evoluzione e nel quale si è ridotta la regolamentazione cui in precedenza era sottoposto.

Secondo Anthony M. Solomon la diminuita regolamentazione non dovrebbe conferire un peso eccessivo alla disciplina esercitata spontaneamente dal mercato; invece "mentre la disciplina del mercato dovrebbe continuare a giocare un ruolo significativo nel nostro sistema", essa dovrebbe "rinforzare, piuttosto che sostituire, la disciplina imposta attraverso gli standard regolatori e di supervisione"¹⁶. Come il caso della Continental Illinois insegna, la disciplina esercitata dal mercato può ben portare ad aggravare le difficoltà esistenti, producendo così maggiore instabilità nel sistema finanziario per l'elevata volatilità del passivo delle banche. Essa può invece dimostrarsi utile nella misura in cui spinge a prendere le dovute azioni correttive, ragion per cui si pone l'accento sull'esigenza di sostituire la diminuita regolamentazione formale col rafforzamento del processo di supervisione.

Tale rafforzamento dovrebbe permettere alle relative autorità di avere il potere di imporre limiti prudenziali nella conduzione delle nuove attività, esigere che l'espansione sia sostenuta da sufficienti risorse finanziarie e manageriali, richiedere il rispetto di certi livelli di liquidità, un'adeguata diversificazione dell'attivo, e in generale di poter imporre, soprattutto alle maggiori banche, in quanto più rilevanti per la stabilità dell'intero sistema, l'obbligo di misure correttive al primo manifestarsi di una loro debolezza. Tale riorganizzazione del sistema di supervisione e vigilanza dovrebbe anche passare attraverso una maggiore integrazione tra i supervisori federali e statali, vista la tendenza manifestata da parte di alcuni stati di attirare nuove banche e perciò nuovi affari nei loro stati tramite regolazioni più liberali, in risposta ad esigenze locali e non certo dell'intero sistema, ripresentando così un contrasto già più volte evidenziato. Anche Kaufman, analizzando le cause del grosso aumento del debito dei settori non finanziari interni degli anni '80 e i grossi rischi che ne derivano, suggerisce una serie di misure che porterebbero, se adottate, verso una stabilizzazione della situazione del debito¹⁷. Buona parte di queste misure ha come scopo una migliore regolazione del sistema finanziario, in quanto la fortissima crescita del debito negli anni '80 è strettamente connessa ai processi di innovazione finanziaria, di deregolamentazione, di securitization, a tutti quei processi cioè che hanno comportato una

¹⁶ Cfr. A.M. Solomon: "Banking deregulation. Where do we go from here?", FRBNY quart. rev. autumn '84.

¹⁷ V. H. Kaufman: "Debt: the threat to economic and financial stability", FRB of K.C. ec. rev., dec. '86, p. 3-11.

maggior concorrenza tra gli intermediari finanziari o che hanno portato ad una minore percezione del rischio. In particolare egli si chiede quanto sia efficiente, con un sistema finanziario in rapido cambiamento e in cui le istituzioni forniscono una molteplicità di servizi, avere così tanti organismi regolatori, sia federali che statali. Essi sono il risultato di sviluppi finanziari passati, sono a volte in contrasto tra di loro e non hanno una visione completa dell'attuale mondo finanziario. Egli sostiene perciò la necessità dell'eliminazione di molti degli attuali corpi regolatori e la loro sostituzione con un controllo ed una regolazione centralizzati del sistema finanziario. Sarebbe importante la promulgazione di codici di comportamento per tutte le maggiori istituzioni finanziarie, così come queste ultime dovrebbero essere obbligate a riportare le loro attività nei bilanci al minore tra il costo storico e il prezzo di mercato; in questo modo le perdite verrebbero velocemente evidenziate, e le istituzioni finanziarie sarebbero così costrette ad adottare pratiche più tradizionali. Le agenzie regolatorie federali dovrebbero esigere maggiore trasparenza nei bilanci delle istituzioni sotto il loro controllo, nonché un graduale aumento del peso del capitale proprio. Se si vuole evitare che l'eccessivo aumento del debito porti a fallimenti e bancarotte si devono adottare quei provvedimenti in grado di impedire sia alle istituzioni finanziarie che alle imprese di essere troppo esposte, in modo da incoraggiare i vari tipi di istituzioni a migliorare il rapporto tra i capitali propri e quelli presi a prestito.

La necessità di norme che, senza penalizzare la concorrenza, favoriscano la stabilità, è anche sentita in relazione al diverso ruolo che sempre più viene assegnato agli strumenti delle riserve obbligatorie e del credito di ultima istanza, inizialmente concepiti per garantire la stabilità del sistema, ed ora svolgenti un ruolo crescente come strumenti di politica monetaria.

5) *Prospettive.*

Il sistema bancario americano risulta tuttora in evoluzione e, se è vero che con riguardo ai tassi di interesse la deregolamentazione può dirsi pressoché conclusa, non si può dire lo stesso per altri aspetti, per cui la tendenza è verso una ulteriore despecializzazione, una ulteriore espansione a livello territoriale, ed anche verso lo svolgimento di attività legate ai settori finanziari confinanti (soprattutto titoli e assicurazioni).

Per quanto riguarda l'evoluzione verso un sistema bancario nazionale, se in passato le aziende di credito hanno soprattutto fatto ricorso a loopholes, attualmente un numero crescente di stati sta approvando leggi che permettono, a condizioni di reciprocità, l'apertura di sportelli alle banche situate negli stati confinanti. La tendenza in atto consiste perciò nello sviluppo di aree regionali il cui scopo è di escludere da tali mercati quegli stati che sono sede delle più grandi banche, permettendo così alle piccole banche di ogni stato aderente a tali accordi una crescita a livello regionale. La differenza di opinioni a tale proposito tra la Federal Reserve e gli interessi degli stati in questione è netta. La Federal Reserve non ritiene che tale tendenza sia il mezzo migliore per lo sviluppo di un sistema su base nazionale, anzi lo scopo appare quello di voler dar vita a mercati chiusi verso l'esterno, con conseguenti tentativi di aggiramento della relativa legislazione da parte delle banche escluse da questi mercati (con successiva nuova legislazione ecc), in una spirale che potrebbe essere evitata se si decidesse di imboccare una strada più chiara e lineare verso un sistema nazionale. Da parte della Federal Reserve si ritengono infondati i timori delle banche delle piccole comunità, spaventate dal dover competere, in un sistema bancario nazionale, contro le banche dei grossi centri, timori infondati specialmente se la gestione delle prime risulta essere sana ed efficiente; ma difficilmente il Congresso deciderà in merito vista la forte opposizione degli stati.

Per quanto riguarda fusioni ed acquisizioni si sono adottati recentemente criteri più liberali nello stabilire quando ciò costituisce una tendenza verso il monopolio, anche sotto la spinta

della necessità di salvare istituzioni sull'orlo del fallimento. Nella misura in cui il processo verso un sistema bancario nazionale bene o male procederà, ciò sarà forzatamente causa di ulteriore concentrazione, a cui contribuirà sicuramente anche la tendenza verso una minore specializzazione di tipo funzionale.

Un altro aspetto dell'evoluzione in atto e destinato ad accentuarsi è che risulta sempre più difficile distinguere tra attività proprie delle banche e quelle delle istituzioni finanziarie non bancarie, così come tra attività svolte dalle banche e quelle svolte dalle imprese. Per quanto riguarda la distinzione tra banche e istituzioni finanziarie loro concorrenti, la posizione sostenuta dalla Federal Reserve è quella di mantenere una distinzione tra esse, in considerazione del ruolo particolare svolto dalle istituzioni di deposito nel sistema finanziario e allo scopo di garantire un sano sistema bancario. A. M. Solomon suggerisce tre principi guida allo scopo di individuare le nuove attività che “dovrebbero rappresentare naturali estensioni dei tipi di servizi finanziari che le banche ora forniscono a famiglie ed a società”; esse devono essere accettabili da un punto di vista prudenziale, e dovrebbero contribuire ad ampliare le capacità di guadagno dell'industria bancaria. Alle banche si dovrebbe perciò permettere di svolgere attività di brokerage, agency e fornitura di consigli alle famiglie in relazione soprattutto a titoli e assicurazioni, mentre risulterebbe più difficile dare un giudizio sui servizi finanziari da fornire a società e altri clienti istituzionali, escludendo comunque la sottoscrizione di titoli¹⁸.

Se risulta sempre più difficile trovare confini precisi nell'ambito dell'attività creditizia, pure i confini tra le aziende di credito e le imprese si riducono. Basti pensare alla tendenza delle maggiori aziende di credito ad organizzarsi come "supermercati finanziari", che segue la già avvenuta espansione dell'attività finanziaria presso i tradizionali supermercati, possibile grazie ad un'ampia rete di punti di vendita e di rapporti diretti con i consumatori.

1.2 LA NASCITA E I POTERI DELLE AGENZIE REGOLATORIE FEDERALI E IL DUAL BANKING

La prima caratteristica della struttura regolatoria che salta agli occhi è la sua complessità, vale a dire la divisione di responsabilità tra tre separate agenzie federali e 50 governi statali (il cosiddetto pluralismo del sistema bancario Usa). Le ragioni di ciò si ritrovano nel lungo e frammentario processo storico necessario a dar vita all'attuale struttura regolatoria, a sua volta legato al manifestarsi negli Usa di una forte opposizione all'assunzione da parte del governo federale di un ruolo prevalente nella regolazione bancaria (si considerino le difficoltà frapposte allo sviluppo di una vera e propria banca centrale). Se è vero che oggi le tre agenzie federali complessivamente considerate regolano virtualmente tutte le banche del paese (nel corso di un processo storico che ha visto aumentare il potere regolatorio delle agenzie federali a scapito della regolazione statale), ciò avviene senza privare i singoli stati del diritto di regolare quelle banche cui essi rilasciano la licenza ad operare.

Quando si parla di dual banking si fa riferimento a tale divisione di responsabilità tra governo federale ed i 50 governi statali. Tra l'altro va precisato che non esiste una semplice divisione di responsabilità tra il governo federale ed i governi statali, bensì una loro sovrapposizione (nonché un conflitto).

Questa sovrapposizione di responsabilità ha implicazioni assai negative per il sistema bancario americano. Mentre in Italia e negli altri paesi europei il potere degli organi centrali di controllo appartiene saldamente alle rispettive banche centrali, negli S.U. è a tutt'oggi notevolmente condizionato dalle autorità locali. Soprattutto in un sistema "deregolamentato" come quello attuale, in cui è aumentato il ruolo dell'intermediazione bancaria (e caratterizzato

¹⁸ Cfr. A. M. Solomon, *ibidem*.

da maggiore concentrazione), con le imprese che dipendono molto di più che in passato dai prestiti delle istituzioni di deposito, la mancanza di una struttura regolatoria unitaria e dotata di pieni poteri costituisce un grave fattore di instabilità per il sistema americano.

Come già accennato, all'interno del governo federale sono tre le agenzie deputate alla regolazione bancaria. La prima di esse, il Comptroller of the Currency, risiede all'interno del Tesoro degli Stati Uniti. La sua attività consiste nella regolazione delle national banks; sono così definite quelle banche che ricevono la licenza ad operare (charter) proprio dal Comptroller of the Currency, cioè una federal charter. Oltre a ciò il Comptroller regola l'attività di tali banche e ne approva le fusioni e gli assorbimenti (mergers). Poiché l'essere national banks comporta l'obbligo di aderire alla federal deposit insurance e di essere membri del Federal Reserve System esse sono perciò soggette alla supervisione e alla regolazione di tutte e tre le agenzie federali.

Le rimanenti banche sono per definizione state-chartered banks e ricevono il charter dallo stato in cui esse operano. Non vi è una uniformità di regole tra i vari stati per quanto riguarda il rilascio delle licenze e la regolazione della successiva attività delle banche. Un primo modo attraverso cui tali banche rientrano nella regolazione federale è attraverso l'assicurazione federale dei depositi, obbligatoria in alcuni stati, lasciata in altri alla volontà delle banche (va comunque detto che per una banca risulta molto poco allettante la prospettiva di iniziare la propria attività senza tale assicurazione, cosicché si può dire che virtualmente ogni banca negli Usa è soggetta al Fdic). Evidentemente tale assicurazione comporta il rispetto di determinati standard.

Mentre la partecipazione al sistema del Fdic non comporta l'obbligo di essere membri della Federal Reserve, è invece vero il contrario, cosicché l'adesione al Federal Reserve System, opzionale per le state-chartered banks comporta il rispetto delle regole poste dalla Federal Reserve, il Fdic e lo stato di appartenenza. L'adesione alla Federal Reserve comporta l'obbligo di detenere presso di essa riserve obbligatorie; questo vincolo vale anche per tutte le istituzioni di deposito (comprese banche) che offrono transaction accounts oppure non personal time account (depositi a termine effettuati da un soggetto diverso da una persona fisica); in questo modo anche le non-member banks, pur non essendo soggette a tutte le altre regolazioni della Federal Reserve, devono comunque detenere riserve obbligatorie presso di essa, alla pari delle altre istituzioni di deposito.

La regolazione delle bank holding companies (società finanziarie bancarie), che negli anni '70 sono diventate la forma dominante di organizzazione bancaria, spetta esclusivamente alla Federal Reserve¹⁹.

A questo punto può essere interessante vedere velocemente, allo scopo di dar ragione di una così complessa struttura regolatoria, quando e perché le varie forme di controllo si sono storicamente affermate.

Consideriamo quattro episodi diversi: nell'ambito dei primi tre vi è la nascita dei 3 organismi di regolazione federale, mentre nell'ultimo si analizza la regolazione corrente di Chartering, Merger Laws e Branch Banking.

¹⁹Sull'accresciuta importanza delle bank holding companies cfr. Donald T. Savage "Developments in Banking Structure" Federal Reserve Bull., febr. '82, pag. 81.

La nascita del Comptroller of the Currency

Fino al National Banking Act²⁰ del 1863 sulla scena del sistema bancario Usa troviamo unicamente state-chart. banks, con l'eccezione dei periodi 1791-1811 e 1816-1836 in cui operarono rispettivamente la First Bank of the United States (Fbus) e la Second Bank of the U.S. (Sbus), entrambe istituite dal Congresso.

Furono i grossissimi problemi cui il sistema bancario si trovò di fronte nel finanziare le sempre più ingenti spese del Tesoro relative alla guerra civile (1861-1865) che portarono al National Banking Act del 1863 con la costituzione, all'interno del Tesoro, del Comptroller of the Currency. Le national banks (quelle che ricevevano il charter dal Comptroller) accettavano greenbacks come depositi ed erano autorizzate ad emettere national bank notes che il Tesoro si impegnavano a convertire in greenbacks in caso di fallimento di tali banche. Assieme all'altro provvedimento, del 1866, della tassazione del 10% delle banconote emesse dalle state-chart. banks venne così favorito enormemente lo sviluppo delle national banks (il cui numero fino alla fine dell'Ottocento superò quello delle state-chart. banks) e il processo verso una più uniforme circolazione monetaria.

Il Comptroller ebbe l'autorità di regolare le national banks: esse dovevano soddisfare certi standard, relativi al capitale netto ecc., nonché detenere riserve contro banconote emesse e depositi ricevuti. Se il numero delle state-chart. banks era crollato dopo i provvedimenti suddetti, esse però, soprattutto a partire dagli anni '80, aumentarono fortemente per la convenienza a finanziare prestiti con transaction accounts anziché con notes e per la crescente accettazione di assegni come mezzi di scambio. Inoltre godevano della regolazione degli stati generalmente più mite rispetto a quella federale e così nel 1910 il numero delle state-chart. banks era doppio di quello delle national banks e la regolazione statale tornava ad essere preminente.

La costituzione del Federal Reserve System

Negli S.U. la nascita di una banca centrale avvenne molto in ritardo rispetto ai paesi europei. Le ragioni di ciò stanno nel fatto che innanzitutto gli S.U. possedevano un eccezionale mercato interbancario in grado di fornire liquidità e poi essi si avvalevano della Bank of England come loro lender of last resort. Questa funzione non poteva certo essere svolta, negli S.U., da una tesoreria indipendente dal sistema bancario come era stata voluta dai principali gruppi di interesse americani. Pur accumulando gigantesche quantità di oro, non esistevano meccanismi in grado di forzare il Tesoro americano a rimettere in circolazione l'oro in caso di necessità (come sarebbe avvenuto per una banca centrale). La costituzione della Federal Reserve nel 1913 si ebbe così sotto la spinta delle gravi difficoltà dei mercati europei²¹.

Le gravi crisi bancarie del 1893 e del 1907 avevano già dimostrato l'incapacità della struttura regolatoria esistente di garantire la stabilità di un sistema bancario in rapida crescita, soprattutto per la mancanza di flessibilità nell'offerta di moneta, che aumentava fortemente la vulnerabilità del sistema bancario nei momenti di panico.

²⁰ Cfr. Marcello De Cecco: "Moneta e Impero. Il sistema finanziario internazionale dal 1890 al 1914". Einaudi, 1979.

²¹ Cfr. Marcello De Cecco: "Moneta e Impero. Il sistema finanziario internazionale dal 1890 al 1914". Einaudi, 1979.

I dibattiti anche molto accesi che si susseguirono dal 1907 al 1913 e che sfociarono nel Federal Reserve Act del 1913 riguardarono soprattutto due aspetti principali: da una parte si manifestò una forte opposizione all'istituzione di una singola banca centrale, così come già esisteva in altri paesi, per paura che essa potesse essere controllata dagli interessi di Wall Street, e dall'altra un forte contrasto tra coloro che volevano una banca privata per banchieri e chi voleva un'istituzione gestita dal governo. Il compromesso cui si arrivò dette vita al Federal Reserve System, cioè ad una libera confederazione di 12 separate Federal Reserve Banks, gli affari delle quali erano coordinati da un Federal Reserve Board in Washington, D.C. Ognuna di tali Federal Reserve Bank riceveva un federal charter ma proprietari di esse erano le banche membri. Si trattava però di una banca centrale molto più debole rispetto a quelle europee. Furono considerazioni sia economiche che politiche che portarono alla delineazione dei 12 Federal Reserve districts e alla scelta di dove collocare le 12 Federal Reserve Banks. Le Federal Reserve Banks funzionavano come lenders of last resort (prestatori di ultima istanza), ed esse, in caso di crisi, potevano fornire molta più moneta rispetto a quanto avveniva in precedenza, anche se però il Congresso pose dei limiti alla loro libertà di emissione di banconote. Alla prova dei fatti, nel '29, il sistema manifestò drammaticamente tutta la sua debolezza (si ricorda tra parentesi che nel '29 più del 60% dei depositi del sistema bancario era detenuto da banche membri poiché, se è vero che poche erano le state-chart. banks che avevano convenienza ad aderire al Federal Reserve System, quelle che vi aderivano erano generalmente quelle di più grandi dimensioni).

Il Federal Deposit Insurance Corporation

Una delle principali riforme successive alla crisi del '29 e intesa ad evitare il verificarsi in futuro di un'analoga crisi fu la creazione nel 1933 del Fdic, il cui scopo è quello di fornire l'assicurazione federale sui depositi bancari; in caso di fallimento di una banca, il governo garantisce ai depositanti il rimborso delle somme versate: tale protezione è totale per i piccoli depositanti e parziale per gli altri visto che attualmente sono coperti i primi 100.000 dollari detenuti da ogni depositante presso ciascuna banca (inizialmente 2.500 dollari). Evidentemente, se una banca vuole ricevere l'assicurazione sui depositi deve accettare la regolazione e supervisione del Fdic, e in questo modo si è riusciti ad applicare gli standard regolatori federali anche alle state-chart. banks non membri.

Le riforme del Banking Act del 1935 resero la Federal Reserve una banca centrale più efficace, riorganizzandola ed aumentandone i poteri; di questa ed altre riforme si parlerà successivamente. Qui basta ricordare che la divisione di competenze tra i regolatori federali e statali, come tra le tre agenzie federali, rimase sostanzialmente invariata dagli anni trenta, e che solo il Monetary Reform Act dell'80 estese le riserve obbligatorie alle banche non-membri.

L'attuale regolazione di Chartering, Merger Laws e Branch Banking

Chartering

Come si è detto sopra, spetta al Comptroller concedere il charter alle national banks, e per le altre banche il charter è concesso dai regolatori dei 50 stati. Mentre il Fdic e la Federal Reserve

possono invece concedere l'assicurazione e la partecipazione al Federal Reserve System alle national banks. Il Fdic svolge comunque un ruolo importante nella concessione del charter alle state-chart. banks. In particolare, negli stati in cui l'assicurazione dei depositi è obbligatoria, il Fdic può porre il veto alla concessione del charter se la banca soddisfa solo i criteri richiesti dallo stato in questione ma non anche quelli del Fdic stesso (visto che essi possono divergere), mentre negli stati in cui l'adesione al Fdic non è obbligatoria, la prospettiva di non ricevere l'assicurazione dei depositi è così poco attraente da far rinunciare le banche a svolgere ogni attività. Perciò, il Fdic può normalmente dire l'ultima parola riguardo alla concessione del charter alle state-chart. banks. Lo stesso non si può dire per la Federal Reserve, in quanto la partecipazione al Federal Reserve System non riveste normalmente una tale importanza da comportare la nascita o meno di una nuova banca; oltretutto, dal 1980, la Federal Reserve deve rendere i propri servizi anche alle non-member banks²².

Per la concessione del charter sia le leggi federali che quelle statali richiedono certi livelli minimi di capitale netto e una direzione bancaria capace e qualificata.

Merger Laws

Il controllo sulle bank mergers (fusioni e assorbimenti) è di grande importanza ai fini della determinazione del livello di concorrenza. Le tre agenzie federali di controllo hanno il potere di autorizzare o meno mergers tra banche che cadono sotto la loro giurisdizione (quindi potenzialmente tutte). Per giungere ad una tale decisione devono essere considerati una serie di fattori relativi ad ogni banca in questione: la sua storia finanziaria e il suo stato di salute, l'adeguatezza del suo capitale netto, le prospettive di guadagno, l'andamento della gestione, e la convenienza e le necessità della comunità servita. Oltre a ciò, i regolatori devono evitare qualsiasi comportamento che potrebbe costituire una "tendenza verso il monopolio" ed ancora le mergers devono avvenire nel pubblico interesse. Non è esplicitamente definito cosa si intende per "tendenza verso il monopolio", ed anche parlare di pubblico interesse comporta una certa dose di incertezza; si comprende così facilmente perché la tendenza delle autorità bancarie sia stata quella di scoraggiare le mergers, attenuata solo quando c'è il rischio che una banca possa fallire.

Branch Banking

Intrastate Branching. Innanzitutto bisogna dire che in tale campo prevalgono le leggi statali e che i regolatori federali devono applicare quelle leggi alle banche sotto la loro giurisdizione. A proposito dell'intrastate branching bisogna dire che talmente grande è stata la paura di concentrare un potere eccessivo nelle mani di poche grandi banche attraverso la libera costituzione di branches all'interno dello stato, che perfino considerazioni assai importanti come quella dell'efficienza sono state messe da parte per evitare tale rischio.

Esistono così, accanto a stati che permettono una state-wide branching, stati unit branching e, tra questi due estremi, stati a limited branching (ad esempio countwide branching)²³. Le

²² Ciò in relazione all'estensione ad esse della necessità di detenere riserve obbligatorie operate dal "Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act" dell '80.

²³ Nel 1983, 8 stati proibivano (e 18 stati limitavano) la diffusione di sportelli bancari oltre alla

banche sono generalmente favorevoli a leggi che permettano la costituzione di branches (filiali, succursali), in quanto esse risultano molto più convenienti rispetto all'alternativa di stabilire una unit bank, cioè una banca con la sola sede: una branch non deve necessariamente equilibrare depositi e prestiti, a differenza della banca unitariamente intesa.

Interstate Branching. La legge proibisce la costituzione di branches in un altro stato. Nella misura in cui le economie dei vari stati hanno aumentato il loro grado di integrazione si è accresciuta la domanda di servizi finanziari forniti su base interstatale. Nella pratica essi vengono in certa misura già forniti, però a costi molto più elevati di quelli che sarebbero possibili in presenza di una legislazione meno restrittiva.

sede principale di ciascuna banca, 24 stati (erano solo 9 nel 1929) non ponevano invece alcun limite alla diffusione di sportelli nel loro territorio (sempre che si trattasse di banche dello stato).

CAP. 2.STRUMENTI E SOGGETTI DELLA POLITICA MONETARIA

2.1 IL FEDERAL RESERVE SYSTEM

Furono gli avvenimenti del '29 e le relative conseguenze che dettero la spinta decisiva alla riorganizzazione di una banca centrale in grado di condurre la politica monetaria con un'ottica più incentrata a risolvere i problemi dell'intera nazione rispetto a quanto non fosse avvenuto in precedenza.

L'attuale struttura della Federal Reserve si deve alle riforme legislative contenute nel Banking Act del '35, che resero la Federal Reserve una banca centrale più efficace e la autorizzarono ad agire come un vero prestatore di ultima istanza in occasione di ogni futura crisi bancaria. In quell'occasione la Federal Reserve fu riorganizzata in direzione di una maggiore centralizzazione, con la riduzione di autonomia delle dodici Federal Reserve Banks regionali e l'attribuzione di maggiori poteri al ricostituito Board of Governors con sede in Washington. Con lo stesso obiettivo di aumentare il potere centrale fu stabilito, all'interno della Federal Reserve, il Federal Open Market Committee (Fomc), col compito di condurre le operazioni di mercato aperto. Sebbene la Federal Reserve sia stata ricostituita sulle basi di una maggiore centralizzazione, essa presenta caratteri ancora molto diversi rispetto alle banche centrali europee. Il fatto che 5 dei 12 presidenti delle Frb regionali abbiano diritto (a rotazione) a votare nei meeting del Fomc sta a testimoniare che, sebbene essi siano in minoranza, la Federal Reserve deriva da un compromesso tra il potere centrale e quelli locali rappresentati dai 12 distretti regionali.

Il Federal Reserve System comprende anche le banche private che ne sono membri: al riguardo va notato che il numero di banche non-membri è decisamente superiore a quello delle banche membri, ma la dimensione media delle prime è però molto inferiore, cosicché il sistema bancario risulta complessivamente dominato dalle grandi banche membri.

Il Board of Governors: sua organizzazione e funzioni

Il Board è composto di sette membri (governors) che sono nominati dal Presidente degli Stati Uniti; tali nomine sono soggette al consenso del Senato. È rilevante il fatto che la durata di tale incarico è di 14 anni, non rinnovabile; lo scopo di questa lunga durata è di isolare i governors da pressioni politiche. Tra questi 7 membri il Chairman è di gran lunga il più importante, molto più del vice-chairman. Entrambi vengono nominati dal Presidente, sempre con l'approvazione del Senato; la loro durata è di quattro anni, ed è rinnovabile. Il chairman rappresenta e parla per l'intero Board of Governors e il Federal Reserve System nei confronti del Presidente, del Congresso e dei governi stranieri; assegna agli altri governors i compiti loro spettanti nel controllo e direzione del Federal Reserve System trovandosi perciò in posizione di forza nei loro confronti; infine è anche presidente del Fomc.

Per quanto riguarda le sue funzioni bisogna dire che è il Board of Governors ad avere la maggior parte del potere all'interno del Federal Reserve System, visto che ha l'autorità di

stabilire le politiche generali per lo stesso Federal Reserve System.

Il Board controlla le operazioni delle Federal Reserve Banks ed ha la maggior voce in capitolo riguardo all'esecuzione della politica monetaria. Se infatti il Board of Governors in quanto tale non si impegna nell'esecuzione della politica monetaria, i suoi membri costituiscono la maggioranza dei componenti del Fomc. Il Board ha poi la responsabilità di fissare le riserve obbligatorie (che il Monetary Control Act dell'80 ha esteso anche alle banche non-membri) all'interno dei limiti minimo e massimo decisi dal Congresso.

Un'importantissima funzione è la coordinazione delle attività delle Federal Reserve Banks allo scopo di realizzare una politica monetaria nazionale. È il Board che approva le designazioni del presidente e del "senior" vice-presidente di ogni Reserve Bank e che ha l'autorità finale sui loro budget, avendo in questo modo il potere di esercitare le opportune pressioni su di esse.

La maggior parte dell'attività del Board consiste nell'adempimento delle sue responsabilità regolatorie; esse riguardano soprattutto la regolazione e la supervisione delle banche membri, l'amministrazione del Bank Merger Act e del Bank Holding Company Act e la regolazione delle attività estere delle banche statunitensi.

In aggiunta il Board raccoglie e pubblica dati sulle condizioni finanziarie del sistema economico.

Le Federal Reserve Banks

L'intero territorio degli Stati Uniti è diviso in 12 Fed. Res districts in ciascuno dei quali è operante una Federal Reserve Bank, il cui presidente è anche membro del Fomc. Le Frb forniscono prestiti alle istituzioni di deposito e assistono il Board of Governors nei suoi numerosi compiti di regolazione; forniscono anche tutta una serie di servizi alle istituzioni di deposito ed al governo federale, come la distribuzione della cartamoneta e delle monete metalliche, l'attività di compensazione per gli assegni, e il trasferimento di fondi da un conto di riserva a un altro. Sono le Federal Reserve Banks che propongono le variazioni del discount rate e infine esse raccolgono e pubblicano dati sulle condizioni finanziarie ed economiche a livello regionale. Un compito aggiuntivo della Federal Reserve Bank di New York è quello di eseguire le operazioni di mercato aperto su istruzioni del Fomc.

La struttura organizzativa delle Federal Reserve Banks evidenzia chiaramente come il Federal Reserve System sia stato costituito sulla base di un compromesso garante della rappresentanza privata accanto a quella governativa. Attualmente, se è vero che le azioni di ciascuna Federal Reserve Bank sono proprietà delle banche membri e che ben sei dei nove componenti del board of directors sono eletti dalle banche membri del rispettivo distretto, è anche vero che il board of directors è coinvolto in misura limitata nella conduzione della politica monetaria (si occupa solo di proporre le variazioni del discount rate). I rimanenti tre directors sono selezionati dal Board of Governors il quale nomina uno di essi chairman del board of directors. È il board of directors che nomina il presidente e il senior vicepresidente delle Federal Reserve Banks (per la durata di 5 anni rinnovabili e soggetti all'approvazione del Board of Governors). Il presidente si occupa dell'esecuzione della politica monetaria attraverso la partecipazione al Fomc, sostituito in caso di assenza dal senior vice-presidente.

La Federal Reserve e le istituzioni di deposito.

La relazione tra la Federal Reserve e le istituzioni di deposito è stata modificata radicalmente dal Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act dell'80, come già sopra accennato. Dal 1914 al 1980 la relazione della Federal Reserve con le istituzioni di deposito non era sostanzialmente cambiata, malgrado la Federal Reserve si fosse evoluta da originaria "banca per banchieri" a moderna banca centrale. In tutto questo periodo la Federal Reserve continuò ad avere contatti diretti solo con le banche membri, che sono obbligatoriamente le national banks e solo volontariamente le state-chartered banks. Solo le banche membri erano tenute a detenere una riserva obbligatoria e ad essere soggette alla regolazione federale e solo esse potevano usufruire direttamente dei prestiti e degli altri servizi (ad es. l'attività di compensazione degli assegni) forniti dalla Federal Reserve, che doveva richiedere speciali poteri d'emergenza per poter concedere prestiti alle istituzioni non-membri. In aggiunta, la dimensione del moltiplicatore tra riserve e moneta e credito dipende dalla distribuzione dei depositi del pubblico tra istituzioni membri e non-membri, e l'esistenza di un crescente numero di istituzioni di deposito non-membri rende più difficile il controllo della moneta e del credito. Questo è ciò che effettivamente accadde negli anni settanta, in quanto sempre meno i servizi forniti grazie all'adesione al Federal Reserve System compensavano l'onere di detenere riserve obbligatorie. Nell'80 oltre il 30% dei depositi a scopo di transazione erano detenuti presso istituzioni non-membri e così la maggior parte dei depositi vincolati e a risparmio. Di fronte alla prospettiva di vedere nell'80 le istituzioni di deposito non bancarie autorizzate ad accettare depositi a scopo di transazione, la Federal Reserve rinunciò alla sua richiesta di ottenere la membership obbligatoria per tutte le banche commerciali assicurate, e accettò l'autorizzazione del Congresso ad imporre le riserve obbligatorie a fronte di tutti i depositi a scopo di transazione e i depositi vincolati non di persone fisiche presso tutte le istituzioni di deposito. Ciò non comportava l'obbligo per esse di diventare membri del Federal Reserve System e perciò di accettare la regolazione e supervisione della Federal Reserve. D'altro lato esse potevano usufruire dei servizi resi dalla Federal Reserve alla pari di tutte le altre banche membri. La Federal Reserve non ha perciò più un diretto rapporto solo con le banche membri, anche se ha dovuto accettare di rinunciare alla regolazione delle istituzioni di deposito non-membri con cui è ora a diretto contatto e nei confronti delle quali esercita perciò le proprie funzioni di banca centrale.

Da questi sviluppi risulta però evidente come il potere detenuto dalla Federal Reserve debba sempre fare i conti con interessi locali fortemente radicati, e come essa si trovi perciò in una situazione di minor forza rispetto alle banche centrali di altri paesi.

Il Federal Open Market Committee

Le decisioni riguardanti le operazioni di mercato aperto, vale a dire lo strumento più importante della politica monetaria negli Stati Uniti, sono prese dal Fomc. Per quanto riguarda le politiche relative al discount rate e alle riserve obbligatorie esse sono coordinate, e in larga misura subordinate, alle politiche del Fomc.

Il Fomc è composto di 12 membri: i 7 membri del Board of Governors e i rappresentanti di 5 delle 12 Federal Reserve Banks. In realtà i rappresentanti di tutte e 12 le Federal Reserve Banks partecipano alle discussioni di ogni incontro, però solo 5, a rotazione, possono votare. La ragione di tale procedura si trova, come visto sopra, nella decisione presa nel '35 di dare maggiore centralizzazione al Federal Reserve System attribuendo la maggioranza dei voti all'interno del Fomc al Board of Governors. Il diritto di votare ad ogni meeting non è ripartito in

maniera eguale tra le 12 Federal Reserve Banks, bensì sulla base di considerazioni politiche ed economiche.

La Federal Reserve Bank di New York, per la sua maggiore importanza ed il compito ad essa assegnato di eseguire le operazioni di mercato aperto vota ad ogni meeting del Fomc. Dei 4 voti restanti, uno è riservato alle Federal Reserve Banks di Chicago e Cleveland, che votano in anni alternati (ciò rispecchia il potere economico e politico goduto dai due distretti nel 1935). Rimangono tre voti per nove banche, per cui ognuna di esse voterà ogni tre anni. Chairman del Fomc è il Chairman del Board of Governors, mentre vice-chairman è il presidente della Federal Reserve Bank di New York.

Il Fomc si riunisce all'incirca ogni 6 settimane a Washington, D.C.; a questi meeting partecipano solo i membri e il piccolo staff del Fomc. Le deliberazioni del Fomc riguardano la desiderata crescita delle riserve, della moneta e del credito nonché i limiti delle fluttuazioni da un mese all'altro del tasso di interesse su fondi federali.

Una volta prese queste decisioni, esse vengono espresse nella forma di una direttiva alla Federal Reserve Bank di New York, nell'ambito della quale la responsabilità per la sua corretta esecuzione spetta al manager dell'open market account.

È poi il trading desk ad effettuare praticamente le operazioni di mercato aperto. Il manager comunica giornalmente ai membri del Fomc e ai loro staff le informazioni relative all'esecuzione delle operazioni di mercato aperto.

Il processo decisionale del Fomc è definito a due stadi.

Nel primo vengono stabiliti gli obiettivi finali della politica monetaria e si devono prendere le decisioni relative al livello di crescita della moneta ritenuto compatibile col raggiungimento di quegli obiettivi finali. In questa discussione si tiene conto del ritardo con cui variazioni della moneta influiscono sugli obiettivi finali. In relazione all'obbligo per la Federal Reserve di riferire due volte all'anno al Congresso sugli obiettivi finali e sulla crescita degli aggregati monetari (obiettivi intermedi della politica monetaria), nel mese di febbraio tali obiettivi intermedi sono fissati per la durata di un anno e a luglio essi vengono rivisti e vengono preliminarmente stabiliti i nuovi obiettivi di crescita degli aggregati monetari per l'anno successivo. In particolare questi obiettivi intermedi non consistono in uno specifico tasso di crescita degli aggregati monetari, bensì in un limite minimo e massimo del tasso di crescita (range). Il motivo di ciò è che, da una parte, esiste sempre una certa dose di incertezza riguardo la relazione tra la moneta e gli obiettivi ultimi della politica monetaria e che, dall'altra, risulta così più facile raggiungere un accordo all'interno del Fomc. Il secondo stadio del processo decisionale riguarda la fissazione di tassi di crescita di breve periodo per gli aggregati monetari e, quindi, il relativo sentiero di crescita delle riserve e i limiti alla fluttuazione del tasso sui fondi federali. L'intervallo di tempo cui si riferiscono tali decisioni è quello compreso tra 2 meeting del Fomc e lo scopo è quello di garantire un andamento della moneta di breve periodo il più vicino possibile all'obiettivo per il suo tasso di crescita di più lungo periodo (che a questo livello decisionale è dato). In questa parte del processo decisionale sono cruciali le previsioni relative all'andamento della domanda ed offerta di moneta nelle successive sei settimane. Nei due stadi sono perciò diversi gli intervalli di tempo per i quali le decisioni vengono prese.

L'indipendenza della Federal Reserve

Considerato l'importante ruolo svolto dal Fed, Res. System all'atto della sua costituzione si cercò di renderlo il più possibile indipendente da pressioni politiche. Innanzitutto la Federal

Reserve fu esclusa dal normale processo politico; non è sotto il diretto controllo del Presidente in quanto non è un ramo esecutivo del governo; il Presidente nomina il chairman e il vice-chairman e i governors (con l'approvazione del Senato), ma oltre a ciò non interviene ulteriormente nelle attività della Federal Reserve. La stessa durata della carica a membro del Board of Governors, 14 anni, dovrebbe costituire una garanzia di indipendenza, assieme al fatto che le scadenze delle cariche dei vari governors sono distribuite nel tempo, cosicché normalmente un Presidente nel giro di 4 anni dovrebbe avere la possibilità di designare solo due dei sette membri del Board of Governors. In realtà, a causa di morti e dimissioni, il turnover è molto più rapido; oltretutto, coloro che sono designati per sostituire un altro membro prima dello scadere dei 14 anni, possono essere rinnovati per l'intero periodo dei 14 anni, perciò possono avere tutto l'interesse a mostrarsi favorevoli alla politica presidenziale. In aggiunta le cariche di chairman e vice-chairman durano solo 4 anni (e sono rinnovabili) per cui sono superiori le possibilità di influenza da parte del Presidente, che ha tutto l'interesse a cercare di nominare un chairman a lui favorevole in considerazione del grande potere che il chairman possiede. Però bisogna considerare che queste cariche non hanno una scadenza contemporanea a quella presidenziale, per cui un Presidente può trovarsi di fronte, anche per più anni, un chairman che è stato designato dal suo predecessore. Inoltre, nella sua scelta il Presidente deve nominare una persona di notevole statura o a livello governativo, o come banchiere, o del mondo degli affari, e che oltre a queste caratteristiche abbia anche un certo grado di esperienza nella conoscenza dei problemi cui si trova di fronte la Federal Reserve. Basti pensare al notevole prestigio che William Mc Chesney Martin seppe dare alla carica di chairman a livello sia interno che internazionale, limitando perciò considerevolmente le possibilità di scelta del Presidente.

Anche nella nomina dei governors risulterebbe politicamente molto sconveniente per un Presidente cercare a tutti i costi di guadagnare un voto all'interno del Board of Governors. In ogni caso, malgrado una serie di limitazioni che di volta in volta possono giocare un peso diverso, attraverso la nomina del chairman il Presidente ha notevoli possibilità di influenzare direttamente la politica della Federal Reserve.

Per quanto riguarda i rapporti col Congresso, l'indipendenza della Federal Reserve è garantita dal fatto che il Congresso non ha la possibilità né di rivedere in qualche modo né di approvare il budget della Federal Reserve. Le entrate della Fed.Res. provengono soprattutto dagli interessi sul suo portafoglio di titoli pubblici e dai prestiti concessi alle istituzioni di deposito, e le sue spese vengono effettuate indipendentemente da qualsiasi autorizzazione del Congresso. Fu soprattutto a partire dagli anni settanta, di fronte all'inflazione e alla disoccupazione che colpirono il sistema economico, che un numero crescente di membri del Congresso cominciò ad interessarsi maggiormente della conduzione della politica monetaria. Tale processo culminò, nel '78, con l'approvazione del Full Employment and Balanced Growth Act (cosiddetto Humphrey-Hawkins Act) che richiese alla Federal Reserve di annunciare semestralmente i suoi piani relativi alla crescita della moneta e del credito, assieme alla spiegazione della relazione tra tali obiettivi e gli obiettivi finali indicati dal Presidente degli Stati Uniti nel suo Economic Report. Certamente il Monetary Policy Report to Congress rispetta, da un punto di vista formale, la legge suddetta, però, in quanto agli obiettivi della Federal Reserve, essi sono spesso indicati in maniera piuttosto generica, cosicché secondo alcuni lo spirito della legge non viene affatto rispettato. Perciò, malgrado il fatto che il Congresso, da un punto di vista puramente formale, abbia la possibilità di rinnovare completamente la Federal Reserve, magari riducendone fortemente l'indipendenza, in pratica il controllo del Congresso sulla Federal Reserve rimane debole.

Per i rapporti col Tesoro bisogna distinguere le operazioni che la Federal Reserve esegue in quanto agente del Tesoro (il Tesoro detiene depositi presso le Federal Reserve Banks sui quali versa le imposte riscosse e su cui preleva per le sue spese; le Federal Reserve Banks pagano gli interessi sul debito pubblico riducendo i depositi del Tesoro, accettano le offerte del pubblico

per l'acquisto dei titoli pubblici, consegnano questi titoli, ecc.) dalle azioni di politica monetaria. Ricordiamo che negli Stati Uniti, per legge, la Federal Reserve non può prestare direttamente al Tesoro il quale, se in deficit, si può finanziare solo con emissione di titoli; solo la Federal Reserve può emettere moneta per cui, in corrispondenza di un certo deficit del Tesoro, è essa che decide se e in che misura aumentare la base monetaria acquistando titoli pubblici, in base ai suoi obiettivi di politica monetaria. Evidentemente il Tesoro preferisce che i suoi deficit siano finanziati indirettamente attraverso l'acquisto di titoli pubblici da parte della Federal Reserve per impedire un eccessivo rialzo dei tassi di interesse che deve pagare sui suoi titoli e, difatti, in certi periodi, come durante la guerra del Vietnam, la Federal Reserve è intervenuta ad acquistare titoli pubblici con l'evidente obiettivo di evitare l'eccessivo innalzamento del tasso di interesse su di essi. In ogni caso, l'accordo del 1952 tra la Federal Reserve e il Tesoro liberò la prima dall'obbligo di garantire bassi tassi di interesse sul debito pubblico, e l'indipendenza che il Congresso ha voluto conferirle le dà la possibilità di intervenire a sua discrezione (cioè in base ai suoi obiettivi) anche in periodi caratterizzati da larghi deficit del Tesoro²⁴.

Non mancano nemmeno forze economiche che mirano a influenzare la Federal Reserve in quanto direttamente interessate dalle decisioni di questa. Basti pensare alle potenti lobbies rappresentanti gli interessi dell'edilizia e delle thrift institutions che in passato sono state danneggiate assai fortemente dalle strette creditizie e dai relativi aumenti dei tassi di interesse.

In definitiva è molto difficile dire quanto grande sia l'indipendenza della Federal Reserve; è certo che una piena indipendenza politica è praticamente impossibile. L'obbligo della presentazione al Congresso di un rapporto sui suoi obiettivi potrebbe, in certa misura, averne eroso l'indipendenza, ma è sicuro che ad essa rimane considerevole autonomia e potere²⁵.

2.2 MODALITÀ DI REALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

1. Gli strumenti della politica monetaria

Sia le operazioni di mercato aperto, che le riserve obbligatorie, che i prestiti alle istituzioni di deposito possono essere utilizzati per modificare l'ammontare di riserve detenute dalle istituzioni di deposito, che sono alla base del processo di moltiplicazione della moneta e del credito. Il fatto che le operazioni di mercato aperto costituiscono di gran lunga lo strumento più importante deriva dall'esistenza negli S.U. di un grandissimo mercato interbancario e dalla loro maggiore convenienza e flessibilità.

Negli ultimi anni si è avuta anche una certa rivalutazione degli altri due strumenti.

Le operazioni di mercato aperto. Attraverso l'acquisto e la vendita da parte dell'Open Market Desk di titoli pubblici vengono rispettivamente fornite e sottratte riserve al sistema bancario. La grande flessibilità di questo strumento deriva dal fatto che la Federal Reserve può rapidamente

²⁴ H.C. Wallich e politica monetaria Keir: "The role of operating guides in U.S. monetary policy: a historical review", FRB, sept. '79, p. 679-691.

²⁵ Sull'indipendenza della Federal Reserve cfr. J.T. Woolley: "Monetary politics. The Federal Reserve and the theory of monetary politics", '84.

invertire la direzione del suo intervento o variarne il grado di intensità. Per la sua riconosciuta flessibilità l'uso di questo strumento non comporta un effetto di annuncio (della direzione della politica monetaria) come gli altri due strumenti. Se è vero che le riserve potrebbero essere fornite o sottratte al sistema bancario anche tramite la compravendita di titoli emessi da imprese private, se la Federal Reserve agisse in tale modo verrebbe fortemente accusata di favorire o danneggiare questi o quei soggetti per gli effetti della sua azione sul prezzo e l'interesse di quei titoli. Come già detto le decisioni relative alle operazioni di mercato aperto vengono prese dal Fomc.

Le riserve obbligatorie. Le decisioni relative al livello delle riserve obbligatorie vengono prese dal Board of Governors nell'ambito di limiti minimi e massimi stabiliti dal Congresso. È chiaro che, per una data quantità di depositi, un incremento delle riserve obbligatorie riduce la quantità di moneta e credito dell'economia e viceversa. In teoria, le riserve obbligatorie potrebbero essere usate al posto delle operazioni di mercato aperto per controllare la quantità di moneta e credito dell'economia, ma nella realtà si presentano dei grossi problemi. Variare le riserve obbligatorie risulta assai complicato, sia per il gran numero di istituzioni di deposito che devono essere avvisate, sia per la complessità della struttura delle riserve obbligatorie, che variano in funzione dei differenti tipi di passività e per istituzioni di deposito di differente grandezza; manca perciò la flessibilità propria delle operazioni di mercato aperto. Un altro problema è costituito dal fatto che variazioni delle riserve obbligatorie influenzano direttamente la profittabilità delle istituzioni di deposito, in quanto queste riserve non danno alcun interesse. Le istituzioni di deposito perciò si oppongono alla crescita del livello delle riserve obbligatorie, mentre sono assai favorevoli ad una loro diminuzione; con le operazioni di mercato aperto si evita anche questo problema.

In definitiva, vista la scarsità delle variazioni delle riserve obbligatorie, esse sono legate alla volontà, da parte della Federal Reserve, di evidenziare uno spostamento nella direzione della politica monetaria. A volte variazioni delle riserve obbligatorie sono state usate allo scopo di incidere su determinate passività e su certi tipo di istituzioni di deposito, come ad esempio sui large CDs²⁶ oppure sulle passività in eurodollari, tipicamente detenute dalle maggiori istituzioni di deposito. Un aumento delle riserve obbligatorie su queste componenti sta ad indicare l'intenzione della Federal Reserve di scoraggiare il ricorso a queste fonti di finanziamento, di cui si possono avvantaggiare soprattutto le più grandi istituzioni di deposito.

Il Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act del 1980 modificò sostanzialmente il livello delle riserve obbligatorie e il numero delle istituzioni di deposito soggette a riserva obbligatoria (tutte quelle che accettano depositi a scopo di transazione e/o depositi vincolati compresi quelli a risparmio non di persone fisiche). Attualmente la percentuale di riserve obbligatorie richiesta sui depositi a scopo di transazione varia a seconda della loro dimensione totale presso l'istituzione di deposito in questione; inizialmente il limite di passaggio dal 3% al 12% era di 25 milioni di dollari, soggetto ad aumentare nel tempo in misura proporzionale alla crescita di tali conti presso tutte le istituzioni. Per quanto riguarda i non personal time accounts, su di essi era richiesta una riserva obbligatoria del 3% indipendentemente dalla loro dimensione totale presso una istituzione di deposito. Al Board of Governors fu data la possibilità di variare le percentuali richieste sui vari tipi di depositi entro limiti prefissati dal Congresso. Tra gli altri poteri concessi al Board vi è in particolare quello di imporre qualsiasi riserva obbligatoria su qualsivoglia passività di ogni classe di istituzioni di deposito (si richiede però il voto favorevole di almeno 5 membri) nel caso in cui circostanze straordinarie richiedano tale azione.

²⁶ Si tratta di certificati di deposito a tempo negoziabili di importo pari o superiore a 100.000 dollari e possono essere emessi sia da banche commerciali che da thrift institutions. Attualmente fanno parte dell'aggregato monetario M3.

Se si considera che è stato fissato un periodo di 8 anni per il completo adeguamento da parte delle istituzioni di deposito non-membri alla nuova struttura di riserve obbligatorie (mentre per le banche membri questo periodo era stato stabilito pari a 4 anni), si comprende come ciò non contribuisca, per il periodo, a migliorare la stabilità (e quindi la prevedibilità) del rapporto tra le riserve e la quantità di moneta e di credito. Tutte le considerazioni effettuate portano a non ritenere che lo strumento delle riserve obbligatorie possa essere attivamente usato come strumento della politica monetaria.

Prestiti alle istituzioni di deposito

Quando le istituzioni di deposito hanno bisogno di riserve e non possono o non vogliono procurarsele tramite il mercato dei fondi federali, esse ricorrono ai prestiti forniti dalle FRB, ottenendo così borrowed reserves. Si parla a questo proposito di ricorso alla discount window, poiché un tempo questi prestiti venivano forniti tramite sportelli (window) simili agli sportelli di cassa.

Per quanto riguarda l'amministrazione della discount window è il Board of Governors a fissarne le relative regole e, per quanto riguarda le variazioni del discount rate, mentre la decisione definitiva è presa dal Board, le proposte in tale senso sono avanzate dai board of directors delle Federal Reserve Banks.

Innanzitutto va detto che, a differenza di quanto accadeva inizialmente, la Fed. Res non sconta più, nei confronti delle istituzioni di deposito, i prestiti usati come collaterali, anche se l'interesse fatto pagare dalla Federal Reserve sui prestiti concessi continua ad essere chiamato discount rate. Variazioni del discount rate modificano la convenienza delle istituzioni di deposito a ricorrere alla discount window per ottenere le riserve di cui hanno bisogno. Quindi, attraverso opportune variazioni del discount rate è possibile raggiungere uno stretto controllo della quantità di moneta. Siccome però lo strumento principalmente usato per controllare le riserve, e quindi la moneta, è quello delle operazioni di mercato aperto, il ricorso alla discount window viene ad assumere un particolare significato. Tale ricorso, infatti, non è libero, come si può facilmente capire dal fatto che normalmente il discount rate si trova al di sotto del tasso sui fondi federali. Si parla infatti di "amministrazione della discount window" per far riferimento ad un insieme di regole che non sono mai completamente specificate, ma che sono ben comprese sia dalla Fed. Res che dalle istituzioni che vi ricorrono. Queste regole impediscono ad una istituzione di deposito di prendere a prestito dalla discount window e poi di collocare sul mercato tali fondi ad un tasso di interesse superiore. Una prima funzione della discount window è quella di fornire prestiti in occasione di impreviste diminuzioni della passività; è altresì evidente che non ci si aspetta che questo avvenga frequentemente, cosicché ogni istituzione di deposito cercherà di far ricorso il meno possibile a questo credito di ultima istanza, sia per salvaguardare la possibilità di ricorrervi in futuro, sia per non ingenerare nel pubblico la convinzione dell'esistenza di difficoltà. In generale alle istituzioni minori è reso più facile l'accesso alla discount window per la loro minore capacità di ricorrere al mercato dei fondi federali e ad altre forme di finanziamento. È poi possibile ricorrere alla discount window in situazioni d'emergenza, quando cioè una grande quantità di depositanti ritira i propri fondi per timore di gravi difficoltà dell'istituzione di deposito. Questa funzione è molto importante per poter affrontare le eventuali crisi finanziarie, anche perché in situazioni d'emergenza (decise da almeno 5 membri del Board of Governors) la Federal Reserve potrebbe praticamente prestare a chiunque. L'ultima funzione consiste nel cosiddetto seasonal borrowing privilege, cioè nel prestare a quegli istituti la cui attività è caratterizzata da alti e bassi relativi al ciclo degli affari dell'area economica in cui essi operano; si tratta tipicamente di istituti di piccole dimensioni

situati in zone agricole.

In definitiva, malgrado il fatto che le riserve fornite tramite la discount window non siano da un punto di vista quantitativo una fonte molto importante di riserve, tale credito di ultima istanza svolge una funzione di cruciale importanza per garantire la stabilità dell'intero sistema. I motivi per cui il discount rate è tenuto normalmente al di sotto del tasso sui fondi federali risultano evidenti: sarebbe controproducente se una istituzione già in difficoltà dovesse pagare un interesse superiore rispetto a quello che pagherebbe per raccogliere fondi sul mercato.

Un'altra caratteristica del discount rate, cioè il fatto che esso non viene frequentemente variato, deriva dalla possibilità di limitare il ricorso alla discount window tramite l'amministrazione di essa. È anche vero che maggiore è il divario tra il tasso sui fondi federali e il discount rate e maggiore sarà la propensione delle istituzioni di deposito a ricorrere alla discount window, però normalmente, le sue poco frequenti variazioni hanno un significato di annuncio di cambiamenti della politica monetaria. È questo il motivo per cui variazioni del discount rate provocano analoghe variazioni del tasso di interesse applicato dalle istituzioni di deposito sui loro prestiti, anche se le riserve fornite tramite la discount window sono una percentuale bassissima rispetto alle passività totali, e quindi non in grado di provocare una variazione significativa del costo delle passività.

Tendenze recenti circa il ruolo degli strumenti della politica monetaria

Una prima considerazione riguarda il rafforzamento, operato dal Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act del ruolo delle riserve obbligatorie. Mentre in precedenza l'uso e l'efficacia di questo strumento era limitato fortemente dal fatto che un'istituzione poteva sottrarsi a tale obbligo rinunciando ad essere membro del Federal Reserve System, ora, con l'estensione a tutte le istituzioni di deposito dell'obbligo di detenere riserve obbligatorie questa debolezza è stata eliminata. In aggiunta, attraverso la nuova struttura di riserve obbligatorie, che sono state estese ai depositi a scopo di transazione di tutte le istituzioni di deposito (che assieme al circolante e ai depositi a domanda costituiscono M1) si è cercato di migliorare il controllo automatico di M1. Mentre in precedenza lo spostamento di un deposito a scopo di transazione da un'istituzione membro del Federal Reserve System ad un'istituzione non-membro comportava un eccesso di riserve, e perciò la possibilità di un'espansione di M1, ora questo non potrebbe più accadere (visto che non verrebbe più meno la necessità di tenere riserve obbligatorie). La Federal Reserve ha anche cercato, in alcuni periodi, di dare in qualche modo flessibilità all'uso del discount rate, introducendo una penalità (dai 2 ai 4 punti percentuali in più rispetto al discount rate normale) a carico delle grandi banche che fanno frequente uso della discount window. L'obiettivo, già accennato in precedenza, è quello di evitare l'eccessivo ricorso alla discount window da parte delle grandi banche con ampio accesso al mercato monetario, e di favorire invece il ricorso ad essa da parte delle banche minori.

In conclusione, il principale strumento della politica monetaria è costituito dalle operazioni di mercato aperto; per quanto riguarda le variazioni discrezionali degli altri due strumenti, sebbene sia aumentato lo spazio per una loro maggiore utilizzazione, esse, per le difficoltà precedentemente indicate, sono difficilmente attuabili: basti pensare all'effetto di annuncio legato alle variazioni del discount rate e alla difficoltà di variare le riserve obbligatorie per la complessità della loro struttura. Sia per il controllo del tasso di interesse sui fondi federali, sia delle nonborrowed reserves (nonché delle borrowed reserves), le operazioni di mercato aperto restano lo strumento dotato di maggiore flessibilità.

Controlli sul credito. Negli Stati Uniti i controlli diretti messi in atto per cercare di controllare alcuni tipi di credito non hanno mai avuto molto successo, vista l'elevata competitività della struttura creditizia statunitense. Tali tentativi sono stati tipicamente frustrati dall'introduzione di nuove forme di credito in grado di aggirare i controlli. Sia durante la seconda guerra mondiale che durante la guerra di Corea si cercò di limitare il credito disponibile per la domanda di beni di consumo; questi controlli sono poi stati abbandonati in tempo di pace.

Nel 1969 il Congresso approvò il Credit Control Act, che dava l'autorità al Board of Governors di regolare e controllare qualsiasi forma di credito una volta che il Presidente degli Stati Uniti avesse deciso che tali controlli erano necessari per combattere l'inflazione. Questa legge non aveva precedenti negli Usa e vi fece ricorso solo Carter nel 1980, adottando controlli sul credito al consumo. Tale programma di controllo ridusse l'espansione del credito (con conseguente declino del prodotto reale) soprattutto a causa della confusione e dell'apprensione provocata nei mercati finanziari; fu così abbandonato pochi mesi dopo. Il Credit Control Act smise di essere in vigore nel giugno dell'82.

2. LE PROCEDURE OPERATIVE

Aspetti generali

Prima di procedere all'esposizione delle differenti procedure operative che si sono succedute dagli anni settanta fino agli ultimi anni, è indispensabile analizzare il mercato delle riserve totali e fare alcune considerazioni generali sul problema della scelta della procedura operativa. Tale analisi è importante perché nel breve periodo sono molto diversi gli effetti sulle riserve e sul tasso sui fondi federali di un disturbo dal lato della domanda o dell'offerta di riserve, a seconda della procedura operativa adottata.

Le riserve detenute dalle istituzioni di deposito si possono distinguere in circolante e depositi presso le Frb. Le riserve sono tenute in parte come riserve obbligatorie e, per la parte restante, per far fronte ai prelevamenti del pubblico; le borrowed reserves sono quelle ottenute tramite la discount window e la dimensione delle restanti, le nonborrowed reserves, è determinata dalle operazioni di mercato aperto dell'Open Market Desk. Siccome le riserve obbligatorie non danno alcun interesse, il costo-opportunità di doverle detenere è dato dal tasso sui fondi federali, che è il tasso applicato alle riserve che le istituzioni di deposito prestano l'una all'altra²⁷.

La domanda di riserve può, perciò, essere considerata come una funzione decrescente del tasso sui fondi federali. L'esistenza di riserve obbligatorie sui depositi porta ad una stretta relazione tra la domanda di moneta del pubblico (che, senza entrare qui in dispute teoriche, può essere posta in funzione della spesa totale dell'economia e dei tassi di interesse) e la domanda di

²⁷ Fu dalla metà degli anni '60 che le grandi banche commerciali americane con temporanea deficienza di riserve incominciarono a far più attivamente pressione per prendere a prestito tali riserve dalle banche con temporanei surplus di riserve. Ben presto poté svilupparsi un mercato nazionale per i fondi federali, il cui tasso ne rifletteva immediatamente le variate condizioni; tale tasso sostituì il tasso sui buoni del Tesoro a 90 giorni come indicatore delle tendenze della politica monetaria. La maggior parte delle transazioni sul mercato dei fondi federali hanno la durata di un giorno, e sono facilitate dall'esistenza di brokers che raccolgono ordini di offerta e domanda di riserve in tutta la nazione.

riserve da parte delle istituzioni di deposito.

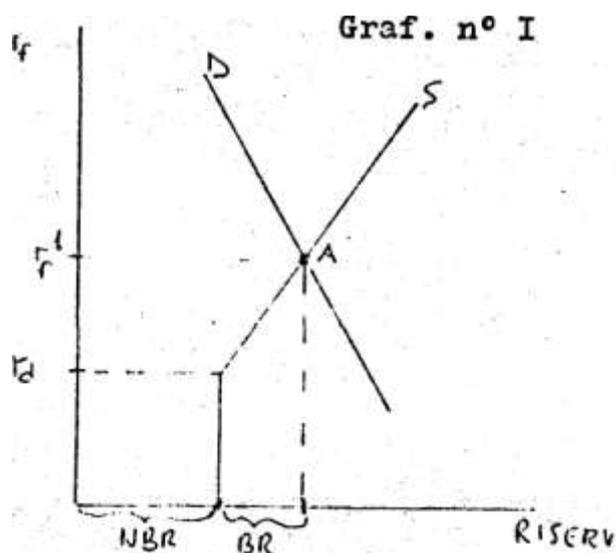
Tra le influenze che possono provocare spostamenti nella curva di domanda delle riserve vi possono essere disturbi impreveduti alle componenti della domanda di moneta (al circolante e alla domanda di depositi, sia automaticamente sia attraverso una variazione della domanda aggregata), oppure impreveduti spostamenti nella domanda di riserve obbligatorie o di riserve in eccesso.

Dal lato dell'offerta, l'ammontare di riserve fornite tramite la discount window dipende, come visto in precedenza, sia dal livello del discount rate rispetto al tasso sui fondi federali sia dalle regole secondo cui viene amministrata la discount window. Nella misura in cui il discount rate è superiore al tasso sui fondi federali, la quantità di borrowed reserves sarà sicuramente molto bassa e assai poco sensibile a piccole variazioni del tasso sui fondi federali.

rg: tasso sui fondi federali

rd: discount rate

NBR: non borrowed reserves



BR: borrowed reserves

Volendo esprimere graficamente questa parte della curva dell'offerta di riserve (in cui $r_f < r_d$) essa apparirebbe sostanzialmente come una linea verticale sul livello delle nonborrowed reserves. La pendenza della curva dell'offerta di riserve nel tratto in cui $r_f > r_d$ dipende da come viene amministrata la discount window; è chiaro che se il ricorso ad essa fosse completamente libero, nessuno pagherebbe un tasso sui fondi federali superiore al discount rate e perciò nel tratto in questione la curva sarebbe potenzialmente infinitamente elastica. L'amministrazione della discount window riguarda i vincoli posti al totale delle borrowed reserves che possono essere prese a prestito da parte di una singola istituzione di deposito in rapporto al totale delle sue riserve obbligatorie, e alla durata e frequenza di tali prestiti.

Quando si deve decidere quale procedura operativa adottare per poter meglio garantire il raggiungimento dell'obiettivo intermedio della politica monetaria si fronteggia un problema strettamente legato alla difficoltà di prevedere quali saranno i disturbi maggiori che si presenteranno; scegliere una procedura operativa vuol dire scegliere quale debba essere la variabile strumentale su cui il Fomc decide di operare: la base monetaria, le riserve totali, le nonborrowed reserves o il tasso sui fondi federali. Una volta che il Fomc decide quali valori assegnare alla variabile strumentale, questi non possono essere modificati fino al successivo meeting del Fomc (anche se esiste la possibilità, oltre ai normali meeting, di ulteriori incontri telefonici). Il problema è che, tra un meeting e l'altro si possono verificare disturbi impreveduti sia

dal lato dell'offerta che dal lato della domanda del mercato monetario, o disturbi esterni ai mercati finanziari, tali da impedire il raggiungimento del valore assegnato all'obiettivo intermedio nel brevissimo termine. Una grossa fonte di incertezza è data dal fatto che non esiste una procedura operativa in grado di controbilanciare automaticamente tutti i possibili imprevisti disturbi che si possono verificare.

Ad esempio, se la variabile strumentale è il tasso sui fondi federali e l'obiettivo intermedio è dato da un certo tasso di crescita della moneta, un disturbo proveniente da una maggiore domanda di riserve in eccesso da parte delle istituzioni di deposito, comportando un aumento del tasso sui fondi federali, viene controbilanciato da operazioni di mercato aperto che forniscono tali riserve per impedire l'innalzamento del tasso suddetto oltre i limiti fissati; ciò non produce effetti sulla quantità di moneta. Se invece il disturbo provenisse dal settore reale, a causa di un aumento della domanda aggregata, anche in questo caso sarebbero da fornire le riserve richieste, però ciò comporterebbe un aumento della moneta, e quindi il disturbo non sarebbe controbilanciato con un aumento dei tassi di interesse.

Nell'adottare una certa procedura operativa ci si deve chiedere, perciò, quali disturbi si verificherebbero più spesso, più a lungo, e saranno di maggiori dimensioni ed adottare quella procedura operativa che meglio permette di controbilanciare quei disturbi. A questo proposito le capacità di previsione della Federal Reserve sono molto limitate, così come quelle di individuazione e identificazione dei disturbi non appena essi appaiono. Se nel brevissimo periodo il Fomc non può cambiare i valori assegnati alla variabile strumentale, questo può essere fatto al successivo meeting, una volta riconosciuta l'importanza di far fronte a certi disturbi che la procedura operativa utilizzata non controbilancia automaticamente. D'altro canto, le incertezze sulle informazioni relative allo stato dell'economia e dei mercati finanziari e sugli effetti delle azioni della Federal Reserve possono non rendere desiderabile modificare in misura decisa uno strumento non appena si individua un certo disturbo. Ecco perché risulta molto importante nel breve periodo la scelta della procedura operativa e perché la modificazione del valore assegnato alla variabile strumentale costituisce solo una via d'uscita parziale. Nel più lungo periodo, invece, il tipo di procedura operativa utilizzata tende a perdere importanza rispetto a decisioni discrezionali sul valore da assegnare alla variabile strumentale²⁸.

Dal 1970 si sono succeduti tre diversi tipi di procedure operative. Gli obiettivi intermedi sono sempre consistiti in determinati tassi di crescita degli aggregati monetari, mentre di volta in volta la variabile strumentale è stata rappresentata dapprima dal tasso sui fondi federali, poi dalle nonborrowed reserves, e infine dalle borrowed reserves²⁹.

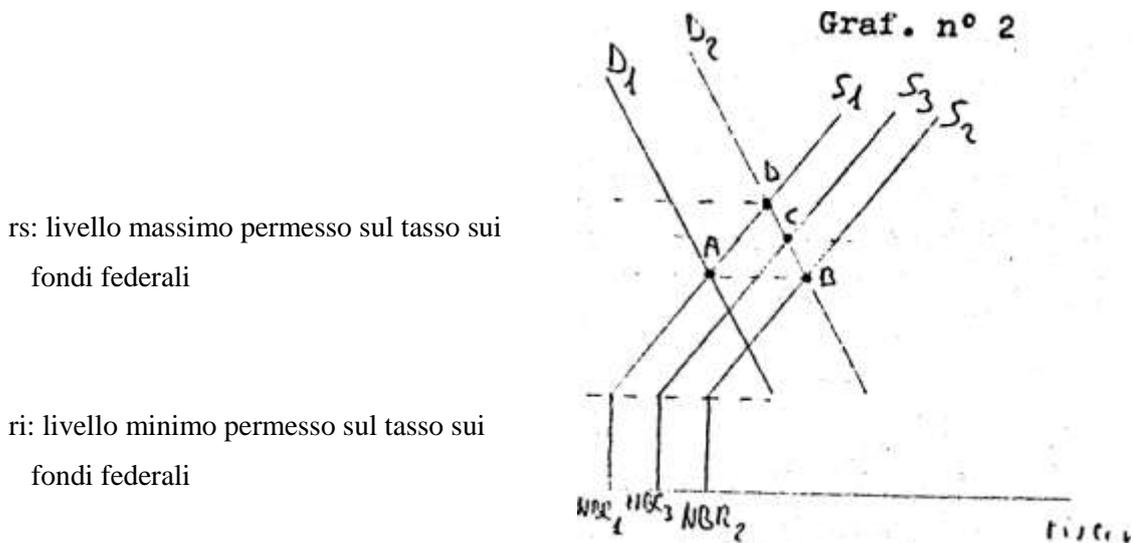
1) *Dal 1970 all'ottobre 1979*

In questo periodo la Federal Reserve tentò di controllare lo stock di moneta (obiettivo intermedio) fissando limiti di variazione abbastanza stretti per il tasso sui fondi federali (variabile strumentale). Ad ogni meeting il Fomc stabiliva i limiti minimo e massimo di crescita di breve periodo degli aggregati monetari rispetto alla media del mese precedente il meeting fino al mese in cui era programmato il meeting successivo e stabiliva i limiti minimo e massimo del tasso sui fondi federali, specificando spesso quale fosse il livello iniziale.

²⁸ Per i confronti tra le varie procedure operative in presenza di diversi tipi di disturbi cfr. R. C. Bryant: "Controlling money. The Federal Reserve and its critics", The Brookings Institution, 1983.

²⁹ Sulle diverse procedure operative adottate v. R. A. Gilbert: "Operating procedures for conducting monetary policy", FBR of St. Louis rev., febr. '85, p. 13-21.

L'Open Market Desk doveva perciò effettuare le opportune operazioni di mercato aperto necessarie per tenere il tasso sui fondi federali entro i limiti prefissati, permettendo eventualmente ad esso di salire verso il limite superiore nel caso in cui la moneta tendesse a crescere eccessivamente e viceversa.



Nel grafico, essendo r_f il tasso iniziale sui fondi federali e r_s e r_i rispettivamente i limiti superiore e inferiore, in presenza di un aumento imprevisto della domanda di riserve (da D_1 a D_2) comporta una maggiore pressione sul mercato dei fondi federali, con un innalzamento del relativo tasso.

In assenza di qualsiasi intervento da parte della Federal Reserve il punto di equilibrio si sposterebbe da A a D , dove le nonborrowed reserves sarebbero rimaste invariate per l'assenza di operazioni di mercato aperto, mentre sarebbe aumentata la fornitura di borrowed reserves per il maggiore ricorso delle banche alla discount window a causa dell'accresciuto differenziale tra il tasso sui fondi federali e il discount rate. Invece, nella procedura operativa analizzata, non potendo permettere un innalzamento del tasso sui fondi federali come quello corrispondente al punto D (r_f), la Federal Reserve interviene con operazioni di acquisto sul mercato dei fondi federali, aumentando l'offerta di riserve almeno fino alla curva S_3 (NBR_3), che interseca la curva D_2 nel nuovo punto di equilibrio di breve periodo C , corrispondente al livello massimo consentito del tasso sui fondi federali. In questo caso la domanda di riserve è soddisfatta in parte con nonborrowed reserves e in parte con borrowed reserves, per il maggior ricorso alla discount window derivante dell'aumentato differenziale tra r_f e r_d .

Per mantenere invariato il tasso sui fondi federali sarebbe necessario fornire tutte le riserve domandate tramite operazioni di mercato aperto; la curva dell'offerta di riserve si sposterebbe fino a S_2 e il nuovo punto di equilibrio di breve periodo sarebbe B .

Il problema maggiore di questa procedura era dato dal fatto che, nel tentativo di stabilizzare il tasso sui fondi federali, si rischiava di non raggiungere l'obiettivo relativo allo stock di moneta per periodi abbastanza lunghi da influire significativamente sulla domanda aggregata. Il problema è che l'uso di questa procedura si basa sull'assunzione di una funzione di domanda di moneta stabile; tale domanda è posta in funzione della domanda aggregata (supposta esogena nel breve periodo, tra un meeting e l'altro) e dei tassi di interesse; se la domanda di moneta è effettivamente stabile, opportune variazioni del tasso di interesse dovrebbero essere in grado di farla variare in maniera tale da raggiungere l'obiettivo intermedio desiderato. Come già

ricordato, però, un disturbo proveniente dal settore reale può provocare uno spostamento della domanda di moneta, e quindi di riserve eccessivo (ad esempio fino al punto D del grafico) e in questo caso, consentire al tasso sui fondi federali di aumentare solo fino al livello del limite superiore fissato (punto C) comporta una fornitura di riserve che non controbilancia il disturbo ma che conduce ad una politica monetaria prociclica (cioè ad un andamento delle riserve nella stessa direzione della domanda aggregata). Mentre un disturbo proveniente dal lato dell'offerta (si veda l'esempio fatto al punto precedente) viene controbilanciato senza effetti negativi sullo stock di moneta, ciò non si può dire per un disturbo proveniente dall'esterno dei mercati finanziari, nel qual caso si dà vita a un andamento delle riserve e dello stock di moneta prociclico, sempreché il Fomc non intervenga nel senso di stabilire nuovi limiti per il tasso sui fondi federali. Il problema è che, quando i nuovi dati mostrano un'improvvisa, marcata accelerazione o riduzione dei tassi di crescita della moneta, il Fomc deve decidere se ciò deriva da disturbi temporanei e velocemente reversibili, oppure da più fondamentali cambiamenti nella domanda di moneta derivanti da aggiustamenti sostanziali del sistema economico; se la prima ipotesi si dimostra in seguito vera e il Fomc ha agito in maniera decisa per controbilanciare il disturbo inatteso, la reazione può dimostrarsi destabilizzante.

La difficoltà di decidere in proposito, visti anche i ritardi negli effetti delle azioni intraprese, ha spinto il Fomc ad assumere una posizione intermedia, reagendo sì a deviazioni della moneta dal sentiero di crescita prefissato, però non in maniera troppo netta. In pratica ciò si è tradotto nella fissazione di bande assai ristrette per l'oscillazione del tasso sui fondi federali.

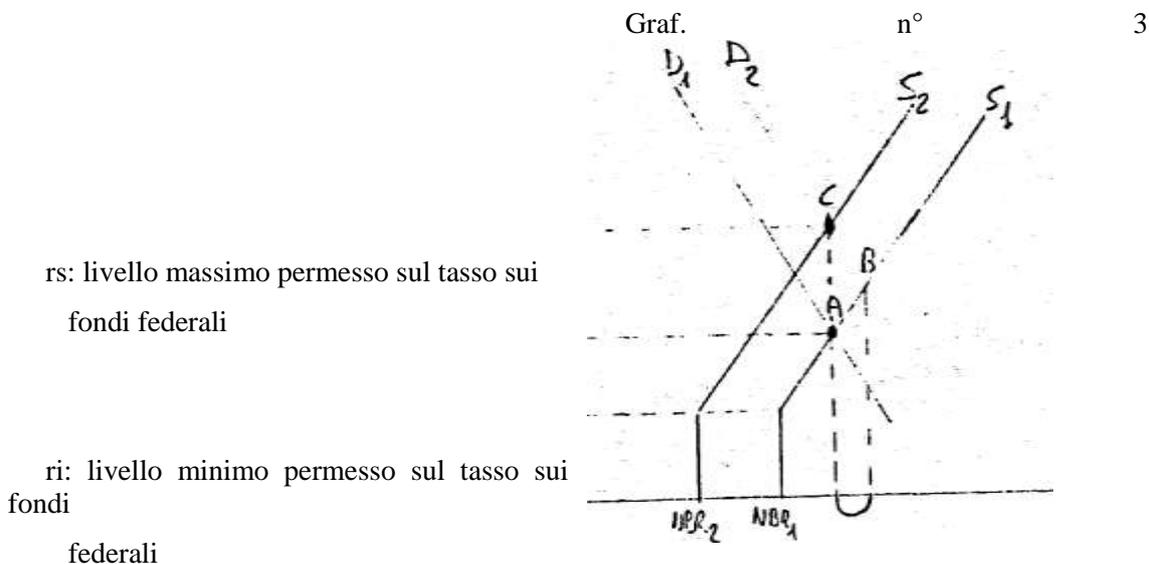
L'obiettivo intermedio della politica monetaria consisteva cioè, nella realtà, nel mantenimento dei tassi di interesse a breve termine entro bande assai ristrette, a scapito dell'ottenimento degli obiettivi fissati per gli aggregati monetari.

II) Dall'ottobre 1979 all'ottobre 1982

Dal 6 ottobre 1979 il Fomc abbandonò la procedura operativa basata sul controllo del tasso sui fondi federali adottandone una diretta al controllo delle nonborrowed reserves (Nbr). La maggior parte dei membri del Fomc riconobbe che il grado di controllo monetario ottenibile dalla precedente procedura operativa non era soddisfacente, e, dato il peggioramento delle aspettative inflazionistiche, lo scopo dell'adozione della nuova procedura operativa fu anche quello di cercare di ridurre tali aspettative evidenziando il fermo impegno della Federal Reserve di controllare la crescita dello stock di moneta e dell'inflazione. Da allora il Fomc cominciò a stabilire ed annunciare i suoi obiettivi intermedi (di breve periodo) nei termini di uno specifico tasso di crescita percentuale per ciascun aggregato monetario, dal mese precedente il meeting fino ad una qualche data futura. Per quanto riguarda i limiti entro i quali poteva variare il tasso sui fondi federali, la loro ampiezza fu aumentata di diverse volte rispetto al regime precedente ed in aggiunta (ad ulteriore riprova della diminuita importanza attribuita al tasso sui fondi federali) in numerose occasioni il Fomc ha ampliato i limiti fissati quando quelli precedentemente stabiliti stavano per essere raggiunti, e per brevi periodi è stato anche permesso il superamento di questi.

Nell'ambito della nuova procedura operativa il livello delle Nbr che l'Open Market Desk deve garantire tramite le operazioni di mercato aperto è determinato dapprima stimando un sentiero di crescita per le riserve totali compatibile coi tassi di crescita per M1 e M2 (basato cioè sulle stime dei rispettivi moltiplicatori), e poi sottraendo ad esso la stima delle borrowed reserves. La stima delle riserve totali è basata, oltre che sulla previsione dell'effettivo andamento dello stock di moneta, su quella delle excess reserves (riserve totali meno riserve obbligatorie) da aggiungere alle riserve obbligatorie.

In questo caso, uno spostamento della domanda di riserve (da D_1 a D_2 nel graf. 3) non comporta, come nel caso della precedente procedura operativa, operazioni di mercato aperto nel senso di acquisto di titoli per fornire le riserve richieste e tenere il tasso sui fondi federali entro i limiti più stretti che in precedenza erano fissati.



Anzi, in questo caso (punto B del graf. 3) le riserve totali aumentano solo per via di un maggior ricorso alla discount window, dovuto alla maggiore differenza tra il tasso sui fondi federali e il discount rate.

Per sottolineare maggiormente la differenza tra le due procedure operative, quando il Fomc ha ritenuto che tali spostamenti della domanda di riserve non fossero transitori bensì dovuti ad un rafforzamento della domanda aggregata, sono state condotte operazioni di mercato aperto addirittura per ridurre le Nbr e riportare il sentiero di crescita delle riserve totali (e corrispondentemente quello degli aggregati monetari) al livello iniziale, con conseguente ulteriore aumento del tasso sui fondi federali (il nuovo equilibrio sarebbe ora al punto C)³⁰.

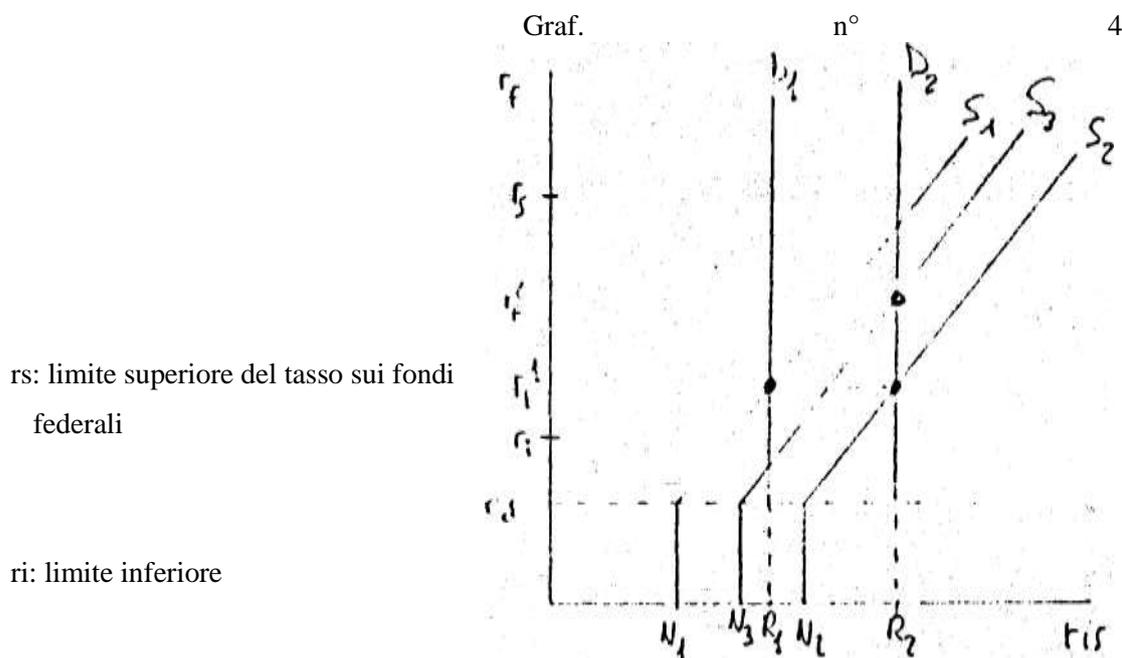
Mentre la procedura operativa precedente si basava sull'assunzione di una domanda di moneta stabile, questa seconda procedura si basa sull'esistenza di una relazione stabile tra riserve totali e stock di moneta. Nel periodo tra un meeting e l'altro ciò che interessa è controllare le riserve totali; è quanto viene fatto tramite le Nbr, che sono le sole riserve controllabili tramite le operazioni di mercato aperto. In questa procedura spostamenti nella domanda di moneta si riflettono in più ampie fluttuazioni del tasso sui fondi federali, allo scopo di evitare di perdere il controllo sulle riserve totali; queste fluttuazioni sono automatiche, mentre in precedenza esse sarebbero potute avvenire solo dopo una decisione del Fomc di modificare i limiti del tasso sui fondi federali.

III) Dall'ottobre 1982 ad oggi

³⁰ A volte tale risultato è stato ottenuto anche con un aumento del discount rate.

Il cambiamento di procedure operative dell'ottobre '82 è legato alla decisione del Fomc di rinunciare temporaneamente a fissare l'obiettivo intermedio di breve termine relativo a M1 poiché, a causa dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione, il suo controllo risultava sempre più difficile. Bisognava ridurre il peso che la procedura assegnava di fatto all'obiettivo M1. Nell'attuale procedura è la quantità di borrowed reserves a sostituire il ruolo giocato dalle Nbr nella precedente. Ad ogni meeting, il Fomc afferma i suoi obiettivi per le operazioni di mercato aperto in termini di "gradi di restrizione delle riserve". Nelle direttive che vengono date all'Open Market Desk si chiede di aumentare, diminuire, o mantenere lo stesso grado di restrizione delle riserve. Più restrizione comporta un più elevato livello di borrowed reserves e meno restrizione un minor livello delle stesse³¹. A volte il Fomc dà la possibilità all'Open Market Desk di variare il grado di restrizione nelle riserve prima del successivo meeting, ad esempio nel caso di deviazioni della crescita monetaria dal tasso prefissato.

L'ammontare di Nbr che l'Open Market Desk deve fornire si ottiene sottraendo dalla stima delle riserve totali richieste in un dato maintenance period³² il livello delle borrowed reserves, obiettivo strumentale della politica monetaria.



³¹ Per borrowed reserves si intendono qui le cosiddette adjustment borrowings e le seasonal borrowings. Le prime sono i prestiti forniti alle istituzioni di deposito per aiutarle nell'aggiustamento delle loro riserve ai livelli richiesti e le seconde sono quelle fornite alle istituzioni di deposito che hanno un andamento dei prestiti e dei depositi di tipo stagionale. Invece gli extended credits, che sono i prestiti concessi alle istituzioni di deposito in notevole difficoltà, sono esclusi, in questa procedura operativa, dal livello delle borrowed reserves obiettivo degli interventi dell'Open Market Desk; anzi, essi sono ritenuti parte della Nbr, in quanto abbastanza fisso e non sensibili alla differenza tra il tasso sui fondi federali e il discount rate.

³² Un reserve maintenance period è un periodo nel quale la media giornaliera delle riserve deve essere uguale o eccedere la media giornaliera delle riserve obbligatorie richieste per evitare una penalità a causa di deficienza di riserve.

Illustriamo la procedura con riferimento al graf. n° 4. Se all'inizio del maintenance period (attualmente due settimane) lo staff stima un livello delle riserve totali pari a $R1$ e se $R1 - N1$ è il livello delle borrowed reserves che deve essere ottenuto, verranno fornite Nbr pari a $N1$. Se nel corso del periodo una nuova stima delle riserve totali individua un livello superiore al precedente, pari a $R2$, se non cambia il grado di restrizione ($R1 - N1 = R2 - N2$) (cioè si lascia invariato il livello delle borrowed reserves) devono essere fornite Nbr addizionali fino al livello $N2$. Tale procedura operativa tende dunque ad eliminare automaticamente gli effetti di spostamenti della domanda di riserve³³ sul tasso sui fondi federali, sempreché le istruzioni fornite dal Fomc non diano la possibilità all'Open Market Desk di modificare il grado di restrizione se l'andamento dell'aggregato monetario esce dagli obiettivi prefissati. Nel graf. 4, un aumento del grado di restrizione vorrebbe dire, ad esempio, un'offerta di Nbr solo fino al livello $N3$, cioè un aumento delle borrowed reserves per l'aumentato differenziale tra il tasso sui fondi federali e il discount rate (il primo è cresciuto da $rf1$ a $rf2$).

Questa procedura operativa presenta importanti somiglianze con quella in vigore prima dell'ott. '79. Wallich descrive l'attuale procedura operativa come "un metodo indiretto di influenzare il tasso sui fondi federali e altri tassi di interesse a breve i quali, a loro volta, influenzano la domanda di moneta"³⁴. Come nel periodo anteriore all'ott. '79 si ritiene esista un rapporto stabile tra tassi di interesse a breve termine e domanda di moneta e si cerca, attraverso gli effetti delle loro variazioni, di controllare lo stock di moneta. Come nella prima procedura operativa analizzata, in corrispondenza di un aumento della domanda di riserve, aumenta la quantità di Nbr fornite, mentre, durante la seconda procedura operativa, le Nbr restavano invariate o addirittura diminuivano (se la domanda di riserve rifletteva un aumento della domanda di moneta). A differenza della prima procedura operativa, però, le operazioni dell'Open Market Desk non sono ora dirette a garantire un prefissato tasso sui fondi federali, bensì a determinare un certo grado di restrizione delle riserve, in corrispondenza del quale si avrà un tasso sui fondi federali che non è però l'obiettivo diretto di quell'azione (come nella procedura precedente i limiti di variazione di tale tasso rimangono assai ampi); d'altro canto, le effettive variazioni del tasso sui fondi federali sono decisamente inferiori rispetto alla precedente procedura in quanto non c'è più una diretta relazione tra gli obiettivi del Fomc relativi agli aggregati monetari e l'offerta di Nbr.

L'attuale procedura operativa, pur presentando caratteri comuni ad entrambe le procedure precedentemente adottate, se ne distacca per una maggiore flessibilità, non essendo vincolata né ad un livello determinato di Nbr, essa possiede perciò caratteristiche di maggiore discrezionalità riflettendo così la diversa conduzione della politica monetaria. Si è ridotta anche l'importanza assegnata al controllo degli aggregati monetari, per gli effetti disborsivi che soprattutto l'innovazione finanziaria e la deregolamentazione hanno avuto su di essi.

³³ In tale grafico la curva di domanda è presentata verticale non perché la domanda di riserve sia meno elastica al tasso di interesse rispetto alle precedenti procedure, ma ciò riflette il modo in cui la domanda di riserve è caratterizzata nell'attuale procedura operativa, cioè come un ammontare fisso di riserve per ogni maintenance period.

³⁴ Cfr. H.C. Wallich: "Recent techniques of monetary policy", FRN of K. C. rev. may '84, p. 21-30.

CAP. 3. L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA ECONOMICO AMERICANO

3.1. LE TENDENZE DI FONDO DEL SISTEMA ECONOMICO STATUNITENSE DAL SECONDO DOPOGUERRA FINO ALLA FINE DEGLI ANNI SETTANTA

1) Dal sistema "egemonico" degli Stati Uniti ad una struttura di interdipendenza oligopolistica.

Dalla seconda guerra mondiale gli S.U. erano emersi come potenza economicamente ma anche politicamente egemone a livello mondiale. Ne era derivato un assetto delle relazioni internazionali che è stato definito come un sistema di tipo "egemonico": il sistema internazionale era incentrato sull'indiscussa leadership degli S.U., mentre gli altri paesi più industrializzati si trovavano in un rapporto di stretta complementarità con l'economia americana e i paesi del terzo mondo erano confinati nel ruolo di fornitori di materie prime a basso costo. Questo sistema aveva consentito una fortissima crescita dell'area industrializzata, stimolata soprattutto dallo sviluppo, a tassi elevatissimi, del commercio internazionale. La crescita della domanda effettiva internazionale era assicurata dal saldo passivo della bilancia dei pagamenti americana, caratterizzata da un saldo corrente attivo e da un più che proporzionale disavanzo dal lato dei trasferimenti e dei movimenti di capitale.

La stabilità e la durata del sistema di Bretton Woods si basava sulla reciproca convenienza, del paese egemone, gli S.U., e degli altri paesi, a mantenerlo operante, il primo tramite la fornitura di regole di comportamento il cui rispetto garantiva l'ordine internazionale, e i secondi accettando tali regole del gioco. Il vantaggio degli S.U. consisteva nel godimento del signoraggio (inteso come strumento che permette al paese egemone di raggiungere una serie di obiettivi, sia di carattere politico che di carattere economico) mentre per gli altri paesi più industrializzati consisteva nel poter perseguire una politica tesa ad ottenere il massimo sviluppo delle rispettive economie.

Proprio le caratteristiche di questo sistema, che ha prodotto una forte crescita dei paesi più industrializzati, ha posto le basi per un suo superamento, minando il ruolo degli S.U. di paese egemone, portando all'affermarsi, negli anni '70, di una struttura oligopolistica delle relazioni internazionali. Essa è caratterizzata dall'interdipendenza delle decisioni di un ristretto numero di paesi, i quali si sono affiancati agli S.U. per il loro aumentato peso sia economico che politico; tra questi paesi vi sono in primo luogo Germania e Giappone.

Alla fine degli anni '60 risultava evidente che la decisione "politica" di mantenere in vita il sistema di Bretton Woods dipendeva, oltre che dagli S.U., dal ristretto numero di paesi industrializzati che dominano la scena finanziaria internazionale. Fino a che gli S.U. sono stati in grado di garantire l'espansione generale del sistema quest'ultimo è stato sostenuto anche dagli altri paesi; venendo meno questa funzione espansiva, il sistema di Bretton Woods è crollato. Era l'attivo commerciale che permetteva agli S.U. di finanziare l'espansione degli investimenti all'estero e la politica estera americana (sia militare che di assistenza), vale a dire tutti i costi che gli S.U. dovevano sostenere per far accettare un ben preciso sistema internazionale agli alleati. Il suo venire meno alla fine degli anni '60 rappresentava una perdita "storica" di competitività dell'economia americana; il rovescio della medaglia era rappresentato dalla crescente competitività dell'economia europea e giapponese che si era consolidata negli anni '50 e '60.

Con la distribuzione del potere internazionale che si è modificata a sfavore degli S.U., i singoli paesi sono stati spinti a cercare di trarre vantaggi dal sistema internazionale senza tener conto degli effetti delle proprie azioni sulle restanti economie. Oltretutto, la fortemente accresciuta interdipendenza tra i diversi sistemi economici, col prevalere della logica nazionale su quella della cooperazione, ha provocato e provoca continui e crescenti conflitti³⁵. I pericoli cui si va incontro sono quelli di una grave crisi del sistema finanziario internazionale, per non parlare di quelli di un ritorno a politiche protezionistiche.

In un sistema con queste caratteristiche di interdipendenza e in cui la forza economica e politica si distribuisce tra pochi grandi paesi si comprende quale sia l'importanza delle politiche monetarie adottate da questi paesi. In particolare modo in una realtà in cui sembrano essere i movimenti di capitale a dominare le partite correnti, e con i rapidissimi spostamenti dei fondi sui mercati internazionali che riflettono le decisioni degli operatori sulla composizione desiderata del loro portafoglio, diventando fondamentali i comportamenti e le decisioni dei responsabili di politica economica nel modificare le aspettative sul rendimento delle varie attività. Le vicende del dollaro e le politiche economiche americane sono emblematiche al riguardo.

2) Il declino dell'economia americana

Nel secondo dopoguerra il declino relativo dell'economia americana rispetto a quelle degli altri paesi più industrializzati (in particolar modo Germania e Giappone e con l'eccezione della Gran Bretagna) è evidente sotto tutti i punti di vista. Il tasso di crescita medio del sistema economico Usa dal '47 al '79 (3,65%) fu superiore a quello del periodo 1923-29 (3,1%), che già fu un buon periodo, ma il confronto con gli altri paesi industrializzati mette bene in luce il declino relativo degli S.U., che fu più accentuato negli anni '50 e un po' meno negli anni '60³⁶. La prestazione delle economie che si sono principalmente venute affermando, sopra tutte le altre Giappone e Germania, è stata superiore a quella dell'economia Usa sotto tutti i rispettivi: tasso di accumulazione lorda e netta, tasso di sviluppo delle esportazioni, tasso di crescita del reddito pro capite, tasso di crescita della produttività^{37 38}.

³⁵ Sul passaggio dal sistema di Bretton Woods caratterizzato dall'egemonia degli S.U. ad una struttura di interdipendenza oligopolistica delle relazioni internazionali cfr. P. Guerrieri e P.C. Padoan: "L'economia politica internazionale dall'egemonia all'oligopolio", in "Un gioco senza regole ecc", Franco Angeli, 1984.

³⁶ Cfr. V. Valli: "Il sistema economico Usa: 1945-77", Etas Libri, 1978 e R. Parboni: "Finanza e crisi internazionale", Etas Libri, 1980.

³⁷ Cfr. R. Parboni, *ibid.*, tab. p. 64-5.

³⁸ Nello spiegare la cattiva performance della produttività un posto di primo piano spetta alla riduzione del tasso di crescita del rapporto capitale/lavoro. Anche l'aumento della quota dei giovani e delle donne, ritenuti meno esperti e perciò meno produttivi, sul totale della forza lavoro, può aver avuto un peso notevole. Molto importante è anche la diversa composizione della produzione, legata al raggiungimento di un elevato grado di maturità economica, caratteristica comune a tutti i paesi industrializzati ma più accentuata negli S.U., che consiste nel crescente peso del settore dei servizi, il quale possiede però un tasso di crescita della produttività inferiore a quello degli altri settori. Un altro fattore negativo, e difficilmente riducibile, è la crescente regolamentazione dell'industria, per motivi sia di inquinamento che di sicurezza. Anche la diminuzione della spesa per la ricerca e lo sviluppo ha influenzato negativamente la produttività, assieme a fattori quali l'aumento del prezzo dell'energia e

Le cause del basso tasso di sviluppo dell'economia statunitense non sono state ben chiarite.

Certamente, un primo grosso limite alla crescita economica statunitense è stato costituito dalla cd. "barriera" delle materie prime, che a partire dalla fine della seconda guerra in poi si manifestò in maniera sempre più stringente. Lo straordinario allargamento della base industriale durante il periodo bellico ed il progresso economico degli anni successivi portarono infatti ad un rapido mutamento delle posizioni statunitensi nel campo delle principali materie prime; per molte di esse, infatti, nel giro di pochi anni, gli S.U. si trasformarono da paese esportatore netto in paese importatore netto. Tra le materie prime di cui gli S.U. divennero forti e/o crescenti importatori netti (ferro, nickel, zinco, manganese, ecc.) va menzionato in particolare il petrolio per l'importanza che ciò avrebbe avuto negli anni settanta (dal 1948 la bilancia petrolifera si capovolse con saldi negativi in rapida crescita).

Un altro grosso limite era costituito dalla raggiunta maturità del sistema economico americano, che può essere evidenziata dalla bassissima quota degli occupati nell'agricoltura già all'inizio degli anni cinquanta. Una bassa quota di manodopera trasferibile dall'agricoltura agli altri settori dell'economia riduce, a parità di altri fattori, le possibilità di crescita della produzione e della produttività³⁹.

I bassi tassi di crescita si collegarono a bassi tassi di accumulazione. Questa è stata scoraggiata sia dall'adozione, spesso nel dopoguerra, di politiche della domanda che hanno mantenuto il reddito al di sotto di quello potenziale (legate alla necessità di mantenere un surplus commerciale), sia dalla sopravvalutazione del dollaro nel corso del dopoguerra, che ha reso comparativamente più attraente l'investimento all'estero. Anche l'estrema elevatissima, negli Usa, del costo orario del lavoro, spinse le imprese americane, negli anni '50 e '60, a trasferire molte attività produttive all'estero.

Un altro aspetto preoccupante dell'andamento del sistema economico americano è quello relativo alla bilancia commerciale. Innanzitutto va rilevato come il grado di apertura degli S.U. sia fortemente aumentato nel secondo dopoguerra, passando da una percentuale dell'interscambio sul PNL pari a meno del 10% all'inizio degli anni '50 a poco più del 20% all'inizio degli anni '80⁴⁰.

La bilancia commerciale statunitense non destò preoccupazioni nell'immediato dopoguerra e per buona parte degli anni '50; per molti beni gli S.U. non avevano praticamente concorrenti e le barriere protezionistiche altrui avevano scarsa efficacia di fronte a beni difficilmente sostituibili, mentre le barriere protezionistiche Usa riuscivano ad avere successo nei settori in cui maggiore era la concorrenza straniera. Negli anni '60 e '70, però, peggiorarono nettamente sia la bilancia commerciale che le partite correnti (fatti che contribuirono alla svalutazione del dollaro e al crollo del sistema di Bretton Woods). Negli anni '60 era difatti aumentata la concorrenza dei prodotti stranieri, soprattutto nei settori tradizionali (automobili, prodotti siderurgici, elettronica, tessili, vestiario, ecc), anche per le elevate riduzioni tariffarie, che avevano peggiorato radicalmente la posizione di molti prodotti americani⁴¹.

l'inflazione, la diminuzione delle spese belliche dopo la fine della guerra del Vietnam e le politiche deflazionistiche adottate quando maggiormente si faceva sentire il vincolo della bilancia dei pagamenti.

³⁹ Nel '65 la percentuale di occupati nell'agricoltura in Usa era oramai solo del 6% esauendo così ogni possibile ulteriore ampio trasferimento di risorse umane; nel '79 tale percentuale era oramai solo del 3,4%.

⁴⁰ Si tratta certamente di un dato ancora nettamente inferiore (meno della metà) rispetto a quelli di paesi come la Germania, l'Italia e la Gran Bretagna ma, se si considerano le dimensioni degli S.U. e il loro forte crescente grado di terziarizzazione, la differenza con i suddetti paesi si attenua notevolmente.

⁴¹ Anche la bilancia dei minerali e metalli peggiorò sempre più, mentre l'accresciuta

3) L'emergere del problema inflazionistico negli anni '60

È verso la fine degli anni '60 che incominciò a manifestarsi, nel corso di una fase espansionistica molto prolungata, un aumento inatteso del tasso di crescita dei prezzi⁴². In questo periodo la spesa pubblica (con l'eccezione del 1961 e a parte la riduzione delle imposte del 1964) crebbe in linea con la crescita del PNL, e toccò soprattutto alla politica monetaria il compito di garantire l'espansione dell'economia. Mentre tra il 1° trim. del '52 e il 3° trim. del '62 lo stock di moneta aumentò mediamente dell'1,7% all'anno, da allora al 4° trim. del 1966 esso crebbe mediamente del 3,7%, e nel quinquennio successivo crebbe ad un tasso medio del 6%. I risultati complessivi di tale politica furono abbastanza deludenti, col saggio di disoccupazione che si ridusse sotto il 4% solo nel '66. Fino al '65 l'aumento dei prezzi interni fu abbastanza contenuto, dopodiché essi (si è detto dell'ulteriore aumento del tasso di crescita della moneta) incominciarono a lievitare. La politica espansiva portò anche al già menzionato peggioramento della bilancia dei pagamenti, col relativo deflusso di riserve d'oro.

L'aumento della pressione fiscale legato alle spese militari del Vietnam e a sua volta accentuato dagli effetti dell'inflazione, portò ad una diminuzione del reddito reale disponibile dei lavoratori i quali risposero con una maggiore conflittualità⁴³. Per le imprese fu assai difficile trasferire gli aumentati costi sui prezzi, viste le riduzioni tariffarie e l'accresciuta concorrenza internazionale. La diminuzione di profitti che ne derivò, assieme al minor tasso di incremento della domanda interna da parte dei lavoratori, scoraggiò gli investimenti; i minori incrementi della produttività del lavoro che ne derivarono, assieme alla dinamica del costo del lavoro, portarono ad un aumento dei costi del lavoro unitari, il che costituì una ulteriore spinta inflazionistica. I costi delle imprese lievitarono in quegli anni anche per gli elevati tassi di interesse (con ulteriore riduzione dei margini di profitto). Ancora prima della stretta creditizia del '69 i tassi di interesse erano elevati poiché, oltre alle crescenti aspettative inflazionistiche e malgrado la politica monetaria espansiva, era assai forte la domanda di capitali da parte del Governo Federale.

All'aumento dell'inflazione contribuì anche l'accresciuto peso dei settori in cui la produttività aumenta assai lentamente non compensando la crescita dei costi di produzione (ovvero buona parte dei servizi pubblici e privati). Inoltre, i forti aumenti dei prezzi in questi settori non furono compensati da riduzioni dei prezzi nei settori con forte incremento della produttività in quanto questi ultimi riuscirono a farsi forti del loro elevato grado di monopolio interno e, successivamente, della svalutazione del dollaro.

La reazione dell'amministrazione Nixon (1969) a questi problemi fu una politica sia fiscale che monetaria fortemente restrittiva la quale ridusse la domanda aggregata e quindi la produzione e l'occupazione, ma non portò a significativi miglioramenti né sul fronte dell'inflazione⁴⁴ né nei conti con l'estero.

importanza delle esportazioni nette nei settori tecnologicamente più avanzati e i saldi positivi del commercio dei prodotti agricoli non riuscirono a riequilibrare la bilancia commerciale.

⁴² Questa fase di ripresa era legata alle spese belliche relative alla guerra del Vietnam ma anche alla politica espansionistica inaugurata dall'amministrazione Kennedy, che durò dall'inizio del '61 alla fine del '69.

⁴³ Se i redditi monetari nella seconda metà degli anni '60 aumentarono molto di più che in precedenza non così avvenne per quelli reali.

⁴⁴ Si sperava nel funzionamento di un meccanismo quale quello descritto dalla curva di Phillips, con un aumento della disoccupazione in grado di ridurre il tasso di crescita dei prezzi.

4) Svalutazione del dollaro e inflazione nella prima metà degli anni sessanta

Solo dal 1972 incominciarono a vedersi risultati positivi sul fronte dell'inflazione, come effetto sia della riduzione della spesa pubblica⁴⁵ che della crisi economica e, in misura però abbastanza ridotta, del programma di controllo dei prezzi e salari iniziato nell'agosto '71 e durato, attraverso tre diverse fasi, fino al '73.

L'inflazione era destinata però a rinvigorirsi rapidamente, a causa innanzitutto degli effetti della svalutazione del dollaro nel '71, e poi dell'aumento del prezzo delle materie prime e quindi del petrolio nel '73. La sensibilità del sistema economico americano nei confronti di tali fattori era notevolmente aumentata a causa del crescente grado di apertura verso l'estero e dell'aumentata dipendenza dalle importazioni di materie prime di cui s'è detto. La svalutazione del dollaro riuscì a riportare in surplus la bilancia commerciale solo nel '73, ma ebbe effetti indesiderati dal lato dell'inflazione, che fu spinta verso l'alto anche da una forte crescita economica (sostenuta da politiche decisamente espansive). Di conseguenza nel biennio 1973-74 furono nuovamente adottate politiche monetarie e di bilancio fortemente restrittive. Il quadruplicamento del prezzo del petrolio nel '76 si innestò perciò in una situazione già inflazionistica (con aspettative inflazionistiche già abbastanza radicate) per il rapido aumento del prezzo delle materie prime e dei prodotti agricoli⁴⁶.

Oltre agli effetti sul fronte dell'inflazione, gli aumenti dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime portarono a strozzatura dell'offerta e a cadute della domanda di particolari beni (come ad esempio le gravi difficoltà del settore automobilistico); ne derivò in questi settori una forte sottoutilizzazione della capacità produttiva, con incrementi dei costi unitari di produzione che, nella misura in cui furono trasferiti sui prezzi, portarono ad ulteriori riduzioni della domanda in un circolo vizioso difficile da rompere.

L'effetto depressivo sulla domanda globale dell'aumento del prezzo del petrolio, sommandosi alle politiche restrittive già in atto, portò alla grave recessione del 1974-75. Mentre la produzione totale in termini reali scese del 7,4% tra il 4° trim. del '73 e il 2° trim. del '75, il tasso di disoccupazione passò da meno del 5% a più del 9% e l'inflazione aumentò nel '74 (11% i prezzi al consumo) per rallentare di poco nel '75 (+9,1%). Gli S.U. si trovarono perciò in una situazione di stagflazione: elevata disoccupazione associata ad un'altrettanto elevata inflazione.

5) La seconda metà degli anni settanta

Nella seconda metà degli anni '70 gli S.U. si caratterizzarono per una ripresa a tassi elevatissimi (fino al '78); fu invece l'Europa Occidentale che vide dimezzarsi il proprio tasso di sviluppo⁴⁷, mentre i paesi dell'Opec e i Fvs crebbero negli anni '70 a tassi doppio-tripli di quelli dei paesi sviluppati. La favorevole congiuntura attraversata dagli S.U. non implica però che essi

⁴⁵ In parte dovuta al diminuito impegno bellico nel Vietnam.

⁴⁶ Per questi ultimi l'aumento del prezzo era dovuto a carenze nell'offerta abbastanza inevitabili; l'aumento del prezzo delle materie prime era invece il frutto della mancata coordinazione delle politiche economiche dei paesi industrializzati: essi si trovarono contemporaneamente, nella seconda metà del '72 e nella prima metà del '73, nella fase ascendente del ciclo economico, provocando così un forte aumento della domanda di materie prime, spinta verso l'alto anche per motivi speculativi; cfr. R. Solomon, *ibid.*, p. 431-2.

⁴⁷ Anche il Giappone fece registrare una forte riduzione del suo tasso di crescita, anche se esso continuò a mantenersi a livelli molto superiori rispetto a quelli degli altri paesi industrializzati.

abbiano superato il processo storico di indebolimento della propria economia. Tra i paesi industrializzati furono ancora gli S.U., in questi anni, a far registrare la più bassa quota dell'investimento manifatturiero rispetto al reddito nazionale e il più basso ritmo di crescita della produttività manifatturiera; continuò poi il processo di perdita della leadership tecnologica e numerosi settori industriali risultarono incapaci a fronteggiare la concorrenza internazionale malgrado il forte deprezzamento del dollaro nel 1977-78 (ad esempio il settore siderurgico). La difficoltà che i paesi dell'Europa Occ. e il Giappone incontrarono nel superare la crisi provocata dal primo shock petrolifero si spiegò con i grossi problemi che essi incontrarono nel finanziare i propri disavanzi nei conti con l'estero.

La ripresa degli S.U. è avvenuta però all'insegna di una forte e crescente inflazione. I differenti tassi di crescita tra gli S.U. e gli altri paesi industrializzati portarono, inoltre, a partire dal '77, ad un forte deficit delle partite correnti americane. Ne è derivato così un forte deprezzamento del dollaro che, assieme ad una certa ripresa della crescita di Giappone e Germania, ha riportato quasi in equilibrio, nel '79, le partite correnti americane. È invece l'inflazione che, già precedentemente elevata, in seguito alla caduta del dollaro è ulteriormente lievitata, anche a causa del forte aumento dei costi unitari del lavoro (con l'aumento dei salari non compensato dal cattivo andamento della produttività del lavoro).

Il grosso problema della politica monetaria, per la fine degli anni '70, era quello di riuscire a combattere l'inflazione cercando di mantenere tassi di crescita sufficientemente elevati del sistema economico. Tassi di crescita elevati del prodotto nazionale potevano incidere favorevolmente sulla quota degli investimenti manifatturieri con effetti positivi anche sulla produttività e sull'introduzione del processo tecnologico. Il forte deprezzamento del dollaro, se aveva ridato competitività alle merci americane, aveva anche alimentato le spinte inflazionistiche. Con un'inflazione che nel '78 e '79 era quasi tripla di quella di Germania e Giappone diventava fondamentale riuscire ad abbatterla a livelli più accettabili. In considerazione della lunga esperienza inflazionistica, la Federal Reserve si trovava però di fronte ad aspettative inflazionistiche profondamente radicate.

3.2 CARATTERISTICHE DELLA RIPRESA DELLA SECONDA METÀ DEGLI ANNI SETTANTA

Tra il 1975 e il 1978 l'economia Usa attraversò una fase espansionistica caratterizzata da una inflazione elevata e ancora crescente, contro la quale si dimostrarono inefficaci tutte le diverse politiche adottate. Dopo il forte aumento dei prezzi dovuto principalmente allo shock petrolifero, nel '75 l'inflazione si ridusse molto poco (malgrado l'elevata quota di capacità produttiva inutilizzata), e durante i due successivi anni di crescita rimase in una fascia compresa tra il 5 e il 7%, molto al di sopra dei livelli precedenti lo shock petrolifero. Si erano evidentemente consolidate forti aspettative inflazionistiche, le quali si rafforzarono nel '78 in relazione al marcato deterioramento del dollaro sul mercato dei cambi che dette, come già era avvenuto all'inizio degli anni '70, un forte contributo all'aumento dei prezzi. Già nel '78 e all'inizio del '79, a seguito del secondo shock petrolifero, il sistema economico si era avvicinato alla piena utilizzazione delle capacità produttive e l'inflazione superò abbondantemente il 10%, alimentando così ulteriormente le spinte inflazionistiche. Le aspettative inflazionistiche, evidentemente, venivano fortemente accentuate da ogni avvenimento potenzialmente inflazionistico e questo era in gran parte dovuto alla perdita di credibilità della politica

monetaria negli anni '70. Come si vedrà più avanti in tale situazione combattere l'inflazione voleva dire innanzitutto ridare credibilità alla Federal Reserve

La produzione e le componenti della domanda

Il punto più profondo della fase recessiva fu raggiunto nel primo trimestre del '75. Il sistema economico incominciò a riprendersi dalla primavera di quello stesso anno dando vita ad un periodo di espansione abbastanza lungo che dal primo trimestre del '75 al quarto trimestre del '78 vide il PNL reale aumentare più del 20%. Ancora dal quarto trimestre del '77 al quarto trimestre del '78 il PNL reale aumentò del 4,3%, meno degli anni precedenti ma decisamente al di sopra del tasso di crescita della produzione potenziale. Nel '79, quando incominciarono a farsi sentire gli effetti del nuovo aumento del prezzo del petrolio e poi quelli delle politiche monetarie e fiscali restrittive, il PNL reale aumentò solo dell'1% circa mentre la produzione industriale crebbe di pochissimo.

Tra le componenti della domanda che sostennero l'espansione un ruolo trainante ebbero il consumo delle famiglie (Personal Consumption Expenditures) e le costruzioni residenziali.

La spesa per consumi cominciò a dimostrare segni di debolezza solo verso la fine del '79, in corrispondenza di elevati tassi di interesse e ridotta disponibilità di credito, considerata anche la ridotta liquidità delle famiglie e il loro pesante indebitamento⁴⁸.

La spesa per costruzioni residenziali è stata sospinta verso l'alto dall'inflazione e dalla rapida formazione di nuove famiglie. Nel '78 e nel '79 la spesa per costruzioni fu assai più elevata di quanto ci si poteva attendere rispetto agli standard storici, considerati, oltre agli elevati aumenti di prezzi delle abitazioni, i forti aumenti dei tassi d'interesse sia sui construction loans che sui long term mortgages (mutui ipotecari a lungo termine). La differenza rispetto al passato (come già rilevato nel primo capitolo relativo al sistema finanziario) era che gli intermediari finanziari che fornivano questo tipo di credito potevano continuare a raccogliere fondi grazie all'introduzione, nel giugno del '78, dei money market certificates a sei mesi a tasso variabile. Tale modifica istituzionale permetteva di evitare quelle disintermediazioni che si verificavano in passato in presenza di politiche monetarie restrittive che innalzavano i tassi di interesse di mercato oltre i limiti consentiti dal Regulation Q sulle passività delle istituzioni di deposito.

La crescita degli investimenti delle imprese fu invece inferiore rispetto a quella dei precedenti cicli. La loro ripresa all'inizio della fase espansiva fu abbastanza lenta. La cautela che caratterizzò gli investimenti in questi anni fece sì che essi raggiungessero il precedente livello in termini reali solo a metà del '78⁴⁹.

L'andamento degli investimenti nella seconda metà degli anni '70, malgrado si tratti di un periodo di crescita, non modificò il trend dell'accumulazione di cui si è detto all'inizio di questo capitolo: gli investimenti fissi reali lordi delle imprese come percentuale del PNL risultarono, nella seconda metà degli anni '70, inferiori a quelli della prima metà e degli anni '60⁵⁰.

⁴⁸ Dal '76 al '79 esso era cresciuto ad un tasso medio superiore al 13,5%, maggiore a quello di ogni altro settore ed anche al tasso di crescita del PNL nominale: 11,2%.

⁴⁹ Secondo il Monetary Policy Report to Congress del febr. '79 il tasso di crescita degli investimenti fissi reali delle imprese nel '78 fu dell'8,25%, leggermente al di sotto di quello dei due anni precedenti, mentre nel '79 si ridusse all'1,75%.

⁵⁰ In questi anni la riduzione del tasso di risparmio delle famiglie ridusse l'ammontare di risorse disponibili per gli investimenti. Incise negativamente sull'aumento della capacità produttiva

Nella gestione delle scorte le imprese hanno usato grande cautela, nel timore di trovarsi in situazioni assai difficili come nel 1974-75. In presenza di eccessivi aumenti delle scorte, le imprese hanno subito praticato politiche di promozione delle vendite e riduzione della produzione, come avvenne ad esempio nel settore automobilistico nella prima metà del '79. Ancora alla fine del '79 non si registrava quell'eccesso di scorte che spesso nel passato aveva aggravato le tendenze recessive.

La politica di bilancio

Va detto innanzitutto che l'intervento governativo nell'economia inteso nella sua globalità (cioè comprendendo, oltre alla spesa pubblica, i pagamenti per trasferimenti e le entrate) ha dato abbastanza stimolo all'economia nel corso di tutta la fase espansionistica, sebbene in misura progressivamente decrescente.

Gli acquisti del governo federale, pur con un andamento talvolta irregolare, hanno contribuito non in forte misura all'espansione economica; essi, in termini reali, aumentarono poco nel '75 e '76, di più nel '77 e nel '78, malgrado una forte crescita nella seconda metà dell'anno, aumentarono moderatamente, così come nel '79 (+1% circa). Nel '79 era fortemente sentita la necessità di limitare la spesa pubblica per evitare ulteriori pressioni inflazionistiche, ma in questo stesso anno la spesa per la difesa fece registrare una forte crescita. Invece le spese totali (comprendenti cioè anche i trasferimenti), aumentarono considerevolmente nella seconda metà degli anni '70, riflettendo la crescita di sovvenzioni ai governi statali e locali, trasferimenti ai privati (per la sicurezza sociale, per indennità pensionistiche, ecc.) e il crescente peso sul debito pubblico dei più elevati tassi di interesse.

La politica di bilancio complessivamente si mosse però gradualmente in una direzione restrittiva, tanto è vero che l'elevato deficit del '75, pari a circa 75 miliardi di dollari, si ridusse progressivamente, nel '78 e '79, a valori rispettivamente di 44 e 28 miliardi di dollari. Le crescenti preoccupazioni inflazionistiche inibirono qualsiasi serio intervento diretto a limitare gli effetti combinati di un sistema di imposizione progressivo e di un reddito nominale fortemente sospinto verso l'alto da una elevatissima inflazione. Ne derivò una forte crescita delle entrate che superò la già elevata crescita delle spese totali. Il surplus di bilancio di piena occupazione, un indicatore del grado di restrizione della politica fiscale, segnalò un maggiore grado di restrizione sulla domanda aggregata.

Mercati del lavoro, produttività, salari e costi unitari del lavoro: loro effetti sull'inflazione

Nella seconda metà degli anni '70 sui mercati del lavoro si registra la prosecuzione di tendenze già in atto precedentemente. La crescita dell'occupazione nei servizi privati risultò decisamente superiore a quella negli altri settori, mentre nel settore industriale solo alla fine del '78 l'occupazione raggiunse il livello ottenuto prima della recessione (riflettendo la debole crescita degli investimenti fissi delle imprese); anche nel settore pubblico la crescita

anche la crescente quota della spesa per impianti e attrezzature destinate a combattere l'inquinamento e a garantire la sicurezza e la salute sul lavoro. In un confronto internazionale, gli altri paesi industrializzati che hanno un migliore rapporto investimenti/PNL hanno anche migliori andamenti nella produttività e nella produzione.

dell'occupazione fu abbastanza modesta. Una caratteristica della composizione della forza-lavoro legata alla continua crescita del settore dei servizi fu la crescente quota della forza-lavoro costituita da giovani dai 16 ai 19 anni (sebbene in misura inferiore rispetto alla seconda metà degli anni '60 e ai primi anni '70). In conseguenza di questi sviluppi, si registrarono sia un aumento del tasso naturale di disoccupazione che effetti negativi sull'andamento della produttività del lavoro.

Dopo la recessione del 1974-75 l'occupazione crebbe, fino al '78, di ben 12 milioni di unità; nel '78 il tasso di crescita dell'occupazione (sebbene in calo) giunse al 5,1%, oltre un punto percentuale in più rispetto ai precedenti anni di espansione⁵¹. La disoccupazione si ridusse all'incirca del 6% nel '78 (con un calo in quell'anno di circa un punto perc.). Nel '79 si ebbe l'attesa riduzione della crescita dell'occupazione⁵², ma il tasso di disoccupazione restò praticamente invariato, e secondo molti analisti non lontano dal tasso naturale di disoccupazione. Nella seconda metà del '79, invece, cominciò a declinare debolmente l'occupazione nel settore manifatturiero, soprattutto nell'industria automobilistica e, in generale, nei settori dei beni di consumo durevole.

Dal 1979 molte imprese furono interessate da un tipico fenomeno congiunturale, la combinazione di una crescita dell'occupazione ancora sostenuta e di un forte rallentamento della crescita del PNL reale, che ebbe effetti negativi sulla produttività e i costi unitari del lavoro.

L'andamento della produttività in questi anni fu davvero poco esaltante. Oltre a fattori che agiscono nel più lungo termine dal '77 al '79 l'andamento della produttività risentì negativamente dell'operare di fattori legati al raggiungimento della fase elevata del ciclo. Se dal '73 al '78 era cresciuta in media del 1,2% all'anno, nel '79 diminuì del 2,25% (nei settori non agricoli). Tra l'altro ancora nel '78 la produttività del settore manifatturiero aumentò del 3,5%; è al di fuori di esso che si ebbe la maggior caduta di produttività, legata al crescente peso del settore dei servizi nell'economia.

I costi unitari del lavoro aumentarono notevolmente nel 1978 e nel '79, per l'effetto combinato del cattivo andamento della produttività e del notevole costo complessivo del lavoro per le imprese. In questi due anni i costi unitari del lavoro aumentarono rispettivamente del 9 e del 11,5% (contro il 6,3% nel '77).

Il forte aumento dei costi unitari del lavoro andò perciò ad aggiungersi alle cause di inflazione viste all'inizio del paragrafo, quali la svalutazione del dollaro nel 1977-78 e l'aumento del prezzo del petrolio nel '79. In aggiunta nel '78 l'inflazione fu accentuata dall'andamento dei prezzi nel settore agricolo ed alimentare. Così il consumer price index aumentò intorno al 9% nel '78 (due punti in più rispetto al '77) e più del 13% nel '79; un andamento analogo registrarono gli altri indici dell'aumento dei prezzi.

Il commercio internazionale e l'andamento del dollaro

Solo nella primissima fase dell'espansione il commercio con l'estero fece da stimolo alla crescita economica, con un surplus nel '75⁵³, mentre successivamente si registrarono deficit

⁵¹ Vedi "Etudes économiques de l'Ocde", Etats Unis, nov. '86, p. 124, tassi di crescita dell'occupazione non agricola.

⁵² Ibid., +3,6% l'occupazione non agricola.

⁵³ Mentre la bilancia commerciale peggiorò gradualmente a partire dalla seconda metà degli anni '60 fino ai primi anni '70, la svalutazione del dollaro e la forte recessione del 1974-75 fecero sì che essa, nonostante l'enorme aumento della spesa per le importazioni di petrolio,

consistenti, che si ridussero parzialmente nel '78 e '79. Il surplus del '75 fu di breve durata, a causa soprattutto del fatto che la ripresa si dimostrò assai più forte negli Usa rispetto agli altri paesi industrializzati⁵⁴. Delle c.d. tre "locomotive": Stati Uniti, Germania e Giappone, solo una incrementò la sua velocità, deludendo quanti speravano che tutti e tre i paesi adottassero politiche espansionistiche. Secondo alcuni economisti, infatti, questi tre paesi erano in grado, coordinando opportunamente le loro politiche economiche in senso espansivo, di dare un forte stimolo alla crescita economica mondiale e si riteneva, sulla base dell'esperienza del '76, che ciò potesse avvenire senza una recrudescenza dell'inflazione. Invece, i differenti tassi di crescita tra S.U., Germania e Giappone ebbero un inevitabile impatto sui loro conti con l'estero; le importazioni degli S.U. nel 1976-77 aumentarono molto di più di quelle della Germania e del Giappone (che addirittura diminuirono), mentre le esportazioni americane tra l'estate del '76 e quella del '77 aumentarono solo dell'1%. Con la ripresa le importazioni del petrolio americano aumentarono fortemente (per ridursi solo quando vennero effettuate estrazioni di petrolio di emergenza in Alaska): nel '77 esse aumentarono di 10 miliardi di dollari con il deficit commerciale americano che cresceva del doppio. La differenza nel tasso di crescita tra S.U. ed Europa e Giappone e le forti importazioni petrolifere americane fecero sì che il saldo delle partite correnti statunitensi passasse da un surplus di 4,4 miliardi di dollari nel '77 ad un deficit superiore ai 14 miliardi di dollari nel '77 e nel '78.

Nel '78 le esportazioni furono spinte verso l'alto sia dall'elevata domanda estera di prodotti agricoli che dagli scarsi raccolti nella parte meridionale del pianeta, che, soprattutto, dall'aumento di competitività internazionale delle merci americane prodotto dal forte calo del dollaro e dal verificarsi della tanto attesa espansione in Europa e Giappone⁵⁵. La Germania e il Giappone svolsero così la funzione di "locomotiva" aumentando il tasso di crescita dell'area Ocse (basti pensare ad esempio a quanto la crescita europea è legata a quella della Germania). Per quanto riguarda le importazioni americane, esse, nel '78, aumentarono moderatamente (in volume), mentre il loro valore era spinto in alto dalla discesa del dollaro. Ci fu in particolare un qualche declino nelle importazioni di petrolio per l'aumento della produzione in Alaska e la riduzione delle scorte dagli alti livelli raggiunti in precedenza.

La bilancia commerciale migliorò nel '79 (passando da un deficit di 34 miliardi di dollari nel '78 ad uno di 29 miliardi di dollari) malgrado un incremento di 18 miliardi di dollari nel costo del petrolio importato⁵⁶.

Le partite correnti furono, nel '79, quasi in equilibrio grazie agli elevati redditi netti degli investimenti diretti all'estero⁵⁷ che controbilanciarono il deficit commerciale. In definitiva, nel

tornasse in surplus nel 1975.

⁵⁴ Dopo un primo periodo di crescita economica soddisfacente durante il quale le sette nazioni più industrializzate crebbero ad un tasso annuo reale del 5,5% nella seconda metà del '75 e del 6,9% nella prima metà del '76, dopo la "pausa estiva" di quell'anno la produzione industriale degli S.U. aumentò ad un tasso annuo del 7,8% dall'ott. '76 al luglio '77, la produzione industriale tedesca, invece, aumentò meno dell'1% fra l'ultimo trimestre del '76 e quello del '77 rimanendo stagnante fino alla metà del '78, mentre quella giapponese nei primi nove mesi del '77 non registrò alcun incremento; cfr R. Solomon: "Il sistema monetario internazionale (1945-1981)", p. 443-6.

⁵⁵ La produzione industriale tedesca nella seconda metà del '78 crebbe ad un tasso annuo del 7,2% e nel '79 del 5,2%, mentre quella giapponese nel 1978 e '79 aumentò a tassi, rispettivamente, dell'8 e 9%.

⁵⁶ Il volume del petrolio importato era invariato rispetto al '78 ma si facevano sentire gli effetti del secondo shock petrolifero.

⁵⁷ I quali potevano godere della continua espansione economica all'estero, dell'aumento dei guadagni delle compagnie petrolifere americane d'oltreoceano, e della svalutazione del dollaro che faceva lievitare il valore in dollari dei profitti esteri.

1979, mentre le importazioni reali crescevano poco per la debole crescita dell'economia americana, le esportazioni continuavano a godere degli effetti del deprezzamento del dollaro nel 1977-78 e della più forte crescita economica all'estero.

Tra i principali fattori alla base del deprezzamento del dollaro nel biennio 1977-78 ci sono lo squilibrio delle partite correnti e il crescente differenziale di inflazione tra S.U., Germania e Giappone. Di fronte allo squilibrio delle partite correnti e all'apparente incapacità dell'amministrazione Carter di fare fronte sia alle elevate importazioni di petrolio che all'andamento dell'inflazione rispetto alla Germania, Giappone e Svizzera, si sono sviluppate aspettative di deprezzamento del dollaro così forti che nemmeno il crescente differenziale dei tassi di interesse tra S.U. e questi paesi è stato in grado di attirare capitali negli S.U. per finanziare il deficit commerciale. Il deprezzamento del dollaro, iniziato nel settembre del '77, è durato, a parte una breve pausa in primavera, fino all'ottobre del '78, quando tale discesa è diventata precipitosa. In questo periodo il tasso di cambio effettivo del dollaro è caduto complessivamente del 17%, mentre sono aumentati quelli del marco (+ 11%) e ancora di più del franco svizzero (+35%) e dello yen (+29%), facendo registrare così le più ampie fluttuazioni delle monete dal marzo del '73. Dopo una rapida e breve ascesa immediatamente successiva ai provvedimenti del novembre '78, il dollaro dimostrò più volte segni di debolezza nel corso del '79. In estate ad esempio il tasso effettivo del dollaro diminuì di circa il 5%, nonostante il sostanziale intervento della Federal Reserve e delle banche centrali estere; e ancora in autunno si dimostrò particolarmente debole. Queste difficoltà del dollaro erano soprattutto legate, oltre al rallentamento della crescita del PNL, soprattutto al peggioramento dell'inflazione e all'eccessiva crescita degli aggregati monetari (in particolare nel terzo trim. del '79); oltretutto, accanto alla perdita di credibilità da parte della politica monetaria, anche l'amministrazione Carter godeva di scarsa fiducia da parte degli operatori. Così, malgrado fosse evidente che le partite correnti si stavano riequilibrando, il dollaro rimase sotto pressione.

Flussi finanziari: famiglie, imprese e risparmio interno netto

Alla fine degli anni '70 il risparmio delle famiglie (come percentuale del reddito disponibile: personal saving rate), andò riducendosi a livelli bassissimi. In confronto ad un tasso medio del 6% circa degli anni '60 e al 7,5% tra il 1970 e il 1976, da allora e fino al '79 tale tasso fu mediamente su valori del 5%⁵⁸. Una così marcata riduzione del risparmio delle famiglie va posta in relazione alla dinamica del reddito reale disponibile confrontata con quella dei consumi. Si è già detto che i consumi delle famiglie erano stati la componente più dinamica della domanda durante la fase di crescita della seconda metà degli anni '70. Soprattutto nel 1978 e '79, a tassi di crescita dei consumi reali gradualmente declinanti, corrisposero tassi di crescita del reddito reale disponibile decisamente inferiori; la dinamica del reddito rifletteva il rallentamento dell'attività economica (soprattutto nel '79), l'aumento delle imposte sulla sicurezza sociale e risentiva notevolmente del fenomeno del fiscal drag⁵⁹.

Fattori di lungo periodo e congiunturali si sovrapposero nel determinare la riduzione del tasso di risparmio⁶⁰. Tra i primi vi furono quelli legati agli aspetti demografici. Innanzitutto

⁵⁸ Nel dic. '79 è arrivato al 3,4%, cioè al punto più basso in più di 25 anni. Dati Ocse; cfr. anche D. Cox: "The decline in personal saving", FRBNY quart. rev., spring '81, p. 25-32.

⁵⁹ Il reddito reale disponibile aumentò rispettivamente del 4,25% e dello 0,25% nel '78 e nel '79, contro una crescita dei consumi reali rispettivamente del 4,5% e dell'1,5%.

⁶⁰ Cfr. "Etudes économiques de l'Ocde" Etats Unis, nov. '79.

dalla metà degli anni '60 aumentò la quota di famiglie con capofamiglia avente meno di 25 anni (effetto del baby-boom del dopoguerra); considerata la tendenza delle giovani famiglie a risparmiare di meno, tale fattore ha avuto un rilevante effetto negativo sul tasso di risparmio, destinato a perdurare abbastanza a lungo. A causa della crescente entrata delle donne nel mondo del lavoro, aumentò la quota di famiglie avente due redditi; ciò indusse un minore tasso di risparmio precauzionale attraverso la diminuzione dei rischi di scomparsa totale del reddito familiare. Oltretutto, la diminuzione del tasso di natalità dalla fine degli anni '50, con conseguente aumento del numero di famiglie senza figli, rese meno impellente la necessità di risparmiare. Di fronte all'inflazione la reazione dei consumatori fu quella di cercare di mantenere il precedente livello di vita (malgrado la riduzione del reddito reale disponibile) poiché l'aumento di questa, almeno fino alla fine degli anni '70, non venne percepita come una minaccia all'occupazione (anche in relazione alle politiche economiche adottate). Gli stessi tassi di interesse reali si mantennero per numerosi anni a livelli molto bassi, diminuendo così l'incentivo a risparmiare.

L'aumento del debito totale delle famiglie, come percentuale del reddito disponibile, è andato decisamente aumentando a partire dal '76, per poi calare, seppure di poco, nel '79 (confermando l'andamento osservato nei precedenti cicli). I valori raggiunti dal rapporto nel periodo 1977-79 sono stati però molto più elevati rispetto ai restanti anni '70⁶¹, in conseguenza di maggiori tassi di crescita sia del credito al consumo che, soprattutto, dei prestiti ipotecari, legati alla elevata domanda di alloggi (frutto dell'evoluzione demografica) e alla lievitazione dei loro prezzi.

Analogo andamento ciclico ha avuto il rapporto tra acquisizioni di attività finanziarie totali e reddito disponibile. Una prima considerazione importante da fare è che la quota delle attività liquide (moneta e depositi) è fortemente diminuita (soprattutto nel '78 e '79) rispetto a quella delle altre attività finanziarie, in conseguenza dell'aumento della quota delle nuove attività remunerate e altamente liquide frutto dell'innovazione finanziaria (non comprese nella moneta in senso stretto)⁶².

Una seconda considerazione è che, dopo il '75, il rapporto tra gli investimenti finanziari netti (la differenza tra il flusso di nuove attività e passività finanziarie) e il reddito disponibile andò deteriorandosi come contropartita, sul piano dei flussi finanziari, della diminuzione del tasso di risparmio delle famiglie. Ne derivò una diminuzione del grado di copertura del debito da parte delle attività finanziarie: tenuto conto anche della diminuita quota delle attività liquide sulle attività totali, la situazione finanziaria delle famiglie sembrerebbe peggiorata. Bisogna però considerare che il deterioramento del grado di liquidità è in gran parte legato a cambiamenti di ordine demografico (visti sopra) e istituzionale: l'evoluzione intervenuta nel settore finanziario ha reso più facile l'accesso ai diversi tipi di credito e ridotto la domanda di moneta detenuta a scopo di transazione. Inoltre, mentre il valore netto del patrimonio finanziario in termini reali si è ridotto dopo il '76⁶³, il valore netto del patrimonio totale (sempre in termini reali) è andato costantemente aumentando dopo il 1974⁶⁴, compensando così in parte il deterioramento della situazione di liquidità. In ogni caso, l'aumento del debito delle famiglie in rapporto al reddito e alle attività finanziarie, fa ritenere che le decisioni di risparmio e di spesa, nei prossimi anni, saranno più sensibili che nel passato alle variazioni delle condizioni del mercato del credito.

Anche per le imprese, a partire dalla metà degli anni '70, l'aumento dei nuovi debiti contratti

⁶¹ Oltre il 10% , vedi Ocse, *ibid.* agosto '80, p. 19.

⁶² Particolarmente importante, per la prima volta nel '79, l'acquisizione di quote di fondi del mercato monetario (Mmmf), che ha rappresentato ben il 2% del reddito disponibile.

⁶³ Per l'effetto combinato dei minori saldi finanziari attivi e dell'inflazione.

⁶⁴ Per l'incremento del valore del patrimonio immobiliare dovuto all'aumento dei prezzi degli alloggi.

è stato superiore all'acquisizione di nuove attività finanziarie⁶⁵. Quest'evoluzione ha risentito sia di fattori ciclici che strutturali: come è tipico delle fasi di espansione l'aumento del rapporto tra il flusso di indebitamento netto e il PNL corrisponde alla destinazione di una proporzione crescente di fondi all'investimento in immobilizzazioni e scorte. Gli utili prima delle imposte e i fondi prodotti internamente hanno dimostrato un buon andamento a partire dal '76, ma le spese in beni capitale sono aumentate in misura superiore, portando così ad un maggiore indebitamento. Nel '79, col rallentamento dell'attività economica, sia i fondi prodotti internamente che la spesa in beni capitale hanno dimostrato minore vigore.

Alcuni rapporti correntemente usati per analizzare la struttura finanziaria della società forniscono utili indicazioni sull'evoluzione nel tempo della loro posizione finanziaria. Dal '77 è aumentato il rapporto tra debito a breve e debito totale (dal 24% del '76 al 27,6% del '79), ed è calato il rapporto tra attività liquide ed indebitamento a breve termine (dal 36,7% del '76 al 27,6% del '79). L'aumento del debito a breve è legato alla scarsa convenienza per le imprese dell'indebitamento a lunga in presenza di tassi di interessi assai elevati; esse preferiscono indebitarsi a breve (sebbene a tassi molto elevati) e attendere tempi migliori per l'indebitamento a lungo termine. L'andamento di tali rapporti sta ad indicare un peggioramento della situazione finanziaria delle imprese, però bisogna considerare innanzitutto che tale andamento è tipico della fase ciclica in questione, e poi anche che essi si inseriscono in una tendenza di lungo termine⁶⁶. Un'altra considerazione importante è che, nella seconda metà degli anni '70, grazie all'evoluzione del sistema finanziario, la gestione delle tesorerie è probabilmente migliorata riducendo perciò la domanda di attività liquide in rapporto ad una determinata quantità di debito a breve termine.

Nella seconda metà degli anni '70 è aumentato il rapporto tra debito totale e capitale sociale; tendenze opposte hanno seguito il rapporto tra risorse finanziarie interne e spese di capitale (in calo) e prestiti sul mercato del credito e spese di capitale (in aumento). Si tratta di tendenze in atto dalla metà degli anni '60, e sostenute negli anni in questione dall'indebolimento del mercato azionario risultante dall'accelerazione dell'inflazione.

In definitiva, alla fine degli anni '70 la struttura finanziaria delle imprese sembra essere un po' meno liquida e più legata a fonte esterne di finanziamento rispetto all'inizio della fase espansionistica; però essa sembra anche un po' più solida di quanto non fosse prima dell'ultima recessione, in grado perciò di evitare una caduta degli investimenti fissi come quella degli anni 1974-75.

L'aumentata disponibilità di credito rispetto ad analoghe fasi di restrizioni monetarie ha permesso alle famiglie nel 1978 e '79 di finanziare un livello di consumi assai elevato malgrado il rallentamento della crescita del reddito reale disponibile. Ne è derivato evidentemente un aumento di rapporto tra il debito e il reddito disponibile. Malgrado il deterioramento della loro situazione finanziaria esse hanno continuato ad indebitarsi pagando tassi di interesse assai elevati poiché, se si tiene conto delle loro forti aspettative inflazionistiche, interessi nominali molto alti hanno corrisposto a interessi reali negativi o solo leggermente positivi. Anche la spesa per abitazioni si è mantenuta a livelli assai elevati rispetto agli standard storici, per l'aumentata possibilità delle thrift institutions di fornire credito anche in presenza di forti innalzamenti dei tassi di interesse. Il risparmio delle famiglie è così caduto a livelli bassissimi.

Anche per le imprese, le elevate aspettative inflazionistiche, associate alla debolezza del mercato azionario, hanno accresciuto l'importanza dei fondi presi a prestito rispetto al capitale proprio (tra i primi è aumentato il peso del debito a breve rispetto a quello a lungo termine).

⁶⁵ V. "Etudes économiques de l'Ocde" agosto '80 Etats Unis, p.21.

⁶⁶ Il rapporto tra debito a breve e debito totale segue un trend ascendente dall'inizio degli anni '60, mentre il secondo rapporto segue una tendenza al ribasso dalla fine della seconda guerra mondiale.

Perciò, nel 1978 e '79, se la politica monetaria crescentemente restrittiva aveva portato a forti innalzamenti dei tassi di interesse nominali, una volta tenuto conto delle elevate aspettative inflazionistiche e dell'aumentata disponibilità di credito (nelle precedenti fase di restrizione monetaria le istituzioni di deposito non sarebbero state in grado di aumentare il credito concesso) da parte delle istituzioni di deposito, si comprende come quei tassi di interesse non erano ancora in grado di provocare una riduzione della domanda aggregata. Era necessario un ulteriore aumento dei tassi di interesse (e l'aumento della credibilità della politica monetaria nel combattere l'inflazione) per scoraggiare la forte crescita dell'indebitamento di famiglie e imprese. Difficilmente esse, visto il deterioramento della loro situazione finanziaria, avrebbero potuto sostenere tassi di interesse più elevati. Questi ultimi potevano incidere più che in passato sulle decisioni di spesa del settore privato.

Complessivamente, il saldo finanziario del settore privato (imprese e famiglie) andò peggiorando dopo il 1975, più per l'aumento degli investimenti privati lordi che per la riduzione dei risparmi privati lordi⁶⁷. Anche il risparmio negativo del governo federale andò riducendosi per le tendenze di politica fiscale, diventando addirittura positivo nel '79 se si considera il governo nella sua definizione più ampia. Il risparmio interno netto totale, riflettente le opposte tendenze dei settori pubblico privato, dopo essere stato leggermente negativo nel '78 (-0,3%, con quello del settore pubblico uguale a zero), è diventato leggermente positivo nel '79 (+0,2%, in quanto il risparmio positivo del settore pubblico ha più che compensato quello negativo del settore privato). Il risparmio del settore estero, uguale al saldo delle partite correnti con segno opposto, è stato uguale allo 0,7% del PNL nel '77 e nel '78 (con un deficit di partite correnti superiore entrambi gli anni a 14 miliardi di dollari), per ridursi praticamente a zero nel '79⁶⁸.

3.3. LE DIFFICOLTÀ DELL'ECONOMIA AMERICANA DURANTE L'ESPERIMENTO MONETARISTA

L'andamento del sistema economico in questo periodo mise in tutta evidenza quanto fosse difficile abbattere il trend inflazionistico che nel corso degli anni '70 si era andato sempre più rafforzando. Ciò in conseguenza del fatto che le aspettative inflazionistiche si erano ormai profondamente radicate nel comportamento dei diversi soggetti economici: lavoratori, consumatori, imprese, investitori, ecc., alimentate, tra l'altro, dal fatto che in passato la politica monetaria si era dimostrata incapace di fare fronte all'inflazione, ed ora anche da una politica fiscale non certo molto coordinata con quella monetaria. La messa in atto della reaganomics a partire dall'81 prevedeva, accanto ad una politica monetaria fortemente restrittiva (maggiormente improntata ai principi del monetarismo), una politica fiscale caratterizzata da tagli d'imposte e maggiori ammortamenti per le imprese oltreché da un notevole aumento delle spese per la difesa. Si riteneva che le minori entrate federali avrebbero aumentato le risorse disponibili alle imprese per gli investimenti e avrebbero favorito un incremento del tasso di risparmio privato. Lo stimolo che ne sarebbe derivato all'economia avrebbe dovuto permettere di accrescere il gettito fiscale in misura tale da compensare la sua precedente riduzione. Invece, almeno fino all'82, la politica monetaria fortemente restrittiva impedì alle spinte

⁶⁷ Si passa dal 5,3% del PNL nel '75 al -0,3% nel '78 e '79; dati Ocse.

⁶⁸ La differenza tra risparmio interno e quello estero è inserita nella voce "errori e omissioni".

espansionistiche del deficit federale di far sentire i loro effetti. Anzi, il mix di politica fiscale espansiva e monetaria fortemente restrittiva comportò un fortissimo innalzamento dei tassi di interesse, con effetti molto negativi sul sistema economico che fecero ulteriormente lievitare il deficit federale.

Il nuovo indirizzo restrittivo di politica monetaria adottato nell'ottobre '79 ebbe come scopo principale quello di combattere l'inflazione. Un certo successo in questo senso incominciò a vedersi solo nell'82, nel corso di una recessione che era iniziata a metà dell'81, a riprova di quanto fosse difficile combattere le forti aspettative inflazionistiche. All'inizio dell'80 l'inflazione era in aumento e peggiori le aspettative su di essa, viste le forti importazioni di petrolio (soprattutto a fini precauzionali) a fine '79 e gli avvenimenti in Medio Oriente e l'invasione in Afghanistan, che indussero il timore di aumenti delle spese per la difesa con conseguente crescita del deficit federale. Tali aspettative e la politica monetaria restrittiva della Federal Reserve portarono a forti innalzamenti dei tassi di interesse che, assieme al programma antiinflazione annunciato da Carter in marzo ed ai prevedibili effetti sulla domanda aggregata provocati dal secondo shock petrolifero, provocarono nel secondo trimestre dell'anno la più grande caduta del livello dell'attività produttiva verificatasi in un trimestre in tutto il dopoguerra: il PNL, in termini reali, si contrasse ad un tasso annuo superiore al 10%, andando oltre ogni possibile previsione. La caduta nei tassi di interesse che ne derivò e la rimozione delle speciali limitazioni sul credito favorirono un sorprendente recupero nella seconda metà dell'anno cosicché il PNL reale chiuse l'anno poco al di sotto dei livelli del '79 (con i tassi di interesse in aumento). Complessivamente però durante l'anno l'inflazione rimase all'incirca agli stessi, elevatissimi livelli del '79 (l'indice dei prezzi al consumo aumentò del 12,5%) mentre la disoccupazione aumentava considerevolmente.

L'81, proseguendo l'andamento della seconda metà dell'80, iniziò con l'attività economica in forte crescita e con i tassi di interesse a livelli record; la produzione smise di crescere in primavera e in estate, per cadere nell'ultimo trimestre dell'anno; finalmente incominciarono a manifestarsi i tanto attesi segnali di una riduzione dell'inflazione mentre l'andamento del PNL reale, che alla fine dell'anno era solo leggermente al di sopra del livello dell'anno precedente, faceva sì che alla fine dell'anno la disoccupazione fosse in rapida crescita. Quest'ultima crebbe nell'82, anno in cui continuò la recessione iniziata a metà dell'81, cosicché in quel periodo il declino complessivo del PNL reale fu pari al 2,5%; solo verso la fine dell'anno si manifestarono segni di ripresa, soprattutto nei settori più sensibili all'andamento dei tassi di interesse (che nell'82 si erano ridotti in misura notevole).

Solo nell'82, in seguito alla recessione, l'inflazione cadde notevolmente (l'indice dei prezzi al consumo aumentò del 3,9%⁶⁹).

Andamento delle componenti della domanda

I consumi delle famiglie mostrarono molta debolezza in questo periodo. Nell'80 e '81 influi su tale andamento il crescente costo del credito, mentre durante tutto il triennio fu particolarmente debole la crescita del reddito personale disponibile reale. Particolarmente colpita dagli alti tassi di interesse fu la domanda di beni di consumo durevole ad elevato valore unitario. La spesa per consumi, considerata la migliorata situazione finanziaria delle famiglie, la diminuzione dei tassi di interesse sui prestiti al consumo e la moderazione dell'inflazione,

⁶⁹ Il deflatore del PNL, superiore al 9% sia nell'80 che nell'81, si ridusse nell'82 al 6,4%. Il PNL reale aumentò solo nell'81: +1,9%, mentre si ridusse nell'80: -0,2% ed ovviamente in maggior misura nell'82: -2,5%. Dati OCSE.

cominciò a riprendersi nella seconda metà dell'82, soprattutto verso la fine dell'anno, dirigendosi fortemente verso i beni di consumo durevole, il cui acquisto era stato rinviato a momenti migliori.

La spesa per costruzioni residenziali fu particolarmente colpita nell'80 e 81 a causa degli elevati tassi di interesse sui mutui ipotecari (mortgage rates), e per l'elevato prezzo delle abitazioni⁷⁰. Fu nella seconda metà dell'82, in corrispondenza ad una forte riduzione dei mortgage rates, che il settore delle costruzioni residenziali riprese vigore, sommandosi così ad una certa ripresa dei consumi.

L'andamento degli investimenti in questo triennio è stato davvero poco esaltante, soprattutto a causa degli elevatissimi tassi di interesse prodotti dalla P. M. restrittiva, e dal forte aumento del deficit federale. Nell'80, con una situazione finanziaria in via di deterioramento, elevati costi del capitale, e diminuzione della domanda di prodotti finali, gli investimenti fissi reali delle imprese si ridussero del 5%; questo dato fu però il risultato di situazioni profondamente diverse: da un lato settori quali la difesa, l'energia, settori ad alta tecnologia che ottennero ancora una crescita negli investimenti, e dall'altro il resto delle industrie manifatturiere in cui gli investimenti caddero in maniera assai accentuata. L'aumento dei tassi di interesse sulle obbligazioni delle imprese e l'elevato grado di capacità produttiva inutilizzata contribuirono fortemente a tener bassa la spesa per investimenti anche nell'81. In quell'anno, la spesa reale per nuovi impianti e attrezzature aumentò solo dell'1,5%. Nell'82, nel pieno della recessione, gli investimenti fissi totali reali caddero di ben l'8%.

Mentre nell'80 le imprese riuscirono a tenere basso il livello delle scorte, nell'81, con la domanda in forte riduzione nella seconda metà dell'anno, le scorte in eccesso aumentarono fortemente, alimentando le necessità finanziarie delle imprese (il settore automobilistico fu quello più colpito). Esse all'inizio dell'82 si impegnarono notevolmente per liquidare le scorte in eccesso e così fecero ancora nel quarto trimestre non verificandosi ancora l'attesa ripresa della domanda.

Spesa pubblica e politica fiscale

Mentre nella seconda metà degli anni '70, nel corso della ripresa economica, la politica fiscale si era rivelata sempre meno espansiva⁷¹, a partire dall'80 ebbe inizio un'inversione di tendenza. In quell'anno il deficit del bilancio federale più che raddoppiò rispetto all'anno precedente, raggiungendo i 76 miliardi di dollari, per arrivare a 125 miliardi di dollari nell'82 (nell'81 il deficit fu di poco superiore all'80).

Le cause del forte aumento del deficit federale sono innanzitutto legate alla recessione, con gli effetti fortemente negativi di questa sulle entrate notevolmente accentuati, a partire dall'81, dai tagli di imposte decisi dall'amministrazione Reagan e dai maggiori tassi di ammortamento concessi alle imprese allo scopo di favorire gli investimenti (diminuendo così nell'immediato i profitti delle imprese e le relative imposte).

Dal lato della spesa per beni e servizi fu la voce relativa alle spese per la difesa ad aumentare in maniera decisa (soprattutto a partire dall'81), senza essere sufficientemente compensata dalle riduzioni della spesa negli altri settori. In particolare nell'82 la spesa federale aumentò

⁷⁰ Se nel '76 il 21% del reddito disponibile di una famiglia era mediamente sufficiente per far fronte al servizio del debito relativo all'acquisto della casa, nell'81 esso arrivò al 40%.

⁷¹ Da un deficit del bilancio federale di 75 miliardi di dollari nel '75 ad un deficit di 28 miliardi circa nel '79. Dati Internat. Financ. Statistics.

considerevolmente anche a causa del programma di sostegno del settore agricolo, con l'accumulazione di scorte di prodotti agricoli allo scopo di sostenerne il prezzo. Un'altra voce che contribuì a far lievitare il deficit federale fu quella relativa ai trasferimenti, con particolare riferimento ai contributi alla disoccupazione⁷².

Produttività, mercati del lavoro, costi unitari del lavoro e inflazione

L'andamento dell'occupazione ricalcò quello della produzione, per cui esso fu decisamente negativo in questo triennio. Il livello più basso fu raggiunto alla fine dell'82 con un tasso di disoccupazione pari al 10,5, superiore di quasi due punti percentuali rispetto al livello più alto raggiunto nel dopoguerra⁷³. Una forte caduta nell'occupazione si ebbe soprattutto nel settore manifatturiero e in quello delle costruzioni, vale a dire cioè nei settori più strettamente legati alla situazione ciclica; ciononostante continuò ad aumentare l'occupazione nel settore dei servizi (addirittura anche nell'82, sebbene ad un tasso inferiore rispetto agli anni precedenti), fenomeno già individuato in precedenza e con le conseguenze che ne derivano sul lato della produttività.

Quest'ultima, nell'80 e '81 non realizzò alcun guadagno; con alle spalle un andamento degli investimenti complessivamente assai negativo in tutto il triennio nell'80 influì su di essa anche il già visto ritardo con cui gli imprenditori adeguarono la forza-lavoro al ridotto livello della produzione. Alla fine dell'81, allo stesso modo, una riduzione della produzione superiore a quella dell'occupazione si contrappose ad una crescita nella produttività pari ad un tasso annuale dell'1,25% ottenuta nei primi 3 trim. Solo verso la fine dell'82 la produttività incominciò a migliorare, abbastanza sorprendentemente vista la riduzione della produzione nel corso dell'anno in conseguenza degli sforzi che le imprese effettuarono, soprattutto nella seconda metà dell'anno, per ridurre i costi ed aumentare l'efficienza, vista la loro difficile situazione finanziaria⁷⁴.

L'andamento della produttività nell'80 e '81 faceva sì che qualsiasi aumento nei salari e nei contributi a carico dei datori di lavoro si trasferisse completamente sui costi unitari del lavoro. Nell'80, malgrado l'aumento della disoccupazione, i compensi medi orari (comprensivi dei contributi a carico dei datori di lavoro), aumentarono del 10%, per l'operare di meccanismi automatici legati ad indici del costo della vita. Finalmente nell'81, malgrado l'inerzia nella riduzione dei salari (dovuta anche all'esistenza di numerosi contratti a durata triennale o addirittura superiore), si ebbe una moderazione nel loro tasso di crescita (diversi contratti in scadenza furono rinegoziati anticipatamente e furono fissati nuovi piani di aggiustamento dei salari per favorire la riduzione dei costi delle imprese) in conseguenza di un elevato tasso di disoccupazione e di una generale moderazione dell'inflazione.

Il costo unitario del lavoro nell'82 aumentò solo più del 4,5%, grazie sia alla migliorata produttività che a più ridotti incrementi dei salari e dei contributi a carico dei datori di lavoro. Appariva così in via di abbattimento il circolo vizioso salari – prezzi che si era instaurato negli anni '70. L'indice dei prezzi al consumo aumentò solo più del 3,9% rispetto ai livelli di circa il 13% nel '79-'80. Il calo dell'inflazione, oltre ad avvalersi degli effetti della recessione sui

⁷² Nell'82, ad esempio, con un numero di lavoratori disoccupati per oltre sei mesi che superò i 2,5 milioni di unità, per ben due volte fu allungato il periodo di tempo nel corso del quale i disoccupati potevano continuare a ricevere contributi.

⁷³ L'occupazione non agricola cadde di più di 2,75 milioni di unità da luglio dell'81 alla fine dell'82.

⁷⁴ Andamento della produttività per ora di lavoro: -0,5% nell'80, +1% nell'81, -0,6% nell'82 (settore delle imprese non agricole). Dati OCSE.

mercati dei beni e del lavoro, poteva anche godere dell'apprezzamento del dollaro che teneva basso il prezzo dei beni importati, degli abbondanti raccolti che continuavano a deprimere i prezzi dei prodotti agricoli (creando però crescenti difficoltà in questo settore), e di una recessione mondiale che teneva basso il prezzo del petrolio e di altri beni. Mentre l'apprezzamento del dollaro ebbe effetti assai positivi sul fronte dell'inflazione esso comportò invece un notevole peggioramento della bilancia commerciale e delle partite correnti americane.

Commercio internazionale e andamento del dollaro

Bisogna innanzitutto rilevare come il saldo delle partite correnti, quasi in pareggio nel '79, si era portato in surplus nella seconda metà dell'80, nonostante il forte incremento del prezzo del petrolio. Da un lato la debolezza della domanda aggregata teneva basse le importazioni; dall'altro le esportazioni in termini reali, anche grazie a quelle di prodotti agricoli, aumentarono in maniera apprezzabile, portando le partite correnti americane da un deficit superiore a 14 miliardi di dollari nel '78 ad un saldo complessivamente in pareggio (e in via di miglioramento) nell'80; e ciò mentre nello stesso periodo, in conseguenza del secondo shock petrolifero, le partite correnti degli altri paesi dell'Ocse passavano da un surplus superiore a 22 miliardi di dollari ad un deficit di quasi 77 miliardi.

Nel corso dell'81 le partite correnti iniziarono però a peggiorare: ciò era inevitabilmente legato allo stesso forte apprezzamento del dollaro e al deprezzamento delle altre monete ma, dopo il primo trimestre, in cui le esportazioni in termini reali aumentarono ancora grazie alla forte crescita in Canada, da allora in poi esse diminuirono anche a causa del rallentamento della crescita economica all'estero; all'inizio dell'81, ad esempio, la Germania adottò una politica monetaria più restrittiva e, più in generale, i paesi industrializzati erano restii ad adottare politiche di incentivazione della domanda per combattere l'effetto recessivo del secondo shock petrolifero per paura di alimentare nuovamente l'inflazione. Col volume delle importazioni in continua crescita durante l'anno, le partite correnti passarono da un surplus pari ad un livello annuo di 8,8 miliardi di dollari nei primi tre trimestri ad un deficit nell'ultimo trimestre.

Le partite correnti ritornarono ancora in surplus nella prima metà dell'82, ma poi esse passarono in deficit nella seconda metà. Le esportazioni americane caddero nell'82 di ben il 13% in termini reali in conseguenza non solo del permanere di una debole crescita economica all'estero, ma anche della forza del dollaro, il cui valore medio si apprezzò di un altro 20% dall'inizio dell'anno fino a novembre. Anche le importazioni, a causa della recessione, caddero nell'82 ma esse diminuirono meno delle esportazioni per l'aumentata competitività dei prodotti stranieri indotta dall'elevatezza del dollaro; così il settore estero contribuì alla recessione.

Nel corso dell'80 l'andamento del dollaro aveva seguito l'altalena dei tassi di interesse, in aumento nella prima parte dell'anno fino al marzo dell'80 con il prime rate che aumentò fin quasi al 20%, e poi in discesa fino a giugno con i tassi di interesse americani che scendevano più velocemente di quelli degli altri paesi industrializzati. Nella seconda parte dell'80, e soprattutto a partire da ottobre, l'effetto combinato dell'andamento positivo delle partite correnti (quando nel resto del mondo industrializzato esse segnavano il passo di fronte all'aumento del prezzo del petrolio) e dei tassi di interesse crescenti (a seguito della politica restrittiva della Federal Reserve che si trovava a fronteggiare un'inaspettata ripresa dell'attività economica dopo la forte caduta del secondo trimestre) diedero inizio ad un continuo e accentuato apprezzamento del dollaro, favorito anche da avvenimenti che avevano provocato un'incertezza politica in Francia e in Germania. Da luglio '80 a metà agosto dell'81 il tasso effettivo del dollaro aumentò di almeno il 34% (oscillazione addirittura superiore rispetto alla svalutazione del 1977-78),

mentre le monete dello Sme si deprezzavano del 30-33% e lo yen solo del 5%⁷⁵. Nell'81 anche il miglioramento delle aspettative inflazionistiche ha influito sull'apprezzamento delle partite correnti, assieme all'attenuazione del deficit tedesco e con il Giappone che si stava portando verso un più elevato surplus, e assieme al calo dei tassi di interesse americani quando gli S.U. entrarono nella recessione, portò ad un deprezzamento del 9% del tasso effettivo del dollaro da agosto a dicembre.

Ma nell'82, dall'inizio dell'anno fino a novembre il dollaro si apprezzò del 20%, a causa soprattutto di tassi di interesse che, sebbene in riduzione, si mantenevano assai elevati anche in termini reali. Tale elevatezza dei tassi di interesse era il frutto non solo della politica monetaria restrittiva, ma anche di un deficit federale in forte crescita. L'aumento delle necessità di finanziamento del deficit federale, unito alla P. M. restrittiva, portò ad un aumento fortissimo nei tassi di interesse nominali e reali, che incominciarono ad attirare ingenti quantità di capitali dall'estero. Se questa era una delle principali cause dell'apprezzamento del dollaro, la grossa domanda di attività in dollari era anche la conseguenza delle difficoltà del sistema finanziario internazionale e di grosse incertezze sull'andamento dell'economia mondiale. Esse erano strettamente legate all'aggravarsi delle difficoltà dei Pvs fortemente indebitati come Argentina, Brasile e Messico. Essi si trovavano nell'impossibilità di rimborsare i debiti contratti soprattutto verso le banche commerciali estere (2/3 del debito totale a fine '83 per quanto riguarda i paesi dell'America Latina)⁷⁶ e assai in difficoltà ad adottare politiche di aggiustamento interno ed esterno per l'impossibilità di imporre forti sacrifici alle relative popolazioni. Le loro esportazioni risultavano assai difficili visto il basso tasso di sviluppo dei paesi industrializzati. Essi hanno così dovuto ridurre le loro importazioni, e ciò ha comportato gravi effetti soprattutto per gli S. U., paese nei confronti del quale si indirizza una grossa fetta della domanda esterna dei paesi dell'America Latina⁷⁷. L'aumento della domanda di dollari derivò, in certa misura, anche dal progressivo successo ottenuto dalle autorità monetarie americane nella lotta contro l'inflazione.

La situazione finanziaria di famiglie, imprese e settore pubblico

Il tasso di risparmio delle famiglie (in percentuale del reddito disponibile), leggermente superiore ai livelli della seconda metà degli anni '70, si è mantenuto mediamente, nel triennio 1980-82, al di sotto dei livelli degli anni '60 e soprattutto della prima metà degli anni '70. Il tasso di risparmio delle famiglie è oscillato, nel triennio, su valori compresi tra il 5 e il 6%⁷⁸. Il reddito reale personale disponibile è aumentato assai poco in questi anni (del 2% circa nell'80 e '81 e poco più dello 0,5% nell'82) con i tassi di crescita dei salari e dell'inflazione che hanno proseguito di pari passo. Tale andamento va collegato all'evoluzione non certo favorevole dell'occupazione, e ai tagli sulle imposte sia dell'ottobre '81 che della metà dell'82 (che hanno impedito ai tassi di crescita del reddito reale e disponibile di crollare su valori ancora più bassi). Perciò, malgrado la debolezza dei consumi delle famiglie, particolarmente nei settori più

⁷⁵ Cfr. Robert Solomon "Il sistema monetario internazionale (1945-1981)", Liguori Edit. pp. 504-9.

⁷⁶ Alla stessa data e per gli stessi paesi il debito a tassi fluttuanti era anch'esso pari ai 2/3.

⁷⁷ Le difficoltà dei Pvs dell'America Latina nel rapporto con le banche commerciali internazionali possono essere brevemente evidenziate dal fatto che nell'82 per la prima volta il trasferimento netto di risorse si è avuto non verso i paesi debitori, ma verso le banche per un totale di 15 miliardi di dollari. Cfr. P. P. Kuczynski "International emergency lending facilities – Are they adequate?" in "The IMS: 40 years after Bretton Woods", may '84.

⁷⁸ Dal 5,6% dell'80, al 5,3% dell'81, al 5,4% dell'ultimo trimestre dell'82. Dati Ocse "Etudes économiques" Etats Unis, vari anni.

sensibili agli elevatissimi tassi di interesse, il risparmio, in considerazione degli scarsi aumenti del reddito reale disponibile, si è mantenuto su livelli non molto superiori rispetto agli anni precedenti. Un certo aumento del risparmio era abbastanza prevedibile in seguito al taglio delle imposte, anche se si sperava in un incremento di ampiezza molto superiore.

La situazione finanziaria delle famiglie in questo periodo non sembra essere stata particolarmente buona. Da un lato era inevitabile che le famiglie, fortemente indebitatesi nel corso della seconda metà degli anni '70, visti i forti aumenti dei tassi di interesse e il debole andamento del reddito disponibile, decidessero di ridurre il loro indebitamento⁷⁹. Dall'altro, il totale delle passività finanziarie è rimasto assai elevato rispetto a quello delle attività, riducendosi solo nell'82 di circa 2 punti percentuali. La posizione di liquidità è anzi peggiorata nell'80 e '81; poi, durante la recessione, l'accrescimento della domanda di liquidità (che ha provocato una fortissima crescita di M1, ed un'altrettanto forte caduta della sua velocità di circolazione) ha portato ad un sensibile aggiustamento della situazione finanziaria: alla fine della recessione il rapporto tra attività liquide e indebitamento totale non era molto diverso da quello dell'analogo periodo di recessione 1974-75⁸⁰. Il peso del servizio del debito sul reddito disponibile è cresciuto da circa l'8,8% nell'81 e a poco meno del 10% nell'82; quest'ultimo fenomeno è attribuibile essenzialmente all'aumento dei tassi di interesse, accentuato dalla contrazione del reddito reale. Si è anche avuto un aumento dei tassi di inadempimento, soprattutto nei prestiti ipotecari. Un punto importante è costituito dalla riduzione del valore netto reale del patrimonio delle famiglie a partire dal 1980 e accentuatasi successivamente, provocata soprattutto dalla riduzione dei prezzi reali degli alloggi⁸¹. Si tratta dell'inversione di una tendenza, frutto di diminuite aspettative inflazionistiche, che era durata per parecchi anni.

La situazione finanziaria delle imprese, in questo triennio, è stata il frutto sia della negativa fase congiunturale, sia di tendenze che perduravano da decenni. Sia nell'80 che nell'81 la differenza tra le spese di capitale e le risorse finanziarie interne, in percentuale del PNL, rimase invariata (pari allo 0,8% del PNL). All'inizio dell'81, grazie alla breve ripresa economica, aumentarono i fondi prodotti internamente (internal funds: profitti non distribuiti e ammortamenti) riducendo così momentaneamente le necessità di finanziamento esterno, ma nella misura in cui la recessione incominciò a farsi strada e gli utili diminuirono le imprese dovettero sempre più finanziare i propri investimenti tramite il ricorso al mercato del credito⁸². Nell'82, in conseguenza di un calo delle spese per investimenti superiore a quello dei fondi prodotti internamente, si ebbe una riduzione del flusso di indebitamento delle imprese; per le società non finanziarie si ebbe un dimezzamento del gap finanziario⁸³.

Malgrado in questo periodo le imprese abbiano fatto registrare tassi di crescita negativi degli investimenti fissi reali in due anni su tre, in percentuale del PNL essi si ridussero di meno rispetto ad analoghe fasi cicliche del secondo dopoguerra; l'opposto è invece avvenuto per l'andamento degli utili in rapporto al PNL, comportando così un grosso ricorso all'indebitamento

⁷⁹ Il tasso di crescita del debito delle famiglie si ridusse per ogni anno dal '79 all'82; se nel periodo 1976-80 esso era aumentato mediamente del 13,5% per anno, nell'81 aumentò dell'8,3% e nell'82 solo più del 5,6%.

⁸⁰ Nell'82 questo aumento della domanda di attività liquide ha avuto notevoli effetti sull'andamento e sul controllo degli aggregati monetari portando, nel corso dell'anno, ad assegnare molta meno importanza al controllo di M1.

⁸¹ Nell'attivo delle famiglie questa componente è più di due volte superiore alla situazione netta sul mercato del credito e ai possessi netti di azioni.

⁸² Cfr. Monet. Policy Resp. to Congress del marzo '82, in FRB, aprile '82, p. 127.

⁸³ Cfr. J. F. Wilson e altri: "Major borrowing and lending trends in the U.S. economy, 1981-85", Federal Reserve Bull. aug. '86, p. 514.

esterno⁸⁴.

Questa contrazione degli utili, legata alla contemporanea forte lievitazione degli interessi sul debito delle imprese, ha comportato la diminuzione del tasso di copertura dei pagamenti d'interessi da parte degli utili: dal 4,8% medio del periodo 1976-79 a circa il 3,5% del 1980-81⁸⁵. Preoccupante l'aumento del rapporto tra fondi presi a prestito e fondi propri e, nell'ambito dei primi, la quota crescente del debito a breve termine. In entrambi i casi vengono confermate tendenze già in atto nel corso degli anni '70. Vi è stato perciò complessivamente un deterioramento della situazione finanziaria delle imprese; esse, pesantemente indebitate a breve termine, sono state maggiormente sensibili all'innalzamento dei tassi di interesse, il che ha provocato forti pressioni sul loro cash-flow; le imprese hanno preferito indebitarsi a breve termine in attesa di migliori condizioni sul mercato delle azioni e delle obbligazioni; gli stessi investitori hanno preferito indirizzarsi verso gli strumenti a breve termine rispetto a quelli a lunga per i più alti tassi di interesse offerti dai primi e per un insolito pessimismo nei confronti del mercato dei capitali⁸⁶. Anche il rapporto tra attività liquide e indebitamento a breve termine ha subito un netto calo rispetto agli anni '70. Il deterioramento della situazione finanziaria delle imprese, pur confermando una tendenza generale del secondo dopoguerra, si è però accentuato in questi ultimi anni. In particolare, gli effetti della riduzione dell'imposta sulle società e l'aumento delle deduzioni a fini fiscali risultante dalla legge fiscale del 1981-82 sono state compensate dalla forza relativa degli investimenti rispetto ad analoghe fasi cicliche e dagli effetti negativi sugli utili della cattiva performance della produttività della manodopera. Tale legge non è perciò riuscita, almeno fino all'82, a portare un'inversione di tendenza delle imprese, caratterizzata dal peso crescente dei fondi presi a prestito rispetto a quelli propri.

Un numero crescente di imprese ha dovuto far le spese della difficile situazione, col numero di fallimenti che è aumentato ad un ritmo senza precedenti.

Solo dall'estate dell'82, in seguito al miglioramento della situazione del mercato azionario, le imprese poterono raccogliere fondi anche tramite l'emissione di azioni, e la riduzione dei tassi di interesse a lungo termine permise, verso la fine dell'anno, di migliorare, anche se di poco, il rapporto debito a breve/debito a lunga. Anche così però la situazione finanziaria delle imprese rimase molto difficile⁸⁷.

Aggregando imprese e famiglie nel settore privato dall'80 all'82 vi fu un miglioramento del saldo finanziario del settore privato, come risultato non tanto dell'aumento del risparmio privato lordo, quanto della riduzione degli investimenti privati lordi (soprattutto nella spesa per abitazioni). Nell'80 e '81 il risparmio negativo del settore pubblico (inteso nella sua globalità) fu ancora inferiore, seppur di poco, a quello del settore privato, cosicché il risparmio interno netto totale fu ancora leggermente positivo. Nell'82, all'aumento del risparmio privato di cui s'è detto (frutto della reazione al deterioramento della sua situazione finanziaria), si contrappose un analogo aumento nell'assorbimento di risparmio da parte del settore pubblico⁸⁸, con un risparmio netto totale praticamente uguale a zero.

Mentre nel 1980 e nel 1981 il debito federale crebbe ad un tasso appena inferiore al 12% (contro una crescita media di circa il 10,5% nel periodo 1976-79, quindi inferiore al tasso di

⁸⁴ Dal 7,7% dell'80, al 6,6% dell'81 al 5,4% dell'82: utili dopo le imposte in percentuale del PNL.

⁸⁵ Inferiore anche rispetto alla analoga fase recessiva del 1974-75.

⁸⁶ Se nel '60 il 71% circa del debito totale era a lungo termine nell'80 tale percentuale si ridusse al 54%, lungo una tendenza che verrà confermata anche negli anni successivi.

⁸⁷ Dati Ocse "Etudes Economiques dell'Ocde", Etats Unis, vari numeri.

⁸⁸ In tutti e tre gli anni il risparmio negativo a livello federale è superiore di circa un punto percentuale (in rapporto al PNL) rispetto a quello del governo globalmente inteso (governo federale + amministrazioni statali e locali).

crescita del PNL nominale), con un notevole aumento delle pressioni finanziarie sul settore privato, nell'82 crebbe di ben il 19,4% (col tasso di crescita del PNL nominale pari al 3,2% e quasi il triplo del tasso di crescita del debito dei settori non federali)⁸⁹; nell'82, infatti, ben il 40% dei flussi di credito diretti ai settori non finanziari fu assorbito dal governo federale, aggravando perciò le difficoltà di finanziamento degli altri settori. Complessivamente in questo triennio il risparmio privato aumentò rispetto a quello medio del periodo 1976-79 (soprattutto rispetto ai tassi negativi del 1978-79); lo stesso si può dire, con segno negativo, del risparmio del settore pubblico, ed in particolare del governo federale. Mentre dal '76 al '79 il risparmio negativo del governo federale si era andato riducendo, dall'80 all'82 subì un forte incremento (dal -2,2% del PNL nell'80 a -4,6% nell'82; era pari a -0,6% nel '79).

3.4 GLI SQUILIBRI DELLA RIPRESA DEGLI ANNI '80

Finalmente nell'83 il sistema economico americano riuscì ad emergere da una delle più severe recessioni di tutto il dopoguerra; tale ripresa continuò con vigore nell'84, col prodotto nazionale lordo reale che aumentò del 6,4% (era aumentato del 3,6% nell'83), mentre nell'85 esso aumentò solo del 2,7%; un simile rallentamento era superiore rispetto a quanto molti si aspettavano e gettava alcuni dubbi sulle prospettive di crescita futura. Del resto, già nell'84, dopo che la crescita economica era stata straordinariamente rapida nella prima metà dell'anno, essa improvvisamente rallentò in maniera notevole, riprendendosi poi negli ultimi mesi dell'anno ma ad un ritmo decisamente inferiore rispetto al primo semestre. Nell'86 e nell'87 il PNL reale continuò a crescere a ritmi decisamente non elevati, pari a circa il 3% in entrambi gli anni. Dopo essere cresciuto ad un ritmo costante per tutto l'86 il sistema economico americano subì una certa accelerazione nell'87, soprattutto nel terzo trimestre, grazie ad una sostenuta domanda interna ed alla diminuzione del deficit commerciale in termini reali. Nell'ultimo trimestre dell'87, però, la crescita diminuì sensibilmente, soprattutto in relazione all'incertezza provocata dal crollo di Wall Street in ottobre.

La ripresa si realizzò fin dall'inizio all'insegna di una ridotta inflazione (e anche delle aspettative inflazionistiche), che oscillò in una stretta fascia compresa tra il 3,5 e il 4%; ciò avvenne in conseguenza di diversi fattori, che vanno dall'elevato valore del dollaro, almeno fino all'ottobre 1985, alle abbondanti produzioni agricole che tennero bassi i prezzi dei prodotti alimentari, ai bassi prezzi del petrolio e di molte materie prime e al ridotto incremento dei salari. Nell'86, anche grazie alla debole crescita dell'economia, l'inflazione fece registrare i valori più bassi dalla metà degli anni '60 (il deflatore del PNL aumentò del 2,6%). Lo scorso anno, soprattutto nei primi tre trimestri, aumentarono le aspettative inflazionistiche, tanto è vero che il deflatore del PNL crebbe ad un tasso annuale del 3,5%. I timori inflazionistici, legati soprattutto al deprezzamento del dollaro, furono sostituiti a fine anno da quelli di una possibile recessione per gli effetti del crollo della borsa (per ripresentarsi nel maggio '88, in concomitanza con il nuovo surriscaldamento dell'economia Usa). Va anche rilevato che in tutto il periodo i salari sono cresciuti in modo assai contenuto; tale moderazione della crescita salariale si è mantenuta anche a seguito di un notevole calo della disoccupazione nell'87 e nell'88. Mentre il tasso di disoccupazione, pur riducendosi rispetto ai livelli record dell'82, è comunque rimasto abbastanza elevato fino alla prima metà dell'86 (+7%), successivamente si è notevolmente ridotto, scendendo nella primavera dell'88 al 5,4% (record storico).

⁸⁹ Cfr. Wilson e altri, *ibid.*, p. 512.

Questo periodo assai lungo di crescita economica, sebbene molto lenta negli ultimi anni, è stato caratterizzato dal sorgere e dall'aggravarsi di tutta una serie di problemi non facilmente risolvibili e per molti versi strettamente connessi: primi fra tutti il gigantesco deficit federale e la necessità di ricorrere in forte misura a capitali esteri per il suo finanziamento visto il basso tasso di risparmio privato, e poi l'altrettanto grande squilibrio nell'interscambio con l'estero.

Mentre l'elevatissimo deficit federale ha dato da un lato un forte stimolo alla crescita della domanda, dall'altro la necessità del suo finanziamento ha provocato forti tensioni sul mercato monetario e creditizio, vista la contemporanea crescita della domanda di credito da parte del settore privato (imprese e famiglie). Malgrado l'aumentata offerta di credito sono lievitati i tassi di interesse sia nominali che reali (annullando così gli effetti su di essi della ridotta inflazione e di altrettanto diminuite aspettative inflazionistiche). Le conseguenze sono state particolarmente negative per quei settori dell'economia fortemente sensibili ai tassi di interesse, come quello delle costruzioni e come gli investimenti delle imprese, con effetti indesiderati per l'occupazione e la produttività.

Gli elevati tassi di interesse hanno anche provocato una forte ascesa del dollaro in seguito all'elevato afflusso di capitali verso gli S.U. (accentuato anche da incertezze politiche ed economiche nel resto del mondo), e questo, riducendo la competitività dei prodotti americani, ha comportato un ulteriore aumento del deficit commerciale e di partite correnti, già in forte crescita a causa degli effetti espansionistici del deficit federale e di una ripresa che negli S.U. è stata superiore, nei primi anni, rispetto a quella degli altri paesi industrializzati. È stata così dirottata sull'estero una elevata quota della forte domanda interna la quale, nel corso di questa espansione, è cresciuta ad un tasso superiore a quello della produzione; il deficit di partite correnti ha costituito e costituisce ovviamente un fattore restrittivo per l'economia americana.

Il deficit delle partite correnti ha costituito la contropartita del risparmio affluito dall'estero che ha permesso di finanziare le attività interne, e soprattutto il deficit federale, il quale ha assorbito quote ingentissime del risparmio privato interno (nell'84, ad esempio, addirittura i due terzi), riducendo perciò la quota di esso destinabile agli investimenti.

L'elevato valore del dollaro ha comportato grosse difficoltà per i settori esposti alla concorrenza straniera (come certi settori manifatturieri o estrattivi), ed ha fortemente danneggiato le esportazioni, già di per sé deboli per l'economia mondiale in lenta crescita. Un ulteriore effetto negativo degli elevati tassi di interesse Usa è stato esercitato sul debito estero dei Pvs, le cui difficoltà si sono ritorte poi come un boomerang sui paesi industrializzati, e sugli Usa in particolare.

La crescita è stata così caratterizzata da grossi squilibri potenzialmente assai pericolosi. A tutt'oggi questi problemi rimangono fondamentali per l'economia Usa. La loro soluzione è legata innanzitutto alla riduzione del deficit federale, che porterebbe ad una riduzione della dipendenza degli S.U. dai flussi di capitale provenienti dall'estero. Un aumento del risparmio delle famiglie è anche esso alla base della risoluzione di molti dei problemi dell'economia americana; si richiede, quindi, un ridimensionamento della domanda interna, che però ancora non si intravede. Un fattore positivo è stato il calo del dollaro dai livelli irrealistici raggiunti (soprattutto all'inizio dell'85): esso ha ridato una certa competitività alle merci americane, evidenziato dal balzo positivo dell'export nell'88, ma non ha indotto riduzioni nell'import.

A questi problemi si aggiunge il crescente indebitamento del settore privato, con i pericoli ad esso connessi. I fenomeni dell'innovazione finanziaria, della deregolamentazione e di securitization hanno accentuato la crescita dell'indebitamento di famiglie e imprese; mentre da un lato ne è derivato uno stimolo alla domanda interna dall'altro il deterioramento della situazione finanziaria di questi settori ha fatto sorgere molte preoccupazioni per i rischi connessi. Nel caso di avversità economiche le difficoltà dei debitori ultimi si trasmetterebbero alle istituzioni finanziarie loro creditrici; se si considera l'elevato tasso di fallimenti bancari negli ultimi anni (anni di espansione economica) si comprende come la situazione non sia molto

rosea. Questa breve rassegna dei problemi dell'economia americana da un'idea della delicatezza del periodo che essa sta attraversando e perciò delle grosse difficoltà incontrate dai responsabili delle politiche economiche e di quella monetaria in particolare.

Le componenti della domanda interna

La spesa in consumi e per le abitazioni

Tra le componenti della domanda interna che diedero i maggiori stimoli alla ripresa, a parte ovviamente l'effetto fortemente espansivo del deficit federale, vi fu una crescita assai sostenuta dei consumi delle famiglie, che rallentò sensibilmente solo nell'87. Gli investimenti delle imprese, invece, dopo un boom nel biennio 1983-84, calarono poi notevolmente. Anche la spesa per costruzioni residenziali, dopo un forte aumento all'inizio della ripresa, rallentò considerevolmente, per riprendersi in certa misura solo nell'86.

La spesa per consumi delle famiglie diede un forte stimolo alla ripresa, anche se in una certa misura essa si tradusse in maggiori importazioni. Soprattutto nei primi due anni di ripresa i consumi (+4,7% in termini reali) furono favoriti dalla forte crescita dell'occupazione, dalla decelerazione dell'inflazione e, ancora nell'83, da un'ulteriore riduzione delle imposte (per il terzo anno consecutivo). La spesa per consumi delle famiglie fu ulteriormente sospinta verso l'alto dall'aumento della loro ricchezza finanziaria, riflesso della crescita dei prezzi nel mercato azionario incominciata nell'82 e proseguita nell'83. In questo periodo i consumi delle famiglie si diressero più che in passato (rispetto ad analoghe fasi cicliche) verso i beni di consumo durevole il cui acquisto, nel periodo 1980-82, era stato rinviato a momenti migliori. Ancora nell'86 la crescita dei consumi privati fu superiore al 4% in termini reali, contribuendo così fortemente alla crescita dell'economia. Nell'87 la spesa per consumi aumentò solo più di circa 2%, sia per la ridotta crescita del reddito personale che per l'aumentato peso del servizio del debito (dopo anni di elevati tassi di crescita del debito).

Anche la spesa per abitazioni diede un forte stimolo alla ripresa economica. Soprattutto nell'83, a conferma di un andamento tipico nel primo anno di ripresa, vi fu un aumento del 60% nella costruzione di nuove case private. Solo all'inizio dell'83 i mortgages rates caddero, per la prima volta dall'estate dell'80, al di sotto del 13%. Oltretutto nell'83 le thrift institutions furono in grado di sostenere l'accresciuta domanda di credito tramite un miglioramento della raccolta di fondi. Era prevedibile un certo rallentamento della spesa per costruzioni residenziali nell'84, accentuato da mortgages rates crescenti nel primo semestre. Malgrado il successivo declino dei mortgages rates tale rallentamento continuò nell'85. In quell'anno hanno poi influito negativamente gli standard più restrittivi posti dalle thrift institutions e dagli assicuratori dei mutui ipotecari in relazione, rispettivamente, alla concessione dei prestiti e alla loro assicurazione (a causa dell'aumento dei tassi di inadempimento dei debitori). Nell'86, la riduzione dei tassi di interesse favorì una buona ripresa della spesa per abitazioni che, insieme all'andamento sostenuto dei consumi, contribuì notevolmente in quell'anno alla crescita complessiva dell'economia. L'anno scorso, sia la debole crescita del reddito che l'aumento dei tassi di interesse portarono ad un declino della spesa per costruzioni residenziali.

In questi anni aumentarono notevolmente i mutui ipotecari con tasso di interesse variabile, ben accettati in quanto il tasso iniziale era inferiore di qualche punto percentuale (almeno 2)

rispetto a quelli con tasso di interesse fisso.

Gli investimenti delle imprese

Gli investimenti delle imprese toccarono il loro punto più basso nel primo trimestre dell'83, per poi crescere rapidamente, tanto è vero che nell'83 la crescita degli investimenti fissi reali delle imprese fu complessivamente dell'11,5%. L'anno successivo la spesa per impianti ed attrezzature fu addirittura superiore a quella già elevata dell'83, realizzando così in questo biennio la crescita più ampia degli investimenti lordi delle imprese nel dopoguerra. Oltre all'operare di fattori che sono normali all'inizio di ogni fase di riprese, la particolare forza degli investimenti nel biennio 1983-84 è stata spiegata col taglio delle imposte e con i maggiori ammortamenti concessi alle imprese dall'amministrazione Reagan a partire dall'81; ciò ha permesso alle imprese di migliorare il proprio cash-flow e, assieme alla forte crescita del PNL reale, di compensare gli effetti negativi degli elevati tassi di interesse reali. Secondo altri, la particolare forza degli investimenti va posta in relazione al forte declino nei prezzi relativi di attrezzature e automobili, settori nei quali si è concentrata più che in passato la spesa per investimenti⁹⁰. Con l'uscita dalla recessione crebbe il grado di utilizzazione della capacità produttiva dando forte stimolo alla crescita degli investimenti (oltreché della produttività). Le imprese furono spinte ad investire anche dal desiderio di appropriarsi dei più recenti sviluppi tecnologici, fatto questo legato alla necessità di fare fronte alla crescente concorrenza straniera. Va detto però che molti produttori americani di beni capitale, soprattutto al di fuori dei settori ad alta tecnologia, poterono beneficiare meno che in passate fasi espansive dell'accresciuta spesa per investimenti; difatti, una quota della spesa per attrezzature pari a circa il 25% della spesa interna fu soddisfatta da produttori stranieri, e tale quota è quasi doppia rispetto a quella della fine degli anni 70.

Nell'85, malgrado una crescita ancora notevole dei profitti al netto delle imposte delle società non finanziarie, la crescita degli investimenti fissi lordi delle imprese fu ben al di sotto dei livelli del biennio precedente (come avviene tipicamente subito dopo una prima fase di boom)⁹¹. Nell'86, malgrado il calo dei tassi di interesse, con prospettive economiche non molto buone e un crescente grado di capacità produttiva inutilizzata, vi fu un calo degli investimenti, legato anche all'incertezza degli effetti della riforma fiscale di quell'anno. L'innalzamento del ritmo di crescita che si ebbe per buona parte dell'87 comportò un aumento del grado di utilizzazione della capacità produttiva; assieme ad una maggiore domanda estera di prodotti industriali ne derivò un aumento degli investimenti fissi non residenziali (contro un calo di quasi il 5% l'anno precedente).

L'andamento delle scorte stimolò in maniera altalenante la crescita del PNL. Abbastanza in aumento nella seconda parte dell'83 e nell'84 crebbero successivamente a tassi molto più moderati per poi riprendersi nell'86 e nell'87, contribuendo in misura crescente a favorire l'aumento del PNL.

⁹⁰ Cfr. G. A. Kahn "Investment in recession and recovery: lessons from the 1980s" in FRB of Kansas City ec. rev., nov. '85 p. 36-7.

⁹¹ La crescita della spesa per attrezzature e fabbricati fu comunque ad un livello del 6% in termini reali, favorita dal calo dei tassi di interesse e dei prezzi della attrezzature e dagli sforzi di modernizzazione.

La politica fiscale

Mentre il deficit federale nell'82 aveva raggiunto proporzioni record, nell'83 esso aumentò ancora in maniera fortissima, raggiungendo i 195 miliardi di dollari nell'anno fiscale avente termine nel settembre '83; tale deficit rappresentò poco meno del 6% del PNL, la più alta percentuale in tre decenni. Nell'anno fiscale '85 esso aumentò a 212 miliardi di dollari, quasi il 5% del PNL⁹². L'elevato deficit dell'83 risentiva ancora dei ritardati effetti della recessione sulle entrate e sui pagamenti per trasferimenti. Ma mentre la crescita dell'entrate era limitata anche dagli effetti cumulativi di tre anni di notevoli riduzioni delle imposte, le uscite erano sospinte verso l'alto dalle maggiori spese per la difesa, da quelle per la sicurezza sociale e dal crescente pagamento di interessi sul debito pubblico.

Sia le spese per la difesa che gli interessi sul crescente debito pubblico contribuirono notevolmente all'elevatezza del deficit federale anche dopo l'83, cioè quando oramai la ripresa faceva sentire i suoi effetti positivi sulle maggiori entrate e sulle ridotte spese e trasferimenti legati alla recessione. Furono soprattutto gli acquisti di beni e servizi da parte del governo federale ad aumentare notevolmente controbilanciando più che proporzionalmente l'effetto delle maggiori entrate. Esse, in termini reali, aumentarono del 5,5% nell'84 e del 3,75% nell'85 (escluse le variazioni delle scorte di prodotti agricoli tenute dalla Commodity Credit Corporation, il cui scopo era quello di evitare eccessive cadute nei prezzi di quest'ultimi); la componente più dinamica al loro interno, come già era avvenuto negli anni precedenti, era costituita dalle spese per la difesa che in questi due anni aumentarono in termini reali tra il 6,5 e il 7%. In particolare nell'85 furono notevolmente elevati i pagamenti in sostegno dell'agricoltura e gli acquisti dei prodotti agricoli da parte della CCC. Nell'anno fiscale 1986 il deficit di bilancio restò, in percentuale del PNL, poco al di sotto del 5%. In termini nominali, il suo livello fu pari a circa 220 miliardi di dollari. Sia le spese che le loro componenti rimasero pressoché invariate (in perc. del PNL) rispetto all'anno precedente. Nel loro ambito il peso principale restò alle spese militari e per trasferimenti. Per quanto riguarda le entrate, la loro quota rispetto al PNL restò a livelli decisamente inferiori rispetto a quelli precedenti la riforma fiscale dell'amministrazione Reagan. Del resto l'andamento assai debole dell'economia non favoriva certo un incremento delle entrate fiscali. Nel complesso perciò l'elevato deficit federale ebbe ancora effetti decisamente espansivi.

La riforma fiscale promulgata ufficialmente nell'ottobre dell'86 dovrebbe compensare la riduzione del carico fiscale sui redditi individuali (previsto pari a circa 120 miliardi di dollari nel giro di 5 anni) con un analogo aumento del gettito fiscale a carico delle imprese; questo secondo aspetto rappresenta tra l'altro una netta inversione di tendenza nella politica fiscale seguita in precedenza dall'amministrazione Reagan⁹³.

Nell'87 vi è stata una notevole riduzione del deficit federale. Il deficit di bilancio si è ridotto ad un livello pari a circa 150 miliardi di dollari, con una riduzione ben oltre le aspettative. Mentre le spese si sono mantenute pressoché invariate in termini reali bisogna però tener presente che la maggior parte dell'aumento delle entrate ha avuto un carattere temporaneo. L'applicazione della riforma fiscale dell'86 ha comportato un sovrappiù momentaneo pari a 20 miliardi di dollari, che si tradurrà in minori entrate sia nell'88 che nell'89, pari rispettivamente a 12 e 18 miliardi di dollari. In aggiunta, vendite d'attività, il rimborso anticipato di prestiti e altri artifici contabili hanno permesso di ridurre di altri 15 miliardi di dollari il deficit dell'esercizio fiscale '87, ma essi comporteranno un gonfiamento del deficit nell'esercizio successivo. Perciò, il livello iniziale del deficit per l'anno fiscale 1988 sarà pari a 180 miliardi di dollari, e quello per il 1989 a 190 miliardi di dollari.

⁹² Nell'anno fiscale '84 il deficit di bilancio fu pari al 4,5% del PNL.

⁹³ Cfr. C. Frateschi "Gli Usa", p. 337.

In definitiva la riduzione del deficit è stata assai meno consistente di quanto potrebbe apparire a prima vista; già così però la sua spinta espansionistica si è abbastanza ridotta.

Per quanto riguarda le prospettive relative ai livelli futuri del deficit federale bisogna dapprima ricordare l'emendamento alla legge Gramm-Rudmann-Hollings del settembre '87, che sposta il raggiungimento dell'equilibrio di bilancio all'esercizio 1993. Tale legge avrebbe imposto una riduzione del deficit assolutamente irrealistica (108 miliardi di dollari per l'esercizio 1988).

A fine anno era stato raggiunto un accordo tra il Congresso e l'amministrazione per una riduzione del deficit pari a 30 miliardi di dollari nell'88 e a 46 miliardi di dollari per l'esercizio '89. La metà delle riduzioni doveva essere ottenuta con riduzioni nelle spese, per un terzo grazie all'incremento delle entrate (anche se le previsioni dell'Ocse riguardo alla crescita del PNL erano meno ottimistiche), e per la parte restante soprattutto per mezzo di vendite di attività. Non si può non rilevare come furono assolutamente smentite dai fatti le ipotesi alla base dei provvedimenti compresi nella c.d. reaganomics; essi, anziché portare ad una riduzione del deficit federale, ne hanno invece provocato un formidabile aumento, non mitigato nemmeno a seguito della ripresa del sistema economico. Ne è derivato un crescente peso del pagamento per interessi. Mentre i pagamenti d'interessi netti nell'86 erano stati pari a circa i due terzi del deficit federale (136 miliardi di dollari), nell'87 non dovrebbero essere di molto inferiori (140 miliardi di dollari e oltre). Nei prossimi anni i pagamenti per interessi netti sono destinati a superare il deficit federale⁹⁴.

Mercati del lavoro, produttività, costi del lavoro e inflazione

Nei primi due anni di ripresa i lavoratori occupati nei settori non agricoli aumentarono complessivamente di circa 7 milioni di unità; un incremento molto elevato, considerando che ancora nell'85 i nuovi occupati furono pari a circa 3 milioni. Il tasso di disoccupazione si ridusse nell'83 all'8,2%, nell'84 giunse al 7,2% e fece registrare ancora qualche riduzione nell'85.; perciò, nonostante il forte aumento dell'occupazione, il tasso di disoccupazione in questa prima fase di ripresa, rimase ancora abbastanza elevato. La crescita dell'occupazione per settori ha riflettuto le varie fasi e i vari problemi di questo periodo di crescita. Nel primo anno, a parte una forte crescita nei servizi, l'occupazione aumentò notevolmente nei settori che erano stati fortemente colpiti dalla recessione, cioè quelli dei beni di consumo durevole e delle costruzioni. Successivamente andarono sempre più prevalendo i settori del commercio e dei servizi⁹⁵ mentre il settore manifatturiero, che nell'84 registrò ancora una crescita di circa 750.000 nuovi occupati (con l'occupazione totale che rimase però al di sotto del livello più alto raggiunto prima della recessione), doveva fare i conti con una nuova crescente competizione internazionale, tanto è vero che nell'85 l'occupazione cadde di 170.000 unità.

L'occupazione nel settore manifatturiero, dopo un'ulteriore caduta nell'86, incominciò a ricrescere nell'87, per la migliorata competitività del settore nei confronti dell'estero. Sia nell'86 che nell'87 fu ancora il settore dei servizi a trainare la crescita dell'occupazione, confermando una tendenza di fondo che vede aumentare il peso dei servizi e diminuire quello degli occupati nel settore industriale. Il tasso di disoccupazione, ridottosi al 7% nell'86, è arrivato ad un livello del 6,2% nell'87, per scendere ultimamente sotto il 5,5%.

⁹⁴ V. Ocse: "Prospectives économiques de l'Ocse" dec. '87 p. 90.

⁹⁵ Con una crescita ciascuno di più di un milione di occupati nell'84, e con una crescita nell'85 che rappresentò i due terzi dell'aumentata occupazione.

La crescita dei salari fu notevolmente moderata in questa fase di ripresa sia in relazione alla parte di essi legata all'indice del costo della vita (per la riduzione dell'inflazione) sia per le ridotte richieste di aumenti salariali nei nuovi contratti che venivano conclusi. Tale moderazione era indicativa della riduzione delle aspettative inflazionistiche e del venire meno della spirale salari-prezzi.

Finalmente la produttività del lavoro incominciò a dare qualche segno di ripresa, soprattutto nel biennio 1983-84, mentre invece dall'85 in poi essa crebbe a tassi inferiori all'1%.

Un certo recupero della produttività è normale in questa fase ciclica; però bisogna anche tener presente che in molti stabilimenti si è avuta una modificazione delle regole di lavoro durante la recessione nella direzione di una maggiore efficienza e che c'è stata una modernizzazione degli impianti e delle attrezzature in risposta ad un ambiente più competitivo. Sembra così esserci stato un qualche miglioramento del trend della produttività negli ultimi anni rispetto agli anni '70, restando però sempre al di sotto dei tassi di crescita dei decenni precedenti. Aumentò soprattutto la produttività oraria dell'industria manifatturiera, in particolare a partire dall'83 (quasi il 6% in più); nell'84 e '85 essa fece registrare ancora tassi di crescita superiori al 4%, mentre nell'86 l'aumento si ridusse al 3,5%. Tali tassi di crescita sono stati, dall'83 all'86, abbastanza in linea con quelli degli altri paesi industrializzati.

Questo recupero nella produttività ha permesso di ridurre i costi unitari del lavoro⁹⁶.

La riduzione dei costi unitari del lavoro, con l'abbattimento della spirale salari-prezzi, fu quindi uno dei principali fattori che contribuirono alla riduzione dell'inflazione a livelli del 3,5-4% nel periodo 1983-87 (con l'eccezione dell'84 in cui il deflatore del PNL fu di poco superiore al 2%). All'inizio della ripresa ebbe la sua importanza anche il basso grado di utilizzo della capacità produttiva. Un'altra causa della riduzione dell'inflazione si ha nell'elevato valore del dollaro e nella relativa riduzione del valore in dollari delle merci importate (ciò ha obbligato ovviamente i produttori americani di merci in concorrenza con quelle importate a ridurre a loro volta i prezzi, cosa che sono stati costretti a fare anche gli esportatori); tra le cause principali anche il petrolio, il cui prezzo si ridusse notevolmente a causa della scarsa domanda mondiale, prima per la recessione e poi per la debole ripresa del mondo industrializzato (senza considerare i provvedimenti presi per risparmiare nel l'utilizzo dell'energia nonché lo sviluppo di nuove fonti energetiche) e anche a causa della forte offerta mondiale, alimentata dalle difficoltà nel servizio del debito estero di paesi importanti produttori di petrolio. Gli stessi motivi sono alla base della caduta del prezzo di molti altri prodotti base (materie prime e semilavorati) per buona parte dell'84 e nell'85, caduta che è stata accentuata dall'elevato valore del dollaro. Anche l'andamento del prezzo dei prodotti agricoli, di cui si è parlato, ha contribuito a tener bassa l'inflazione.

Solo nell'87 ci fu una qualche tendenza all'aumento dell'inflazione, col deflatore del PNL che aumentò del 4,7% nei primi 2 mesi dell'anno (tasso annuale) contro un bassissimo +1,2% nell'86. Tale aumento dei prezzi era il frutto di un notevole balzo in avanti del prezzo del petrolio e della crescita del prezzo delle importazioni; la debole crescita dei costi unitari del lavoro contribuì però a moderare notevolmente tali spinte inflazionistiche.

L'andamento delle partite correnti e del dollaro

In questi anni le partite correnti e la bilancia commerciale americana andarono

⁹⁶ In particolare nell'83 essi sono cresciuti solo dell'1,25% (la migliore performance della metà degli anni '60), aumentando del 2% nell'84 e del 3,75% nell'85. Nei due anni successivi la crescita dei costi unitari del lavoro fu molto più bassa.

rapidamente deteriorandosi. Le partite correnti, ad esempio, passarono da un deficit di circa 40 miliardi di dollari nell'83, a 107 miliardi di dollari nell'84, e a 120 miliardi nell'85, con il deficit di bilancia commerciale a livelli ancora più elevati.

Le cause principali di questo andamento vanno individuate essenzialmente nell'elevato valore del dollaro e nell'elevato tasso di crescita economica, soprattutto nell'83 e '84. L'apprezzamento del dollaro ridusse notevolmente la competitività dei prodotti americani sia sui mercati interni che su quelli esteri (provocando grosse difficoltà per quei settori che competono con l'estero, come quello manifatturiero e minerario, con i pericoli di protezionismo che ne derivano). Così le importazioni, sia a causa dell'elevato dollaro che della ripresa dell'economia americana aumentarono notevolmente (permettendo di scaricare all'estero una quota consistente della domanda interna che avrebbe potuto alimentare nuovamente le pressioni inflazionistiche); le esportazioni, invece, nell'83 rimasero molto deboli, con un qualche recupero in quelle verso i paesi industrializzati (che costituiscono i due terzi del totale delle esportazioni americane), mentre quelle dirette verso i Pvs rimasero depresse a causa delle difficoltà di questi ultimi. Nell'84, malgrado la debole crescita economica all'estero, le continue difficoltà dei Pvs e l'apprezzamento del dollaro, il volume delle merci americane esportate aumentò del 9%, con un terzo di tale incremento che si diresse verso il Canada, ed il resto verso l'Europa Occidentale e il Messico; ma l'aumento delle importazioni in quell'anno fu così forte da portare il deficit delle partite correnti al di sopra dei 100 miliardi di dollari. Si è già visto che nell'85, nonostante il deprezzamento del dollaro (legato alla riduzione del differenziale tra i tassi di interesse reali a lungo termine tra S.U. e gli altri paesi industrializzati, oltretutto alla prospettiva del perdurare degli elevati deficit di partite correnti), i conti con l'estero hanno continuato a peggiorare, poiché evidentemente ci vuole del tempo prima che il deprezzamento di una moneta produca effetti positivi (vedi l'analisi sottesa all'andamento della bilancia commerciale definito come "curva a J"); nell'85 le importazioni reali sono aumentate solo più del 3,5%, ma il volume delle esportazioni in questo stesso anno si è ridotto, dovuto soprattutto alla brusca caduta delle esportazioni agricole.

Caratteristica comune a questi anni è stata comunque la difficoltà ad esportare sia nei paesi più industrializzati, visto il loro limitato tasso di crescita, sia nei Pvs.

Ancora nell'86, malgrado il forte deprezzamento del dollaro, sia la bilancia commerciale che le partite correnti continuarono a peggiorare. Il deficit commerciale raggiunse un livello pari a 144 miliardi di dollari. Malgrado un aumento del valore delle esportazioni poco inferiore al 6%, il volume delle importazioni aumentò di quasi il 9%. Il deprezzamento del dollaro ha incominciato a far vedere qualche effetto positivo almeno per quanto riguarda le esportazioni, il cui volume nell'85 si era ridotto. Evidentemente, però, a causa del forte deprezzamento del dollaro il valore delle importazioni è fortemente aumentato. Le partite correnti peggiorarono ancora di più, raggiungendo il livello di 141 miliardi di dollari, a causa del peso crescente del pagamento di interessi sul debito estero.

Malgrado nell'87 la bilancia commerciale abbia raggiunto il record negativo di più di 150 miliardi di dollari con le partite correnti allo stesso livello, il volume delle esportazioni è aumentato del 14% circa, ben più di quello delle importazioni (+4% circa). Per la prima volta rispetto ai 4 anni precedenti, il deficit reale con l'estero è diminuito (di circa lo 0,5% del PNL). Finalmente, anche se in misura limitata, incominciano a farsi vedere gli effetti dell'elevato deprezzamento del dollaro. In effetti i prezzi all'importazione si sono accresciuti molto meno di quanto non potesse far sperare il deprezzamento del dollaro, mentre l'industria manifatturiera ha incominciato lentamente a riconquistare una parte dei mercati esteri.

Per comprendere le difficoltà e in che misura i conti con l'estero degli S.U. possano migliorare bisogna innanzitutto tener conto delle cause che hanno portato agli attuali elevatissimi deficit. La causa principale è evidentemente il forte apprezzamento del dollaro che

secondo alcune interpretazioni⁹⁷ spiegherebbe circa i due terzi del peggioramento della bilancia commerciale americana. Il tasso di crescita dell'economia americana dall'80 all'86 è stato complessivamente non molto superiore a quello dei partner commerciali degli S.U., cosicché questo fattore è poco importante. Un particolare accento viene invece posto alla crisi dei Pvs (dall'82 essi hanno ottenuto surplus commerciali per mezzo di politiche di contenimento della domanda) e il peso crescente degli scambi commerciali con i c.d. paesi di nuova industrializzazione (Nic's; il surplus di questi paesi con gli S.U., è aumentato da 3 miliardi di dollari nell'80 a 30 miliardi nell'86).

Secondo gli stessi autori, l'attuale deprezzamento del dollaro potrebbe portare ad un notevole miglioramento della bilancia commerciale (più o meno grande in funzione del minore o maggiore aumento dei prezzi dei beni importati), però non sufficiente a riportarla in surplus. Innanzitutto resterebbe sempre un deficit nei rapporti con i Pvs e con i Nic's e poi, per quanto riguarda le partite correnti, bisogna tener conto dei pagamenti netti per interessi; questa componente è destinata a diventare rapidamente negativa, per cui, se le partite correnti devono essere in pareggio, la bilancia commerciale deve far registrare un surplus tale da compensare questa componente negativa. Siccome nel prossimo futuro non ci si aspetta una crescita dei partners commerciali degli Usa superiore a quella americana anche questo fattore non aiuterà la bilancia commerciale a migliorare. In definitiva, oltre al deprezzamento del dollaro, solo una notevole riduzione del deficit federale potrebbe contribuire in modo fondamentale a ridurre il deficit dei conti con l'estero.

Nei primi due anni di ripresa il dollaro continuò ad apprezzarsi (nell'83 il suo valore effettivo aumentò di circa il 10% e nell'anno successivo di un altro 12%) arrivando ad un apprezzamento complessivo alla fine dell'84 pari al 65% rispetto alla fine dell'80. Il dollaro raggiunse il suo livello più alto nel febbraio '85, poi da allora cominciò a deprezzarsi, e il suo valore effettivo si ridusse di quasi il 25% fino alla fine dell'anno, mantenendosi perciò, malgrado tale discesa, a livelli ancora abbastanza elevati rispetto ai precedenti guadagni. La forza del dollaro era legata ai grandi movimenti di capitali verso gli Usa, che avvenivano sia in risposta ai più elevati tassi di interesse reali offerti dalle attività denominate in dollari rispetto a quelli ottenibili altrove sia in risposta alle incertezze economiche e politiche del resto del mondo. Soprattutto la crisi relativa al servizio del debito da parte dei Pvs ha spinto gli investitori esteri a trasferire i loro capitali negli Usa. La discesa del dollaro (a parte una breve e forte caduta nei giorni immediatamente successivi all'incontro) continuò abbastanza regolarmente dopo che nel settembre '85 il Gruppo dei Cinque annunciò la sua intenzione di favorire una più ordinata discesa del dollaro verso livelli più compatibili con le condizioni economiche sottostanti.

In effetti, soprattutto nell'84, quando il dollaro si stava rapidamente apprezzando, ciò avveniva con i conti con l'estero in rapido deterioramento e con un tasso di inflazione doppio rispetto a quello di Germania e Giappone. Nell'86 la discesa del dollaro è stata abbastanza ordinata; per la fine di settembre il dollaro si era deprezzato di circa il 30% nei confronti delle monete dell'Ocse rispetto ai livelli più elevati raggiunti all'inizio dell'85.

Dopo gli accordi del Louvre (febbraio '87) il tasso effettivo del dollaro è caduto del 5% tra la fine di marzo e l'inizio di maggio e, dopo essere rimasto relativamente stabile per alcuni mesi, in agosto ha ancora incominciato a subire pressioni verso il basso in seguito all'annuncio di dati poco confortanti sul deficit commerciale.

La situazione finanziaria di famiglie, imprese e l'indebitamento federale

⁹⁷ Cfr. Craig S. Hakio e Richard Roberts "Has the dollar fallen enough?", FRB of Kansas City e. rev., July/Aug. '87, pp. 24-41.

Il risparmio delle famiglie, dopo essersi portato, nel periodo 1980-82, su valori superiori al 7% (come percentuale del reddito disponibile), cadde negli anni successivi a livelli bassissimi. Nell'83, malgrado il reddito reale disponibile fosse in forte crescita (+3%), la forte ripresa dei consumi comportò una riduzione del tasso di risparmio delle famiglie al 5,5% del reddito disponibile. L'aumento del tasso di risparmio di un punto percentuale nell'84 fu dovuto ad un tasso di crescita del reddito reale disponibile quasi doppio rispetto all'83. Da allora in poi la quota del risparmio sul reddito disponibile si ridusse ogni anno per raggiungere nell'87 valori attorno al 3%. Questi bassissimi tassi di risparmio erano la conseguenza di consumi assai elevati, sostenuti da un crescente livello di indebitamento. Questa evoluzione è stata la conseguenza, prima della caduta della borsa, dell'elevata fiducia del pubblico, che ha raggiunto il suo livello più alto dall'inizio dell'attuale fase di espansione frutto dell'aumento della ricchezza finanziaria provocato dal rialzo delle quotazioni borsistiche.

Sono sorte ovviamente grosse preoccupazioni di fronte a livelli di risparmio così ridotti. Siccome il risparmio fornisce risorse per la formazione del capitale privato, la quale a sua volta può aumentare la produttività, più bassi livelli di risparmio possono tradursi in minori investimenti e in più bassi livelli di vita futuri. In considerazione del cattivo andamento della produttività degli Usa, molti economisti sostengono che un più alto livello di risparmio potrebbe portare ad un miglioramento del trend della produttività indipendentemente dalle cause del suo peggioramento. Inoltre, un aumentato risparmio permetterebbe di ricorrere in misura inferiore ai capitali stranieri per finanziare il deficit federale. Anche i confronti internazionali, sebbene essi debbano essere fatti con grande cautela per le differenze istituzionali esistenti tra i diversi paesi, rivelano che il tasso di risparmio degli Usa è decisamente a livelli molto bassi.

I tentativi effettuati per alzare il tasso di risparmio delle famiglie durante l'amministrazione Reagan sono avvenuti attraverso tagli di imposte (secondo l'economia dell'offerta), soprattutto nell'81 ma ancora nell'86. Per il momento i risultati, come si è visto, non sono stati certo molto positivi, anche se la diversa distribuzione della popolazione americana (con un aumento della quota dei giovani, una categoria meno propensa a risparmiare) e l'aumento della ricchezza prodotto dall'aumento delle quotazioni azionarie possono avere compensato gli effetti del minor peso fiscale⁹⁸.

Con riferimento alla situazione finanziaria delle famiglie si è già osservata la loro forte propensione all'indebitamento, grazie al quale esse hanno potuto sostenere un elevato livello di consumo. Se il tasso di crescita del debito delle famiglie si era ridotto continuamente dal '79 all'82, esso da allora in poi superò ogni anno il tasso di crescita del PNL, oltrepassando nell'85 il 14%. L'aumento del debito risultò comunque più sostenuto a partire dall'83. Così⁹⁹, con l'elevata crescita del debito e con i tassi di inadempimento sui mutui ipotecari che restarono ai livelli elevati degli anni di recessione e con quelli del credito al consumo in aumento, sono cresciuti i dubbi sulla capacità delle famiglie di reggere la loro situazione debitoria, soprattutto nel caso di avversità economiche. Però, se nel periodo 1981-85 il debito è aumentato complessivamente del 64%, il totale delle attività finanziarie delle famiglie è cresciuto del 72% nello stesso quinquennio, cosicché apparentemente la situazione finanziaria delle famiglie sembrerebbe migliorata, se non che alcune osservazioni modificano un po' il quadro.

Le attività finanziarie delle famiglie sono cresciute in questo periodo per quasi il 50% a causa dell'aumento della valutazione delle attività finanziarie (azioni e titoli). Il valore della ricchezza finanziaria delle famiglie risulta perciò fortemente soggetto alle variazioni del prezzo

⁹⁸ Cfr. C. Alan Garner: "Tax reform and personal saving", FRB of Kansas City ec. rev., febr. '87, pp. 8-19.

⁹⁹ In particolare il credito al consumo (tasso di crescita annuale tra il 14% e il 20%) nel periodo 1983-85, anche se i mutui ipotecari sono pure cresciuti velocemente (quasi del 12% nell'85).

di mercato delle attività finanziarie. Un altro fattore da tenere presente è che una quota crescente delle attività finanziarie è in forme che non possono essere facilmente utilizzate per far fronte, in caso di necessità, al servizio del debito. La situazione non è perciò potenzialmente così tranquilla come potrebbe apparire a prima vista. Ciò è confermato anche dal rapporto tra debito totale e reddito personale disponibile, che è ora vicino all'80%, mentre nella prima metà degli anni '70 era inferiore al 70%.

L'andamento complessivo dell'indebitamento delle imprese non finanziarie vede un 1983 in cui la crescita del debito fu particolarmente bassa, 7,7%, all'incirca pari a quella dell'82, anno in cui però gli investimenti erano stagnanti, e decisamente inferiore alla media degli anni '70. In effetti nell'83 il notevole aumento dei fondi prodotti internamente ha permesso di fare fronte quasi completamente alle aumentate spese di capitale. Le società hanno potuto migliorare la loro situazione finanziaria anche grazie alla possibilità di emettere nuove azioni in un mercato in via di miglioramento. Riguardo alla durata media dell'indebitamento delle società a responsabilità limitata non finanziarie (nonfinancial corporations) essa è andata gradualmente spostandosi verso le passività a breve termine. Se nel '69 circa il 71% del debito totale di tali società era in forme a lungo termine (obbligazioni e mutui) nell'81 tale percentuale era scesa al 54%, mentre nell'85 era al di sotto del 50%. In effetti, nel periodo '81-'85, più della metà dell'indebitamento netto totale si ebbe nella forma di prestiti da parte di banche e compagnie finanziarie e di carta commerciale a breve termine; gli elevati tassi di interesse spingevano le imprese a indebitarsi a breve termine preferendo rinviare l'indebitamento a lunga in periodi con più bassi tassi di interesse; nell'85, per esempio, con la riduzione nei tassi di interesse, aumentò notevolmente l'emissione di obbligazioni da parte delle società. Una buona parte della crescita del debito delle società non finanziarie, soprattutto nell'84 e '85, può essere associata al ritiro dal mercato di una grossa quantità di azioni a causa di fusioni, acquisizioni e riacquisti di proprie azioni (tra l'83 e l'84 tale valore è stato approssimativamente di 200 miliardi di dollari). Molto spesso tali operazioni sono state finanziate (anche se è difficile individuare un collegamento diretto) tramite prestiti bancari, emissioni di carta commerciale, ed anche tramite obbligazioni.

Soprattutto nell'84 e '85 questa è stata la causa prima dell'indebitamento delle imprese, più importante ancora del finanziamento del gap finanziario (dato dalla differenza tra le spese per la formazione di capitale – che sono aumentate fortemente nell'84 per poi declinare l'anno successivo – e tra i fondi prodotti internamente che sono cresciuti notevolmente in entrambi gli anni). Il tasso di crescita del debito delle imprese è raddoppiato infatti nell'84 (+15,4%) riducendosi all'11,3% nell'85. L'andamento delle scorte solo nell'84 ha inciso in misura abbastanza sostenuta sulla domanda di credito.

Il forte ritiro di azioni dalla circolazione (anche nell'81 l'emissione netta di azioni era stata negativa) e l'elevata crescita del debito delle imprese ha comportato un marcato incremento del rapporto debito/mezzi propri. Il deterioramento di questo rapporto, così come quello tra il debito a breve e quello a lungo termine non sono certo elementi che incidono positivamente sulla situazione finanziaria delle imprese. Queste preoccupazioni possono essere in qualche misura mitigate sulla base dei sostanziali profitti e il positivo andamento del cash-flow di molte imprese in questi anni. In più, il continuo rialzo delle quotazioni del mercato azionario ha provocato un forte aumento del valore di mercato del capitale azionario. Ciò ha portato nell'85 ad un declino nel rapporto tra il valore di mercato del debito e quello del capitale azionario delle società. I tassi di interesse in riduzione hanno allo stesso modo ridotto il peso del servizio del debito. Grossi problemi possono però presentarsi nel caso in cui la situazione economica sia meno favorevole¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Cfr. Paul A. Volcker: "The rapid growth of debt in the U.S.", FRB of Kansas City ec. rev., may '86, p. 6-7.

Per quanto riguarda il lato delle attività finanziarie, la loro accumulazione è stata abbastanza scarsa rispetto agli standard storici. In particolare, la quota delle attività liquide sul debito a breve termine si è ridotta nel corso di più di 2 decenni per arrivare a solo circa il 40% nell'85. D'altro canto negli ultimi anni si è però espansa fortemente l'offerta potenziale di fondi attraverso canali quali linee di credito bancario, il che ha ridotto in certa misura le preoccupazioni che possono sorgere dal ridotto rapporto attività liquide/debito a breve. È anche mutata considerevolmente la composizione delle attività liquide delle imprese; i depositi a domanda (infruttiferi) e il circolante, i quali rappresentavano più della metà delle attività liquide delle società nei primi anni '70, sono cadute nell'85 a circa un quarto del totale; mentre nello stesso periodo i depositi a termine e il possesso di carta commerciale (i quali invece sono fruttiferi) hanno all'incirca triplicato la loro quota, raggiungendo il 50% circa del totale. Queste modificazioni sono strettamente legate al processo di innovazione finanziaria e deregolamentazione.

La forte crescita del debito negli S.U. negli ultimi anni è stata anche fortemente stimolata dall'indebitamento del governo federale per finanziare deficit di bilancio senza precedenti. Mentre solitamente i deficit di bilancio e il relativo indebitamento si riducevano con la ripresa dell'economia, nell'ultimo periodo è avvenuto il contrario. Tanto è vero che il rapporto tra il debito federale e PNL, dopo aver seguito un trend in diminuzione per buona parte del dopoguerra, ha raggiunto nell'85 quasi il 40%, una crescita superiore di 12 punti percentuali rispetto all'81.

Tali elevati deficit federali hanno avuto certamente notevoli effetti espansivi, anche se però dal lato del loro finanziamento si sono creati grossi problemi relativi alla provenienza delle risorse necessarie per coprire tali deficit. Nell'84, per esempio, il deficit federale assorbì i due terzi del risparmio privato interno (di famiglie e imprese), mentre in Giappone, Germania Ovest e Regno Unito i deficit di bilancio consumavano solo un 20, 30% dei flussi di risparmio privato interno (tenendo presente che in Germania e Regno Unito le componenti cicliche dei loro deficit erano più ampie di quanto non lo fossero per gli S.U.). Visto che gli S.U. dall'83 si trovarono in una fase di ripresa, la concomitanza della forte domanda di credito per investimenti con gli elevatissimi deficit federali portò a tassi di interesse reali assai elevati rispetto agli standard storici e che permisero un afflusso di risorse dall'estero (per mezzo del deficit delle partite correnti legato all'elevato valore del dollaro) tale da compensare l'insufficienza del risparmio interno. Nell'84 i flussi netti di capitale dall'estero più che raddoppiarono rispetto al già elevato livello dell'83.

È evidente che una situazione di questo tipo non può continuare per lungo tempo poiché, a parte gli effetti negativi degli alti tassi di interesse sui settori dell'economia ad essi più sensibili come quello delle costruzioni nonché sugli investimenti e quindi sulla produttività, diventerebbe estremamente complicato far fronte alle necessità finanziarie del paese (prima tra tutte quella del deficit federale) una volta che diminuisse il desiderio degli stranieri di investire in attività denominate in dollari; considerando anche il fatto che gli S.U. sono passati (a causa soprattutto degli elevati deficit federali) da creditori netti a debitori netti nei confronti del resto del mondo (cosa di cui si parlerà successivamente), il Balanced Budget and Emergency Deficit Control Act dell'85, se attuato anche solo parzialmente, permetterebbe di ridurre la necessità di ricorrere all'indebitamento con l'estero e di incanalare una maggiore quota di risparmio verso gli investimenti. La prospettiva di una riduzione del deficit federale ha portato verso la fine dell'85 ad un ribasso dei tassi di interesse che, se mantenuto, potrebbe automaticamente diminuire il peso costituito dal pagamento di interessi sul debito pubblico.

Dall'83 in poi il risparmio interno netto è andato costantemente riducendosi. Nell'82 era pari a circa il -1% del PNL, e negli anni successivi ha superato nettamente il -2%. Era inevitabile un andamento di questo tipo, che non fa che rispecchiare il debole risparmio delle famiglie, il

recupero degli investimenti (soprattutto nel 1983-84) e delle spese per abitazioni, e soprattutto il forte aumento del deficit federale. Mentre nel 1983 il saldo finanziario del settore privato era ancora pari a quasi il 3% del PNL, poi esso fu inferiore all'1%. Ovviamente il risparmio estero netto ha fatto registrare un andamento ascendente (+3,2% del PNL nell'85 contro lo 0,3% nell'82).

Le cause del forte aumento del debito negli Stati Uniti

Negli anni '80, come si è visto settore per settore, il debito dei settori non finanziari interni è cresciuto ad un tasso superiore rispetto sia agli anni '70 e, ancora di più, rispetto agli anni '60. Tale tasso di crescita è stato pari all'11,6% nel periodo 1980-85 (in forte aumento dall'83 in poi), contro un 10,4% negli anni '70 e un 6,8% negli anni '60. I tassi di crescita più elevati sono ovviamente stati fatti registrare dal governo federale. Negli anni '80 la crescita del debito dei settori non finanziari interni è stata superiore a quella del PNL nominale, a differenza di quanto era accaduto nella maggior parte del dopoguerra. Mentre fino ad allora debito e reddito erano cresciuti a tassi assai simili, col rapporto debito/reddito che è fluttuato attorno al 140%, nell'85 tale rapporto è arrivato al 170%.

Tra i fattori che hanno portato ad un così forte aumento del debito vi sono certamente, per le famiglie, quelli di tipo demografico, legati all'aumento della proporzione della popolazione nella classe tra i 25 e i 44 anni, meno propensa a risparmiare.

Vi è stata anche una maggiore tendenza a indebitarsi legata al fatto che buona parte della popolazione americana non ha sperimentato gravi crisi come quella degli anni '30¹⁰¹. Nelle crisi finanziarie degli ultimi 20 anni solo un numero relativamente basso di istituzioni è fallito, la deregolamentazione finanziaria ha sicuramente facilitato la creazione del debito poiché essa accentua la concorrenza e rinforza la tendenza a cercare nuovi mercati. Con mercati più compartimentati e con maggiore restrizione nell'attività delle istituzioni finanziarie vengono posti molti più limiti alla crescita del debito. L'innovazione finanziaria, per sua stessa natura, facilita la creazione di un rapporto creditizio che con le vecchie tecniche non avrebbe potuto instaurarsi, o permette di ridurre i costi del finanziamento. Soprattutto l'introduzione dei tassi di interesse fluttuanti ha permesso alle istituzioni finanziarie di trasmettere il rischio derivante dalla variazione dei tassi di interesse al debitore finale. In passato, l'aumento dei tassi di interesse bloccava la crescita del debito per l'impossibilità delle istituzioni finanziarie di trasferire gli aumentati costi sui loro debitori. Ora, perciò, questa situazione è profondamente cambiata.

La securitization, che trasforma le obbligazioni da nonmarketable a marketable, ha anch'essa incoraggiato la crescita del debito. Il fatto di rendere gli strumenti di credito negoziabili sul mercato aperto, crea l'illusione della riduzione del rischio. Anche il rafforzamento delle tecniche usate nella securitization, come garanzie ed assicurazioni del credito, rendono più complicato individuare su chi ricade alla fine il rischio del credito.

Anche l'internazionalizzazione dei sistemi finanziari dei vari paesi ha favorito la creazione del debito. Ora le maggiori corporations e le più grandi istituzioni (pubbliche e private) ricercano le migliori condizioni di indebitamento confrontando quelle offerte da vari centri finanziari mondiali. È aumentata perciò la concorrenza tra questi ultimi, anche per le più rapide comunicazioni frutto delle migliorate tecnologie.

¹⁰¹ Sulle cause del forte accrescimento del debito cfr. Henry Kaufman: "Debt: the threat to economic and financial stability", FRB of Kansas City ec. rev., dec. '86.

La struttura impositiva americana ha poi notevolmente incoraggiato (soprattutto prima della riforma dell'86) l'indebitamento, in quanto i pagamenti per interessi erano generalmente deducibili a fini fiscali. Oltretutto, il pagamento dei dividendi è ancora soggetto ad una doppia tassazione.

Secondo Kaufman è diventato virtualmente impossibile essere finanziariamente prudenti per i maggiori partecipanti nel sistema finanziario americano. Come Kaufman ha sostenuto in un suo libro: *“If (financial) participants fail to adapt to the new world of securitized debt, proxy debt instruments, and floating-rate financing, then they lose market share, make only limited profits and do not attract the most skilled people. The driving force behind profit generation is credit growth”*¹⁰².

La forte crescita del debito degli S.U. negli ultimi anni è perciò legata a modificazioni di fondo del sistema finanziario americano. Questo fenomeno ha grosse implicazioni per la conduzione della politica monetaria rendendo molto difficile per la Federal Reserve decidere un forte innalzamento dei tassi di interesse. Questo aspetto sarà esaminato più avanti, assieme alle proposte che sono state avanzate per ridurre l'ampiezza di un indebitamento che potrebbe comportare gigantesche difficoltà in caso di recessione o forte innalzamento dei tassi di interesse.

Un confronto tra produttività

Prodotto per ora lavorata nell'industria manifatturiera (1977 = 100)

	Usa	Giappone	Francia	Germania	Italia	G. Bretagna
1978	101,5	108,0	105,5	103,1	103,0	101,5
1979	101,4	114,8	110,3	108,2	110,5	102,6
1980	101,4	122,7	112,0	108,6	116,9	102,1
1981	103,6	127,2	116,4	111,0	121,0	107,1
1982	105,9	135,0	123,5	112,6	123,4	113,2
1983	112,0	142,3	128,8	119,1	126,6	121,5
1984	116,6	152,2	133,8	123,5	133,5	126,9
1985	121,7	159,9	138,3	130,4	137,6	131,3
1986	125,9	164,5	141,1	132,7	141,7	135,8

Fonte: Ocse

¹⁰² Henry Kaufman: “Interest rates, the markets, and the financial world”, Time Books, New York, 1986, citazione riportata in H. Kaufman, *ibid.*, p.8.

	'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88
Tasso di crescita del PNL reale in rapporto all'anno precedente ai prezzi dell'82	4,7	5,3	2,5	2,0	-0,2	1,9	-2,5	3,6	6,4	3,0	2,9	3,2 ⁽¹⁾
Deflatore implicito del PNL	0,7	7,3	8,8	9,1	9,6	9,4	6,8	3,9	3,2	3,6	2,6	3,1 ⁽¹⁾
Indice dei prezzi al consumo	0,5	7,6	11,3	13,5	11,0	11,4	6,2	3,2	4,3	4,4	3,2	2,8 ⁽¹⁾
Disoccupazione in percentuale della popolazione civile attiva	0,0	1,6	6,9	5,2	7,6	7,7	9,6	9,6	7,5	7,2	7,0	7,4 ⁽¹⁾

(1) Primo semestre dell'anno

	'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88
Tasso di risparmio delle famiglie (in percentuale del reddito disponibile)	0,6	7,1	8,6	6,1	7,5	7,8	6,4	5,3	6,6	4,5	4,4	3,2 ⁽²⁾

(2) Stima OCSE

	'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88
Tasso sui fondi federali	0,5	7,9	11,2	13,4	11,6	11,4	12,3	9,1	10,2	11,8	6,8	6,6 ⁽⁴⁾

Tasso sui buoni del Tesoro (a 3 mesi)	7,3	7,2	10,0	11,6	11,4	11,0	11,6	8,6	9,5	7,0	6,8 ⁽⁴⁾
prime rate	9,8	9,1	2,7	5,3	8,9	4,9	0,8	2,0	9,9	8,3	8,0 ⁽⁴⁾
Government bond Yields:											
Medio termine	8,7	8,3	9,7	11,6	14,4	2,9	0,4	1,9	9,6	7,1	7,5 ⁽⁴⁾
Lungo termine	8,7	8,5	9,3	11,4	13,7	2,9	1,3	2,5	0,6	7,7	8,1 ⁽⁴⁾

(4) Media dei primi tre trimestri

	'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83	'84	'85	'86	'87
Deficit di bilancio	-51,0	-44,2	-27,9	-68,7	-72,6	-130,7	-190,4	-178,3 ⁽⁵⁾	-212,1 ⁽⁵⁾	205 ⁽⁶⁾	154 ⁽⁶⁾
Dati FMI, IFS											

(5) Anno fiscale avente termine alla fine di settembre

(6) Media dei primi tre trimestri

Dollaro/DSP - Media annuale (Fonte FMI, IFS)

	'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83	'84	'85	'86	'87
	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,01	1,1	1,2

	77	25	29	30	18	10	07	2		17	8 ⁽⁷⁾
--	----	----	----	----	----	----	----	---	--	----	------------------

(7) primi tre trimestri

	'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83	'84	'85	'86	'87
Partite correnti ⁽³⁾	-14,5	-15,5	-0,9	+1,9	+6,9	-8,6	-46,3	-107,1	-116,4	-141,5	-75,3 ⁽¹⁾
Bilancia commerciale (esp. e imp. f. o. b.) ⁽³⁾	-31,1	-31,0	-27,6	-25,5	-28,0	-36,5	-67,1	-112,5	-122,1	-144,3	-76,3 ⁽¹⁾

(1) Primo semestre dell'anno

(3) Dati FMI, IPS

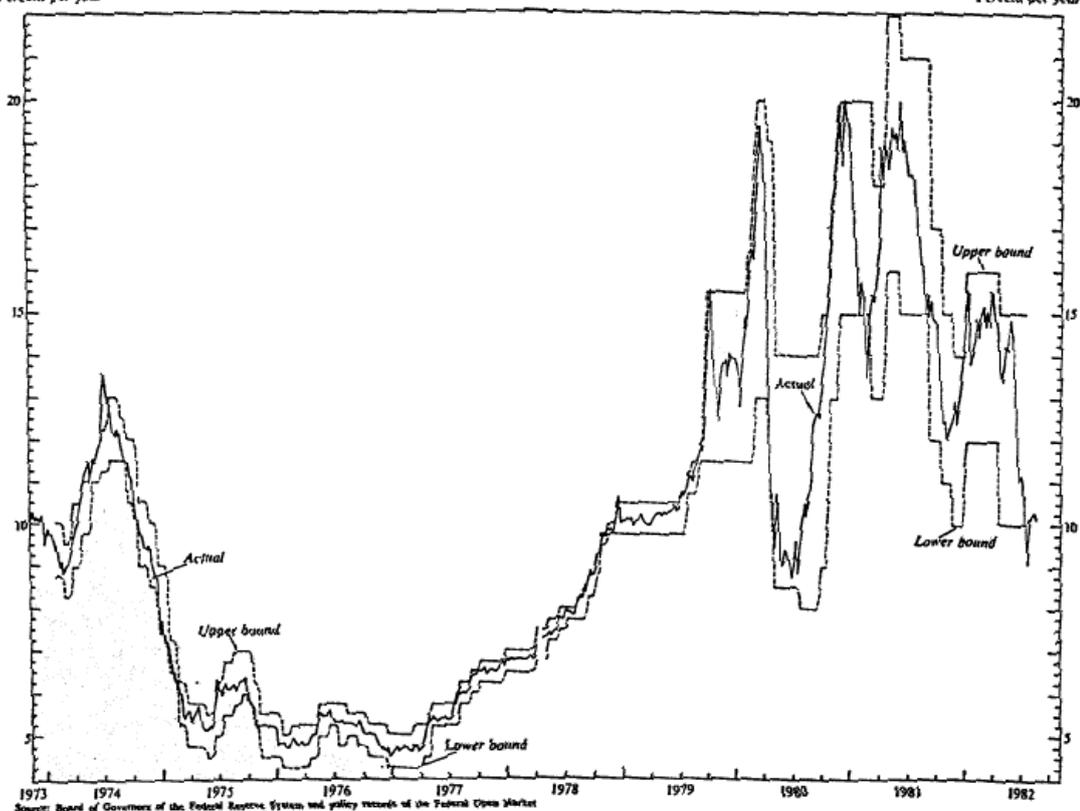
Tassi di interesse reali a breve termine (dati OCSE)

	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94	'95	'98
USA	0,1	1,1	2,3	5,6	4,0	5,2	5,5	5,2	4,2
Giappone	-1,2	1,3	2,4	2,5	3,5	4,5	3,6	3,3	3,3
Germania	-0,6	2,6	4,5	7,8	4,3	2,4	4,0	4,1	3,1

Tassi di interesse reali a lungo termine

	'88	'89	'90	'81	'82	'83	'84	'85	'88
USA	0,6	-0,1	1,6	4,6	5,5	7,3	7,9	7,4	7,7
Giappone	1,3	4,5	5,2	5,3	6,1	6,6	5,5	5,7	4,4
Germania	1,4	3,3	3,5	6,1	4,4	4,5	4,7	5,5	4,5

Figure 9-3. Federal Funds Rate Actual Path and Federal Open Market Committee Constraint, Weekly Data, Fall 1973 through Summer 1982^a
Percent per year



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System and policy records of the Federal Open Market Committee.
a. Weekly averages of daily data, not seasonally adjusted.

Tratto da Ralph C. Bryant "Controlling Money" p. 96-97

CAP. 4. IL CONTROLLO DEGLI AGGREGATI MONETARI E LA politica monetaria PRIMA DELL'ESPERIMENTO MONETARISTA

4.1 *PREMESSA: IL CONTROLLO DEGLI AGGREGATI MONETARI*

Il Fomc incominciò a controllare gli aggregati monetari nel 1970. Da allora in poi il loro controllo assunse crescente importanza, per raggiungere l'apice nel triennio 1980-82. Successivamente, sebbene l'andamento degli aggregati monetari sia sempre stato preso in considerazione nelle decisioni di politica monetaria, il rilievo loro attribuito si è notevolmente ridotto, soprattutto a causa delle grandi difficoltà riscontrate nel controllarli, dovute in buona parte alla deregolamentazione ed all'innovazione finanziaria.

Negli anni '50 e '60 la Federal Reserve non si era particolarmente interessata del controllo degli aggregati monetari; il principale obiettivo intermedio della politica monetaria era invece rappresentato dalla stabilizzazione dei tassi di interesse a breve termine. Una tale politica ebbe abbastanza successo negli anni '50 e nei primi anni '60, che furono caratterizzati da rapida crescita della produzione, dell'occupazione e della formazione del capitale.

Qualche problema si ebbe invece durante le recessioni del 1957-58 e del 1960-61, poiché la stabilizzazione dei tassi di interesse provocò un'eccessiva riduzione del tasso di crescita della moneta, accentuando così la severità di quelle recessioni. A fronte di una riduzione della domanda di moneta (conseguenza diretta del rallentamento dell'attività economica) le autorità monetarie preferirono continuare nella politica di aggiustamento graduale del livello dei tassi di interesse e limitarono di conseguenza la crescita delle riserve e l'offerta di moneta. Si può comunque ritenere che questa politica abbia avuto effetti abbastanza positivi fino alla prima metà degli anni '60.

Nella seconda metà degli anni '60, a causa dell'aumento dell'inflazione, molti analisti incominciarono a ritenere che i tassi di interesse nominali fossero sempre meno utilizzabili come obiettivi intermedi della politica monetaria, e decisero di sostituirli con gli aggregati finanziari.

I controlli monetari negli Stati Uniti iniziarono nel 1970 avendo come riferimento 3 aggregati: M1, M2 e M3. Nei primi due anni gli obiettivi vennero specificati in termini assoluti trimestre per trimestre, poi vennero espressi in termini di tassi di crescita relativi ad un periodo di due trimestri. Dall'aprile '75¹⁰³ l'intervallo di tempo considerato si ampliò ad un anno e l'obiettivo venne specificato non più in termini di un valore unico ma con la fissazione di limiti superiori ed inferiori di un range (banda-obiettivo) dei tassi di crescita. Ogni trimestre il Federal Reserve System doveva indicare quali erano i suoi obiettivi per i dodici mesi a venire e quali erano stati i risultati dei controlli nel trimestre precedente.

Un difetto di questa procedura venne ben presto alla luce: lo scarto riscontrato nel passato tra obiettivi e risultati veniva incorporato, all'inizio di ogni trimestre, nella proiezione degli obiettivi per il periodo successivo e questo comportava che, man mano che si rilevavano delle differenze tra risultati e obiettivi (siccome era assai dubbio in che misura la Federal Reserve ne tenesse conto nello stabilire i nuovi obiettivi) si produceva un fenomeno cumulativo di allontanamento del tasso di crescita dell'aggregato nel lungo periodo dal suo cammino

¹⁰³ È questo l'anno a partire dal quale i controlli diventarono ufficiali.

desiderabile. A questo fenomeno, detto base drift (slittamento della base di riferimento) si ovviò nel '78, con un dispositivo del Full Employment and Balanced Growth Act, che impose il mantenimento inalterato della base di riferimento per tutto l'anno¹⁰⁴.

Il Full Employment and Balanced Growth Act impose anche l'adozione degli aggregati monetari come obiettivi intermedi della politica monetaria; una norma infatti imponeva che la Federal Reserve dovesse riferire due volte all'anno al Congresso quali fossero “ [...] *gli obiettivi e piani del Board of Governors e del Fomc con riferimento ai tassi di crescita o di diminuzione degli aggregati monetari e creditizi*”¹⁰⁵. Tale legge era il frutto della pressione, sempre più fortemente avvertita, all'abbattimento dell'elevata inflazione che da numerosi anni affliggeva gli Stati Uniti. Nella legge del '78 si attribuiva agli aggregati monetari e creditizi il ruolo di obiettivi intermedi della politica monetaria non solo perché si riteneva che esistesse uno stretto legame tra essi e gli obiettivi economici finali del paese, ma anche perché si riconobbe che la Federal Reserve poteva essere ritenuta responsabile solo per quelle variabili su cui essa esercita un ragionevole grado di controllo e non per l'andamento complessivo del sistema economico (che dipende da tutta una serie di fattori, molti dei quali, anche importantissimi, sono al di fuori del controllo delle autorità monetarie).

La Federal Reserve era comunque tenuta a spiegare come i suoi obiettivi monetari si collegavano agli obiettivi economici di breve termine dell'amministrazione e del Congresso. Ad essa veniva lasciata ampia libertà sulla definizione degli aggregati monetari e creditizi e sulla diversa importanza da assegnare ad essi, però il raggiungimento degli obiettivi prefissati diventava evidentemente il metro principale attraverso cui giudicare il suo operato¹⁰⁶.

Il fatto che gli Stati Uniti a partire dal '75 abbiano conferito un carattere di ufficialità al controllo degli aggregati monetari non significò che la politica monetaria fosse assolutamente diretta all'ottenimento di un tasso di crescita di quest'ultimi nell'ambito della banda-obiettivo prefissata. L'obiettivo intermedio della politica monetaria era, infatti, costituito oltre che dagli aggregati monetari anche dai tassi di interesse a breve termine. Nella procedura operativa in vigore fino all'ottobre '79¹⁰⁷ infatti, il tasso sui fondi federali veniva utilizzato sia come strumento operativo in funzione dell'ottenimento di un certo tasso di crescita dell'offerta di moneta, sia come obiettivo intermedio della politica monetaria per influire sul livello dei tassi di interesse a breve termine e quindi influenzare direttamente le decisioni di spesa. La procedura operativa allora adottata permetteva dunque al tasso sui fondi federali di variare allo scopo di controllare l'offerta di moneta, ma i limiti di variazione erano così ristretti (e il Fomc era assai restio a modificarli) che esso assurgeva a vero e proprio obiettivo intermedio della politica monetaria. Nel caso di incompatibilità tra l'obiettivo preventivamente fissato per il tasso sui fondi federali e quello sugli aggregati monetari (il che poteva avvenire in presenza di impreviste variazioni di una certa intensità e/o di una certa durata nella domanda di moneta) si tendeva quasi sempre a privilegiare l'ottenimento del livello desiderato del tasso sui fondi federali, permettendo al tasso di crescita della moneta di uscire dalla banda-obiettivo programmata. La limitata variazione del tasso sui fondi federali, sebbene superiore rispetto agli anni '50 e '60, poteva quindi comportare, e lo fece effettivamente, una creazione di riserve incompatibile con l'obiettivo monetario.

Nella legislazione del 1978 si fece riferimento, oltre che agli aggregati monetari, anche a quelli creditizi; infatti una misura del credito bancario faceva parte degli obiettivi annunciati

¹⁰⁴ Cfr. R. Parboni: “Moneta e Monetarismo”, p. 264.

¹⁰⁵ In questa legge non si fa però obbligo agli organismi suddetti di rispettare gli obiettivi previsti inizialmente se essi ritengono che le condizioni siano mutate in modo tale da rendere inopportuno ed impossibile il loro raggiungimento.

¹⁰⁶ Cfr. S. H. Axilrod: “Monetary policy, money supply, and the Federal Reserve's operating procedures”, FRB, 1/82, p. 14.

¹⁰⁷ V. cap. 2, parte seconda.

annualmente. Ad essa, però, la Federal Reserve assegnava un rilievo decisamente inferiore rispetto agli aggregati monetari. La ragione di questa minor attenzione sta innanzitutto nella considerazione che le diverse componenti del credito sono tra loro sostituibili (molti debitori hanno la possibilità di spostarsi rapidamente da una fonte di credito ad un'altra) e non basterebbe perciò controllarne una o due componenti, ma si dovrebbe controllare il credito totale. A parte le difficoltà connesse alla creazione di una simile struttura di controllo e alla praticabilità di un intervento a così ampio raggio, si riteneva che ciò avrebbe interferito gravemente con la capacità dei mercati finanziari di allocare efficientemente le risorse. Inoltre la Fed. era più propensa a ritenere che la sostanziale stabilità della relazione tra il PNL e il credito sia dovuta al fatto che l'andamento del credito è il prodotto dell'attività economica più che la sua causa.

Nell'ambito del controllo degli aggregati monetari, si sono incontrati, all'atto pratico, molti problemi nella scelta delle attività finanziarie da comprendere in ciascuno di essi e poi nella scelta dell'aggregato monetario da privilegiare quale obiettivo intermedio della politica monetaria

Si doveva infatti individuare un aggregato che fosse ad un tempo facilmente controllabile dalla Federal Reserve e in grado di garantire uno stretto e stabile rapporto con gli obiettivi finali della politica monetaria. Due obiettivi difficili da conciliare e, secondo alcuni¹⁰⁸, addirittura in contrasto tra loro perché più un aggregato è facilmente controllabile da parte delle autorità monetarie, più incerte sono le relazioni causali tra esso e gli obiettivi ultimi; viceversa, più esso è prossimo a questi obiettivi, e maggiori sono le difficoltà che le autorità monetarie incontrano nel tenerlo sotto controllo.

Numerosi studi¹⁰⁹ mettono in evidenza che la relazione tra l'andamento degli aggregati monetari e l'andamento del reddito nazionale diviene più precisa e stabile quanto più ampia è la definizione della moneta, anche se il grado di controllo su di un aggregato ampio di moneta necessariamente si riduce. Il fatto che il rapporto tra la moneta e il reddito nazionale diventi più stretto quanto più è ampio l'aggregato monetario può essere spiegato in relazione a diversi fattori. Innanzitutto una variazione del rendimento relativo tra le attività che costituiscono gli aggregati monetari provoca sostituzioni tra di essi. Se si tiene presente che le definizioni ristrette di moneta non contengono attività fruttifere, o ne contengono in numero limitato¹¹⁰, si comprende come una variazione del tasso di interesse, facendo variare nello stesso senso il costo-opportunità della detenzione di attività infruttifere, provochi una sostituzione tra attività comprese nell'aggregato ristretto e quelle degli aggregati più ampi, senza però provocare alterazioni in quest'ultimi, nell'ambito dei quali cambia semplicemente il peso relativo di alcune loro componenti. Un altro fattore che ha assunto notevole importanza per il controllo monetario negli ultimi anni, è costituito dall'innovazione finanziaria e dalle modifiche della regolamentazione delle attività finanziarie¹¹¹.

Queste hanno reso assai difficile individuare un confine preciso tra ciò che è moneta e ciò

¹⁰⁸ Cfr. R. C. Bryant: "Controlling Money, The Federal Reserve and its critics". The Brookings Institution, Washington D.C., 1983, pag. 82.

¹⁰⁹ Cfr. R. Parboni, *ibid.*, p. 234 e segg.

¹¹⁰ Da quando, nel 1980, i conti Now e Ats sono stati inseriti in M1, la quota delle attività fruttifere di questa definizione ristretta di moneta è andata rapidamente aumentando, sebbene sia sempre inferiore a quella degli altri aggregati.

¹¹¹ Si fa qui riferimento allo sviluppo di nuovi intermediari finanziari che offrono nuove attività a carattere monetario ovvero all'offerta di nuove attività da parte di intermediari già esistenti, oltre che all'introduzione, variazione o abolizione di norme legislative o dell'autorità di vigilanza che mirano a regolare l'attività degli intermediari finanziari (tra cui in primo luogo la reciproca concorrenza). Sugli effetti di questi fattori cfr. i successivi capitoli, in particolare le parti relative al controllo degli aggregati monetari.

che non lo è, tra ciò che deve essere ritenuto deposito a domanda (cioè attività domandata a scopo di transazione) e deposito a risparmio, e quindi hanno complicato fortemente la scelta delle diverse componenti da includere nei diversi aggregati monetari. Le stesse innovazioni nel sistema dei pagamenti (l'aumento dell'uso delle carte di credito, degli sportelli automatici, lo sviluppo di più rapidi sistemi di trasmissione dei fondi) hanno modificato in maniera difficilmente prevedibile la velocità di circolazione della moneta.

Altri problemi relativi al controllo degli aggregati monetari derivano poi dall'uso crescente, da parte dei residenti americani, di depositi denominati in dollari o in altra valuta presso eurobanche. Infatti in M2 (dal 1980) sono inclusi solo depositi in eurodollari overnight (di durata inferiore a 24 ore) di residenti non bancari statunitensi presso le filiali nei Caraibi delle banche americane mentre tutti gli altri eurodepositi in dollari sono inseriti solo in L, un'ampia definizione di moneta non sottoposta a controllo. Nella misura in cui questa componente permette di sostenere una spesa relativa alla formazione del reddito (e risulta perciò possedere un certo grado di sostituibilità rispetto agli aggregati monetari sottoposti a controllo) la sua non inclusione nella definizione di moneta aumenta l'instabilità del rapporto tra moneta e reddito¹¹².

Le autorità monetarie americane hanno inizialmente attribuito maggiore rilevanza al controllo di M1, poiché questo aggregato comprendeva (fino all'inizio dell'80), oltre al circolante, i depositi a domanda (infruttiferi) detenuti a scopo di transazione. Si ipotizzava cioè un rapporto stabile tra reddito nominale e domanda di moneta a scopo di transazione¹¹³.

PROBLEMI DEL CONTROLLO MONETARIO DAL 1975 AL 1977

I problemi incontrati dalle autorità monetarie nel controllare gli aggregati monetari erano, dunque, molti e di non facile soluzione. Infatti, negli anni '70, il rapporto tra M1 e reddito nominale cambiò in modo tale da creare grosse difficoltà al controllo monetario. In particolare nel periodo 1975-76 la crescita dell'aggregato M1 fu mediamente del 5,5% (all'interno degli obiettivi fissati preventivamente dalla Federal Reserve) ma il significato economico di tale tasso di crescita risultò in realtà assai diverso da quanto potrebbe apparire.

L'aumento della velocità di circolazione di M1 fu difatti molto più ampio di quanto ci si sarebbe potuto aspettare sulla base delle relazioni storiche tra moneta, reddito e tassi di interesse. Innanzitutto la diminuita domanda di M1 da parte del pubblico può aver riflettuto in certa misura un aumento della fiducia nei confronti del sistema economico, che usciva da una grave recessione, e quindi un maggior desiderio di spendere. Inoltre, il livello senza precedenti raggiunto dai tassi di interesse nel '74 stimolò fortemente la creazione e l'adozione di nuove tecniche per maneggiare i fondi liquidi, che permisero alle famiglie e alle imprese di ridurre

¹¹² Anche qui si vede, perciò, che l'uso di un aggregato più ampio renderebbe tale rapporto più stabile e prevedibile, ma risulterebbe incontrollabile: si ripresenta perciò il dilemma visto sopra.

¹¹³ Le definizioni di M1, M2 e M3 fino al 1980 erano:

M1: 1) depositi a domanda presso tutte le banche commerciali esclusi quelli interbancari, del governo degli Stati Uniti, delle banche commerciali estere e delle istituzioni ufficiali estere; il totale è al netto degli assegni ed altri titoli di pagamento in corso di pagamento; 2) base monetaria del pubblico e delle banche.

M2: M1 + depositi a risparmio e a termine presso le banche commerciali esclusi i certificati di deposito negoziabili con valore uguale o superiore a 100.000 dollari.

M3: M2 + depositi presso Mutual saving banks e saving and loan associations, e quote delle credit unions. Per le nuove definizioni a partire dall'inizio del 1980 si rinvia alla premessa alla politica monetaria del 1980.

notevolmente la liquidità detenuta sottoforma di depositi a domanda infruttiferi (il cui costo-opportunità si era assai accresciuto per l'alto tasso di interesse cui si doveva rinunciare). Questa tendenza continuò ad esercitare una notevole influenza anche nel 1975-76 malgrado in quegli anni i tassi di interesse si riducessero.

La riduzione dei tassi nominali era un fenomeno insolito rispetto alle analoghe fasi cicliche precedenti, attribuibile in parte alla ridotta domanda di credito da parte delle imprese (la cui spesa per investimenti era ancora bassa).

Per effetto del processo di innovazione finanziaria si incoraggiava il pubblico a detenere fondi a scopo di transazione non più nella forma dei depositi a domanda infruttiferi, compresi in M1, bensì dei depositi fruttiferi (altamente liquidi) facenti parte di M2 e M3. In particolare si estese l'uso dei Now accounts, depositi a risparmio fruttiferi inizialmente collocati in M2, ma caratterizzati da un grado di liquidità paragonabile ai depositi a domanda. L'estensione dell'uso di questi depositi rese meno significativo il tasso di crescita di M1. L'autorizzazione data alle saving and loan associations e alle saving banks di dar vita ai Now accounts aveva aumentato la competitività delle thrift institutions nei confronti delle banche commerciali¹¹⁴. Proprio per far fronte alla perdita di competitività di queste ultime erano state ridotte alcune restrizioni all'offerta di depositi a risparmio da parte delle banche commerciali¹¹⁵.

Secondo alcune stime¹¹⁶, il diverso approccio (rispetto al passato) al problema del cash management potrebbe avere ridotto la domanda di M1, a parità di reddito e di tassi di interesse, di tre o quattro punti percentuali sia nel '75 che nel '76. Ciò significa che il tasso di crescita del 5,5% di M1 in entrambi gli anni va corretto per giungere a tassi di crescita dell'ordine dell'8-10%, tassi, cioè, abbastanza espansionistici e ben oltre gli obiettivi prefissati. Durante il 1977 invece la crescita di M1 fu abbastanza in linea (a differenza del biennio precedente) con quanto ci si poteva aspettare sulla base dell'esperienza storica relativa al rapporto tra moneta, reddito e tassi di interesse. Il tasso di crescita di M1 fu dell'8%, mentre i tassi di interesse incominciarono ad aumentare in primavera come effetto della maggiore restrizione attuata dalla Federal Reserve: i tassi sugli strumenti di mercato a breve termine aumentarono di circa 2 punti percentuali, mentre quelli sulle obbligazioni delle società e del Tesoro aumentarono di circa lo 0,75%.

LA DIFFERENTE ENFASI ASSEGNATA AL CONTROLLO DEGLI AGGREGATI MONETARI NELL'ULTIMO DECENNIO

Il controllo monetario nell'ultimo decennio ha attraversato tre diverse fasi, caratterizzate dal diverso peso assegnato agli aggregati monetari come obiettivi intermedi della politica monetaria

In una prima fase, terminata nell'ottobre del '79, pur fissando bande-obiettivo per i diversi aggregati monetari, il Fomc mantenne un atteggiamento assai simile a quello degli anni

¹¹⁴ Tale fenomeno rientra nel processo di despecializzazione funzionale del sistema bancario americano di cui si è parlato nel primo capitolo.

¹¹⁵ Esse, ad esempio, erano state autorizzate ad offrire depositi a risparmio con la possibilità, per i loro detentori, di trasferire fondi da questi depositi ai depositi a domanda per via telefonica o per posta o presentandosi di persona allo sportello; la liquidità di questi depositi a risparmio risultava così superiore rispetto a quella dei normali depositi a risparmio che non godevano di analoga facoltà di trasferimento di fondi.

¹¹⁶ Cfr. S. H. Axilrod: "U.S. Monetary policy in recent years: an overview", in "Economic Recovery", vol. II, 1985, pag. 43.

precedenti; vale a dire che il vero obiettivo intermedio della politica monetaria era costituito dal mantenimento del tasso sui fondi federali (e quindi dei tassi di interesse a breve termine) entro una ristretta banda di oscillazione. Con l'aumento dell'inflazione e delle aspettative inflazionistiche il Fomc fu così restio ad aumentare i tassi di interesse in misura tale da impedire una perdita di credibilità nella politica monetaria. Gli aggregati superarono perciò spesso i limiti superiori delle proprie bande-obiettivo; soprattutto M1 sia nel '78 che nel '79 crebbe ad un tasso superiore a quello massimo prefissato.

Nell'ottobre del '79, di fronte all'accentuarsi della crescita degli aggregati monetari e alla evidente perdita di credibilità della politica monetaria, il Fomc decise di adottare nuove procedure operative, la cui caratteristica peculiare era di far oscillare in maniera automatica il tasso sui fondi federali per garantire una crescita monetaria corrispondente a quella programmata. Durante il c.d. esperimento monetarista si mise perciò in primo piano il controllo degli aggregati monetari: il mantenimento di tassi di crescita all'interno dei sentieri prefissati avrebbe ridato credibilità alla politica monetaria.

Mentre già in precedenza l'innovazione finanziaria e la deregolamentazione avevano portato ad una crescita degli aggregati monetari non in linea con l'esperienza storica (vedi l'introduzione dei MMCs nel '78, che aveva permesso alle istituzioni di deposito di continuare a raccogliere ingenti quantità di fondi malgrado il forte innalzamento dei tassi di interesse oltre i tetti concessi dalla Regulation Q, con la crescita di M2 e M3 superiore a quanto era avvenuto in passato in analoghe circostanze), durante l'esperimento monetarista quasi mai le bande-obiettivo fissate per i diversi aggregati monetari furono centrate. E questo avvenne malgrado l'adozione delle nuove procedure operative e la ridefinizione degli aggregati monetari all'inizio dell'80. Proprio quando la Federal Reserve pose la massima enfasi sul preciso controllo degli aggregati monetari essi divennero incontrollabili. Erano i rapidi processi dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione (basti pensare all'introduzione su base nazionale dei Now accounts all'inizio dell'81 e la crescente popolarità dell'uso degli Ats) a dar vita a nuovi strumenti finanziari che solo con difficoltà la Federal Reserve decise di collocare in un aggregato anziché in un altro. Aumentando la sostituibilità tra le componenti dei diversi aggregati (e soprattutto tra quelle di M1 e quelle degli aggregati monetari più ampi) la velocità di circolazione dei diversi aggregati poteva variare rapidamente. In particolare, per quanto riguarda M1, l'introduzione in esso dei Now accounts, che oltre ad avere un grado di liquidità paragonabile a quello dei depositi a domanda sono anche fruttiferi, rese questo aggregato molto più elastico alle variazioni del tasso di interesse (i Now accounts venivano domandati non solo a scopo di transazione ma anche a scopo di investimento) e ne diminuì fortemente la stabilità della sua domanda in rapporto al reddito. In nessuno dei tre anni dell'esperimento monetarista fu centrata la banda-obiettivo di M1. Il tentativo di controllare strettamente gli aggregati monetari comportò, durante l'esperimento monetarista, una fortissima variabilità nei tassi di interessi; come si è visto, però, la capacità di controllo degli aggregati monetari non è migliorata.

Nella terza ed ultima fase, pur restando la Federal Reserve vincolata all'obbligo della pubblicazione ufficiale di bande-obiettivo relativo agli aggregati monetari, la loro importanza come obiettivi intermedi della politica monetaria si ridusse drasticamente. Soprattutto M1, divenuta molto elastica alle variazioni dei tassi di interesse, perse importanza (ancora prima dell'ottobre 1982, quando vennero adottate nuove procedure operative, era diminuito il peso assegnato al controllo di M1, per il suo comportamento assolutamente irregolare ed imprevedibile). Per l'ultima volta nell'85 con l'andamento di M1 che sembrava essere ritornato più regolare nella seconda metà dell'84, si tentò di ridare ad esso più importanza, ma il tentativo ebbe breve durata. Nell'87 non fu più fissata una banda-obiettivo per M1. L'andamento degli aggregati monetari M2 e M3 divenne uno degli elementi su cui la Federal Reserve si basava per prendere le proprie decisioni, assieme alla forza della crescita economica e delle spinte inflazionistiche, alla pressione sui mercati finanziari e all'andamento del dollaro. L'approccio della Federal Reserve divenne molto più flessibile, non vincolandosi al raggiungimento di

specifiche bande-obiettivo per gli aggregati monetari. La procedura operativa attualmente in vigore non comporta infatti una variazione automatica del tasso sui fondi federali nel caso di crescita monetaria al di fuori dell'obiettivo prefissato. L'atteggiamento della Federal Reserve è molto più discrezionale, con i tassi di interesse a breve termine che hanno molto aumentato la loro importanza nel trasmettere gli effetti della politica monetaria. Per l'88 le bande di controllo fissate per M2 e M3 sono state assai ampie (4 punti percentuali), a riconferma della ridotta importanza loro assegnata.

4.2. LA POLITICA MONETARIA PRIMA DELL'ESPERIMENTO MONETARISTA (1978-79)

Gli obiettivi finali

La lotta contro l'inflazione rapidamente crescente (così come le aspettative inflazionistiche) e la necessità di rafforzare un dollaro in gravi difficoltà sul mercato dei cambi furono le ragioni che spinsero ad adottare una politica monetaria restrittiva alla fine degli anni settanta. Sia le modalità con cui fu realizzata la politica monetaria che i risultati poco soddisfacenti portarono ad una perdita di credibilità, e condussero così al c.d. esperimento monetarista.

L'inflazione, caduta dopo il 1974, incominciava a dare segni di ripresa e non mancavano i segnali di una sua ulteriore recrudescenza: il deprezzamento del dollaro, l'aumento del prezzo del petrolio da parte dell'OPEC e gli avvenimenti in Iran, il raggiungimento di una zona prossima alla piena occupazione e il cattivo andamento della produttività (col pressoché completo trasferimento degli aumenti dei salari sui costi unitari del lavoro).

Proprio alla luce di previsioni non troppo ottimistiche, nel meeting tenuto dal Fomc il 28 febr. 1978 si sostenne che *“nella fase corrente dell'espansione economica sarebbe desiderabile uno sviluppo che comportasse una qualche decelerazione nella crescita in favore di un tasso che potrebbe essere mantenuto nel più lungo termine”*¹¹⁷. Ci si aspettava infatti un tasso di crescita del PNL reale ancora abbastanza sostenuto, soprattutto in conseguenza di consumi abbastanza elevati, sebbene in calo rispetto agli anni precedenti. L'altro obiettivo su cui si pose l'accento nello stesso meeting del Fomc fu quello di fare fronte alla caduta del dollaro, frutto di una crescente inflazione e di un forte deficit di partite correnti. Il problema del dollaro costituiva un ulteriore motivo per combattere l'inflazione e per porre dei limiti all'espansione del sistema economico allo scopo di ridurre le importazioni.

D'altro lato, nel fissare gli obiettivi di crescita relativi agli aggregati monetari non si vollero restringere eccessivamente le condizioni del mercato monetario, per evitare l'aggravamento di alcuni problemi quali il basso livello degli investimenti fissi delle imprese in rapporto alla produzione, l'elevato livello del credito al consumo rispetto al reddito personale, i bassi profitti delle società in rapporto ai costi di produzione e ai redditi personali, e in generale la scarsa fiducia esistente nel paese sulle effettive prestazioni dell'economia.

Dal Monetary Policy Report to Congress del febr. '79 emerge abbastanza chiaramente che ancora si pensava di poter controllare l'inflazione senza provocare una recessione, anche in

¹¹⁷ Record of policy actions of Fomc, Federal Reserve Bull., april '78, p. 295.

relazione al programma di controllo dei salari e dei prezzi promosso dall'amministrazione, sempreché non si verificassero improvvisi aumenti di tipo esogeno nei prezzi dell'energia o dei beni alimentari, e dato un sufficiente grado di restrizione anche nella politica fiscale.

Gli obiettivi intermedi della politica monetaria e il loro controllo

	'77	'78	'79
M1	4,5 (4)* - 6,5 7,9	4 - 6,5 7,2	1,5 - 4,5 5,5
M2	6,5 - 9 9,6	6,5 - 9 8,4	5 - 8 8,3
M3	8 - 10,5 11,6	7,5 - 10 11,3	6 - 9 8,1
Cr		7 - 10 13,3	7,5 - 10,5 12,2

Tab. 1: Bande - Obiettivo e tassi effettivi di crescita dei diversi aggregati.

* ridotto al 4% nel corso dell'anno

Per il Fomc non fu semplice fissare le bande-obiettivo dei tassi di crescita degli aggregati monetari. Esse dovevano essere compatibili con il perseguimento degli obiettivi ultimi della politica monetaria e, in considerazione della crescente enfasi attribuita al ruolo degli aggregati monetari come obiettivi intermedi della politica monetaria, dovevano soprattutto essere raggiunti. Un rapido sguardo alla tab. 1 rivela invece quanto grandi furono le difficoltà incontrate nel controllare gli aggregati monetari. Sia per il 1978 che per il 1979 i tassi di crescita di due aggregati su tre non centrarono le bande-obiettivo fissate inizialmente. Non solo la domanda di moneta era soggetta a disturbi non facilmente prevedibili, ma anche il modo in cui fu applicata la procedura operativa in vigore fino all'ottobre del 1979 resero assai complicato il loro controllo. Tanto è vero che, mentre sia nel 1977 che nel 1978 l'ampiezza delle bande-obiettivo per tutti e tre gli aggregati monetari era pari a 2,5 punti percentuali, nel '79 essa fu ampliata a 3 punti percentuali. Oltretutto, le particolari difficoltà incontrate nel controllo di M1, considerato dalla Federal Reserve l'aggregato più importante come obiettivo intermedio della politica monetaria, portarono ad assegnare ad esso minor attenzione nel '79 e ad attribuire

maggior importanza rispetto al passato ad M2 e M3.

Per M1 si fissò, per il 1978, una banda-obiettivo compresa tra il 4 e il 6,5%, mentre all'inizio del 1977 si era fissata, per quell'anno, una banda-obiettivo compresa tra il 4,5 e il 6,5%, il cui limite minimo fu ridotto nel corso dell'anno al 4%. La crescita effettiva aggiustata di M1 nel '77 fu pari al 7,9% (dal 4° trim. del '76 al 4° trim. del '77), in aumento rispetto al '75 e al '76, e ben al di sopra del limite massimo stabilito. Perciò, malgrado le pessimistiche previsioni sul fronte dell'inflazione, si decise di non ridurre il limite superiore della banda-obiettivo per evitare una ulteriore perdita di credibilità nella P.M, dovuta a obiettivi irrealistici e ad un nuovo loro mancato raggiungimento. Del resto un tasso di crescita effettivo di M1 nel '78 all'interno della banda-obiettivo programmata, avrebbe già significato un consistente rallentamento rispetto al '77, mentre fu osservato che un tasso di crescita superiore al 6,5% avrebbe rafforzato le aspettative inflazionistiche, oltreché accentuare la debolezza del dollaro sul mercato delle valute estere. Questo è proprio ciò che effettivamente accade, poiché il tasso di crescita effettivo di M1 nel '78 fu pari al 7,2%, quindi abbastanza oltre il limite superiore fissato dal Fomc.

È importantissimo vedere come si giunse a tale risultato, per il continuo presentarsi di grosse difficoltà per il controllo monetario.

Sia nel '75 che nel '76 la crescita di M1 si era allontanata da quella che ci si poteva aspettare sulla base degli standard storici; dall'inizio del '77 la crescita di M1 fu più regolare e così avvenne per i primi 3 trim. del '78, in cui si espanse ad un tasso annuale di circa l'8%: gli effetti del rallentamento dell'espansione economica e dell'aumento dei tassi di interesse sulla domanda di M1 vennero compensati dagli effetti dell'accelerazione dell'inflazione, che fecero aumentare notevolmente la domanda di moneta a scopo di transazione. Nel quarto trim. del '78 il tasso di crescita annuale di M1 cadde al 4,4%, soprattutto in conseguenza dell'introduzione nel 1° nov. '78 degli automatic transfer services (ATS): molti depositanti spostarono i fondi detenuti a scopo di transazione dai depositi a domanda (infruttiferi) sui quali si possono emettere assegni ai depositi a risparmio ATS (fruttiferi) dai quali i fondi sono automaticamente trasferiti per coprire gli assegni emessi sui depositi a domanda. Si calcola che l'introduzione degli ATS abbia ridotto la domanda di M1 di circa il 3% (aumentandone corrispondentemente la velocità di circolazione) e che, pur costituendone la causa principale, non sia ancora sufficiente a spiegare tutta la caduta nella crescita di M1, considerata l'accelerazione subita dal sistema economico verso la fine del '78. Si può ritenere che, così come era già successo nel '74, i tassi di interesse abbiamo raggiunto nel '78 un livello talmente elevato da spingere famiglie ed imprese ad adottare nuove tecniche di cash management per ridurre la detenzione di depositi a domanda infruttiferi a favore di altre attività fruttifere altamente liquide; l'introduzione degli ATS può aver favorito lo svilupparsi di questo atteggiamento, e non solo nei confronti degli stessi ATS. La riduzione del tasso di crescita di M1 a fine anno non sta perciò a indicare un successo della politica di restrizione monetaria poiché gli effetti economici non cambiano se ad un minore tasso di crescita della moneta si contrappone un'altrettanto aumentata velocità di circolazione.

La credibilità della politica monetaria fu soggetta ad ulteriore erosione nel '79, poiché ancora fu mancato l'obiettivo relativo ad M1. Non devono ingannare, in quell'anno, né la notevole riduzione della banda-obiettivo, né quella del tasso di crescita di M1. L'abbassamento dei limiti inferiore e superiore della banda-obiettivo, che furono portati rispettivamente all'1,5% e al 4,5%, riflettevano non soltanto il previsto rallentamento dell'attività economica, ma anche l'atteso forte aumento della velocità di circolazione di M1. La banda-obiettivo fissata per il '79 si basava sull'assunzione, da parte del Fomc, che l'introduzione degli ATS e l'autorizzazione dei Now accounts nello stato di New York avrebbero avuto per quell'anno un effetto depressivo su M1 pari a circa 3 punti percentuali. Pur essendo impossibile in quel momento sapere se la debole crescita di M1 rispetto a quella che ci si sarebbe aspettata sulla base delle relazioni storiche tra moneta, reddito e tassi di interesse era di natura transitoria oppure destinata a perdurare per un periodo più lungo, il Fomc propose di più verso la seconda ipotesi. Queste difficoltà di previsione portarono comunque ad assegnare minor importanza rispetto al passato all'andamento

di M1 nel '79. Il suddetto effetto depressivo si dimostrò poi essere inferiore a 1,5 punti percentuali. Il tasso di crescita di M1 nel '79 fu così pari al 5,5%, ben al di sopra del limite superiore della banda-obiettivo fissata nel febbraio e riaffermata a metà anno. Nella parte finale dell'anno, dal momento in cui risultò evidente che la velocità di circolazione di M1 stava aumentando di meno rispetto a quanto ci si aspettava, il Fomc adottò una nuova banda-obiettivo compresa tra il 3 e il 6%. Non aveva evidentemente più significato pretendere di mantenere in vigore la banda-obiettivo precedente, anche se però la Federal Reserve doveva riconoscere che la sua capacità di previsione dell'andamento degli aggregati monetari, proprio nel momento in cui, col cambiamento delle procedure operative, si attribuiva maggior importanza al loro controllo, risultava soggetta a gravi limitazioni.

In generale si può perciò notare che, mentre l'obiettivo inizialmente fissato per M1 fu notevolmente mancato proprio per le grosse difficoltà di prevedere lo spostamento di fondi dalle attività comprese in M1 verso gli ATS e Now accounts, all'interno degli aggregati più ampi, M2 e M3, questi spostamenti di fondi tra le varie attività si compensarono in buona parte al loro interno. Fatto sta che anche il controllo degli aggregati monetari più ampi è stato notevolmente condizionato dal processo di deregolamentazione.

Mentre l'andamento di M2 e M3 nel triennio 1975-77 era stato abbastanza in linea con gli standard storici, esso cambiò fortemente a partire dal giugno '78. Nella prima parte dell'anno, poiché i tassi di interesse di mercato sui titoli a breve e a medio termine superarono i limiti massimi consentiti dalla regolazione federale sui depositi assicurati, la crescita dei depositi a risparmio e degli small time accounts (piccoli depositi a termine) presso le banche commerciali e le thrift institutions incominciò gradualmente a diminuire nella primavera del '78. Per finanziare i loro prestiti le banche commerciali dovettero ricorrere alle cd. managed liabilities (large time deposits, depositi interbancari, ecc), mentre le saving and loan associations si indebitarono pesantemente con le Federal Home Loan Banks.

Allo scopo di evitare quei fenomeni di disintermediazione che si erano verificati in passato e che avevano comportato una restrizione nel credito concesso dalle istituzioni di deposito, le agenzie regolatorie federali autorizzarono, dal 1/6/78, due nuove categorie di depositi. La più importante di esse fu un certificato del mercato monetario a 6 mesi (MMC) il cui tasso massimo variava settimanalmente in relazione al tasso di interesse effettivo (yield) medio sui nuovi buoni del Tesoro a 6 mesi.

Mentre nel corso dei primi 5 mesi del '78 i depositi a risparmio e a termine soggetti a tetti dei tassi di interesse presso le banche commerciali, le saving and loan associations e le mutual banks aumentarono ad un tasso annuale del 7,9%, questi stessi depositi dall'inizio di giugno sono cresciuti ad un tasso del 10,3% malgrado l'ulteriore aumento dei tassi di interesse di mercato. Nel corso del '78, a causa della crescente restrizione applicata dalla Fed. Res, la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine aumentò di 3-4 punti percentuali; questi aumenti, assieme ad accresciute aspettative inflazionistiche, portarono ad incrementi di circa 1 punto percentuale nei rendimenti delle obbligazioni. I MMCs, pur avendo fortemente ridotto la sensibilità dei depositi a termine e a risparmio verso i tassi di interesse di mercato, non l'hanno eliminata, come si poté constatare verso la fine dell'anno per la crescita record dei money market mutual funds (MMMMF); quest'ultimi erano fondi di investimento che permettevano ai partecipanti di utilizzare mediante assegno la loro quota, quindi in concorrenza non solo con i depositi a risparmio e i piccoli depositi a termine, ma anche in certa misura con le attività comprese in M1; i MMMFs univano, ad un elevato grado di liquidità, un tasso di interesse in linea con quelli del mercato monetario.

Così M2 aumentò nel '78 dell'8,4%, abbastanza in calo rispetto al '77 malgrado l'introduzione dei MMCs e degli ATS ed all'interno della sua banda-obiettivo (6,5 - 9%). La banda-obiettivo di M2 per il '78 era stata lasciata invariata, visto che M2 era aumentato del 9,6% nel '77, certamente meno rispetto al 10,9% del '76 ma oltre il limite superiore della banda-obiettivo. La

più forte crescita dell'aggregato monetario M3, +11,3%, stava ad indicare che le thrift institutions erano riuscite nel '78 ad avvantaggiarsi dell'introduzione dei MMCs più delle banche commerciali (anche se questi ultimi, per l'elevato tasso di interesse che offrivano, avevano comportato, al momento della loro introduzione, una certa erosione dei guadagni delle thrith institutions).

I limiti della banda-obiettivo di M3 per il 1978 erano stati stabiliti tra il 7,5 e il 10%; erano stati cioè ridotti di mezzo punto percentuale rispetto all'anno precedente. Il Fomc aveva programmato una notevole riduzione del tasso di crescita di M3, che nel '77 era cresciuto dell'11,6%. Il processo di deregolamentazione permise invece alle thrift institutions di continuare a raccogliere notevoli quantità di fondi nonostante il forte innalzamento dei tassi di interesse a breve termine.

Nel '79 fu il tasso di crescita di M2, +8,3% dal 4° trim. del '78 al 4° trim. del '79, a superare il limite massimo (+8%) stabilito dal Fomc in febbraio e riaffermato in luglio. Malgrado l'aumento degli interessi a breve termine il tasso di crescita di M2 restò praticamente invariato rispetto al '78. Fu essenzialmente la forte crescita dei MMCs a 6 mesi (soprattutto dopo che in marzo le agenzie regolatorie federali eliminarono – per i periodi in cui il tasso sui buoni del tesoro a 6 mesi supera il 9% – il differenziale di interesse pari allo 0,25% a carico delle banche commerciali che aveva dato in precedenza maggiore competitività alle thrift institutions nel mercato dei MMCs) a più che controbilanciare la ridotta crescita della componente di M2 costituita dalle attività che fanno parte di M1. M3 aumentò dell'8,1% nel '79 più di 3 punti percentuali in meno rispetto al '78 e ben all'interno della banda-obiettivo fissata inizialmente dal Fomc (6-9%). La minor crescita rispetto ad M2 riflesse l'inferiore incremento nell'afflusso di fondi verso le thrift institutions. In effetti i depositi presso quest'ultime crebbero del 7,75%, nettamente meno rispetto al 10,5% del '78. Però, e questo fatto è particolarmente rilevante, i tassi di crescita di M2 e M3 nel 1978 e nel 1979, sebbene in riduzione, furono decisamente superiori a quelli fatti registrare in precedenti periodi di elevati tassi di interesse: furono soprattutto i MMCs ad impedire una maggiore caduta dell'afflusso di fondi verso le istituzioni di deposito. Infatti il Fomc, stabilendo per il 1979 una banda-obiettivo per M2 compresa tra il 5 e 18% (con limiti molto più bassi rispetto all'anno precedente) si aspettava che il crescente divario tra i tassi di interesse di mercato e quelli permessi dalle regolazioni federali sui depositi fruttiferi delle banche avrebbero spinto in misura maggiore il pubblico a domandare attività alternative.

La crescita del credito delle banche commerciali fu pari al 13,3% nel '78, ben oltre la crescita programmata per quell'anno, i cui limiti erano stati stabiliti tra il 7 e il 10%. Lo stesso dicasi per il '79, quando il credito concesso dalle banche commerciali aumentò del 12,2% contro un limite massimo del 10,5%. Il Fomc riteneva che i tassi di crescita del credito bancario dovessero subire maggiori riduzioni, non solo per il rallentamento dell'attività economica, ma anche per le maggiori difficoltà che le banche avrebbero dovuto affrontare nella raccolta di fondi. La realtà fu invece assai diversa, e l'andamento del credito fornì delle utili indicazioni per comprendere le difficoltà di trasmissione degli effetti della politica monetaria. Da un lato è ovvio che il crescente divario tra i tassi di interesse di mercato e i tassi massimi permessi sui depositi a risparmio e a termine presso le banche commerciali e le thrift institutions abbia fatto sì che una grossa quantità di fondi si sia indirizzata verso gli strumenti forniti dal mercato, i fondi mutui o gli investment trusts (soprattutto i fondi mutui del mercato monetario – MMMF – hanno registrato una crescita spettacolare). Dall'altro va constatato che di fronte alla elevata domanda di credito che perveniva dall'inflazione), quest'ultime sono riuscite a raccogliere i fondi necessari a farvi fronte, in parte attraverso i già ricordati MMCs, e poi con un forte ricorso alle cd. managed liabilities, cioè attraverso l'emissione di large CDs senza limiti massimi sui tassi di interesse, i RPs¹¹⁸, i federal funds (quindi indebitamento con le altre banche), e l'indebitamento sul mercato

¹¹⁸ Si tratta di riporti di titoli di varia durata tra le banche commerciali e la clientela titolare di depositi a domanda.

dell'eurodollaro; le savings and loan associations ricorsero fortemente all'indebitamento verso le Federal Home Loan Banks. Le istituzioni di deposito riuscirono così, a differenza di quanto era avvenuto in passato in analoghi periodi di alti tassi di interesse, a mantenere una larga quota del credito fornito ai settori non finanziari dell'economia.

Tutti gli aggregati monetari subirono una decisa decelerazione nell'ultimo trimestre dell'anno, in seguito all'adozione delle nuove procedure operative ed al forte innalzamento dei tassi di interesse, dopo che nel 3° trim. avevano mostrato tutti quanti una tendenza ad accelerare. Questa decelerazione fu ancora più evidente per il credito bancario, la cui crescita si era mantenuta nel corso di tutto l'anno ben al di sopra della banda-obiettivo prefissata.

Gli interventi a sostegno del dollaro

Per fare fronte alla caduta del dollaro ed anche allo scopo di frenare l'inflazione furono adottati il 1° novembre del 1978 un insieme di provvedimenti di particolare intensità, richiesti dall'insuccesso dei precedenti tentativi. Più volte, a partire dall'inizio di gennaio, fu aumentata da parte della Federal Reserve il tasso di sconto. In estate fu evidente che il deprezzamento del dollaro stava diventando eccessivo (in effetti in quel periodo il deficit delle partite correnti americane aveva cominciato a ridursi), e aumentavano i timori delle possibili ripercussioni sul fronte dell'inflazione; oltre all'aumento di mezzo punto percentuale del tasso di sconto (21 agosto) si ridussero a zero le riserve obbligatorie sull'indebitamento delle banche-membri (Federal Reserve System) nel mercato dell'eurodollaro. Poco dopo il Tesoro annunciò che avrebbe aumentato le vendite di oro alle aste mensili. La stabilità del dollaro durò poche settimane ed esso precipitò immediatamente dopo l'annuncio il 24 ottobre da parte del Presidente Carter del programma di controllo dei prezzi e dei salari. In questo programma venne sì posto come primo obiettivo per l'anno successivo la lotta all'inflazione, però non si disse nulla di preciso sulla futura conduzione della politica monetaria, alimentando così la sfiducia degli operatori.

I provvedimenti del 1° novembre divennero così indispensabili. Essi consistettero: 1) in un finanziamento di 30 miliardi di dollari di marchi, yen e franchi svizzeri messo in atto dalla Federal Reserve e dal Tesoro; tale finanziamento prevedeva un prelievo dal FMI fino a 3 miliardi di dollari, la vendita di 2 miliardi di dollari di DPS, l'incremento della linea di credito swap della Federal Reserve di 15 miliardi di dollari e, come novità, l'emissione di titoli in monete straniere (cd. Carter bonds); 2) nell'aumento delle vendite di oro del Tesoro di almeno 1,5 milioni di onces al mese; 3) nell'aumento da parte della Fed. Res di un punto percentuale del tasso di sconto che arrivò così al 9,5% e 4) la fissazione di un'ulteriore riserva obbligatoria del 2% sui depositi a lungo termine¹¹⁹. Quello stesso giorno il tasso di cambio effettivo del dollaro aumentò del 5% e a metà febbraio del '79 era più del 7% oltre il livello più basso raggiunto in ottobre¹²⁰. Se l'intensità e la gamma delle misure intraprese, nonché la collaborazione tra le banche centrali sul mercato dei cambi nelle settimane immediatamente successivi riuscirono a bloccare la caduta del dollaro, esso si rivelò più volte particolarmente debole nel corso del '79. Le difficoltà del dollaro erano legate alla perdita di credibilità della Federal Reserve e alla scarsa fiducia goduta da parte dell'amministrazione Carter, che sembravano incapaci di evitare il peggioramento dell'inflazione e di far fronte all'eccessiva crescita degli aggregati monetari e

¹¹⁹ Cfr. R. Solomon: "Il sistema monetario internazionale (1945-1981)", Liguori Edit., maggio '84, p. 498-9.

¹²⁰ V. Monet. Policy Report to Congress del feb. '79, p. 191-2.

creditizi.

La crescita dei tassi di interesse

L'andamento dei tassi di interesse nel 1978 e 1979 rifletté l'adozione di una politica monetaria crescentemente restrittiva da parte della Federal Reserve, nel tentativo di far fronte all'inflazione, alla crescita monetaria troppo rapida, e alla debolezza del dollaro. L'ancora forte domanda di fondi (sebbene in calo rispetto agli anni precedenti) nei mercati del credito da parte dei settori non finanziari contribuì anch'essa a far lievitare i tassi di interesse, così come vi contribuirono i provvedimenti adottati per combattere la caduta del dollaro (soprattutto le misure del 1° nov. del '78); e infine non bisogna dimenticare l'accentuarsi delle aspettative inflazionistiche, in conseguenza delle quali chi concede un prestito richiede un tasso di interesse più elevato per compensare la maggiore inflazione prevista.

Innanzitutto bisogna sottolineare che nel 1978 i tassi di interesse a breve termine aumentarono decisamente di più di quelli a lungo termine; di conseguenza, se all'inizio dell'anno i tassi a breve termine erano inferiori rispetto a quelli a lungo termine, a fine anno la situazione si era capovolta, il discount rate aumentò di 3,5 punti percentuali nel '78 arrivando a fine anno al 9,5%; andamento assai simile ebbe il Federal funds rate (9,5% circa a fine anno); i rendimenti sulle obbligazioni del governo a medio e a lungo termine aumentarono invece in misura molto inferiore: meno di 1,5 punto percentuali, raggiungendo a fine anno valori non superiori al 9%.

Nel 1979 i tassi di interesse sugli strumenti del mercato monetario (buoni del Tesoro, largeCDs, carta commerciale, ecc) sono ancora aumentati di circa 2,5-3 punti percentuali, mentre quelli a lungo termine sono cresciuti di circa 1,5-2 punti percentuali (i tassi dei prestiti ipotecari sulle abitazioni sono cresciuti addirittura del 2,5%). La forte crescita dei tassi a lunga ha riflettuto non solo le aspettative inflazionistiche ma anche quelle di un aumento del deficit federale. Nel corso dell'anno gli aumenti del discount rate in luglio, agosto e settembre, con i tassi di interesse sui fondi federali che aumentarono da circa il 10% in gennaio all'11,5% per la fine di settembre (i tassi di interesse a breve termine aumentarono in linea con i tassi sui fondi federali) non furono sufficienti a far fronte ai problemi che attanagliavano l'economia statunitense.

Con l'economia che per la fine di settembre dava segni inattesi di forza, la Federal Reserve, con l'adozione il 6 ottobre delle nuove procedure operative, orientò in senso fortemente restrittivo la propria politica. Fu contemporaneamente aumentato il discount rate di un intero punto percentuale (esso giunse così al 12%) e fu imposta un'ulteriore riserva obbligatoria dell'8% su certi tipi di managed liabilities delle banche commerciali. Di conseguenza tutti i tassi di interesse (ma soprattutto quelli a breve termine) subirono un'impennata verso l'alto. Ad esempio nell'ultimo trimestre dell'anno il federal funds rate arrivò a circa il 13,5%.

Complessivamente la scena finanziaria del biennio 1978-79 è stata dominata da crescenti tassi di interesse, debolezza del dollaro nei mercati delle valute e rapida crescita di moneta e credito che hanno superato gli obiettivi di crescita monetaria della Federal Reserve. Se gli aggregati monetari hanno in certa misura rallentato il loro tasso di crescita sia nel 1978 che nel 1979 questo risultato, malgrado un rallentamento dell'attività economica superiore rispetto alle aspettative, fu ottenuto solo in seguito ad una crescita sostanziale dei tassi di interesse (soprattutto nella seconda metà dell'anno), per gli effetti del forte aumento dell'inflazione sulla domanda di moneta e credito.

LE RAGIONI DELLA SVOLTA DI POLITICA MONETARIA DELL'OTTOBRE 1979

L'insoddisfazione per l'insuccesso della politica monetaria nel conseguimento dei suoi obiettivi ultimi è stata alla base della svolta inaugurata il 6 ottobre del 1979.

Nella seconda metà degli anni '70, trovandosi il sistema economico americano in una fase di ripresa, è stato attribuito, da parte della Federal Reserve, un crescente peso alla lotta contro l'inflazione, cui si è aggiunto l'obiettivo di garantire una maggiore stabilità del dollaro.

L'insuccesso della politica monetaria in questi anni è stato attribuito alla procedura operativa allora in uso e alla sua conduzione. La perdita di credibilità della politica monetaria è stata infatti collegata al fatto che la Federal Reserve non è riuscita a mantenere la crescita degli aggregati monetari (e in particolare di M1) all'interno delle bande-obiettivo annunciate ufficialmente. Piuttosto, i tassi annui di crescita di M1 si sono puntualmente collocati al di sopra del limite superiore delle bande-obiettivo, evidenziando così la mancanza di volontà e/o l'incapacità da parte della Federal Reserve di accentuare il grado di restrizione della politica monetaria. In particolare, avendo stabilito bande di oscillazione assai strette per il Federal funds rate, ed avendo dimostrato una notevole inerzia nel decidere di modificarle per tenere sotto controllo gli aggregati monetari, le autorità monetarie americane privilegiarono nella pratica l'ottenimento di determinati tassi di interesse come obiettivo intermedio autonomo piuttosto che utilizzare il federal funds rate in maniera strumentale al controllo degli aggregati monetari¹²¹. Però, con l'inflazione in forte ascesa, è risultato sempre più difficile utilizzare i tassi di interesse come guida della politica monetaria. Infatti, malgrado l'aumento dei tassi di interesse, il tasso di crescita dell'aggregato monetario M1 non ha accennato a rientrare all'interno delle bande-obiettivo, uscendone decisamente a partire dal '77 e fino al 3° trimestre del '79.

Il fatto è che i livelli dei tassi di interesse nominali, sebbene decisamente crescenti alla fine degli anni '70, non hanno rappresentato un elevato grado di restrizione della P.M.¹²². Infatti i tassi di interesse reali a breve termine si sono rivelati in questi anni solo leggermente positivi se non addirittura negativi. In altre parole, in presenza di elevata e crescente inflazione, i tassi di interesse nominali non sono più stati in grado di fornire utili informazioni sul grado di restrizione della politica monetaria.

La credibilità della politica monetaria fu erosa anche dal cd. base drift, cioè "slittamento della base di riferimento" (meccanismo di cui già s'è parlato). Il fatto che le autorità monetarie non tenessero conto, nello stabilire gli obiettivi per gli aggregati monetari, delle precedenti deviazioni degli aggregati monetari dai sentieri di crescita programmati, convinse ulteriormente gli operatori di mercato della scarsa volontà da parte delle autorità monetarie di rispettare gli obiettivi prefissati. Le aspettative inflazionistiche trovarono così alimento nella scarsa determinazione dimostrata della Fed. Res nella lotta contro l'inflazione.

Fu così che nell'ottobre '79, di fronte all'inflazione crescente (sospinta verso l'alto anche dagli aumenti del prezzo del petrolio), alla crescita di M1 che non mostrava di voler calare e che anzi era aumentata nel 3° trimestre, con tassi di interesse reali a breve termine attorno allo zero – malgrado l'aumento dei tassi di interesse nominali (leggermente negativi all'inizio del '79) –, e col dollaro ancora sotto pressione in autunno, si optò per una svolta in senso decisamente restrittivo della politica monetaria. Si inaugurò il cd. "esperimento monetarista": scopo della politica monetaria era di garantire tassi di crescita decrescenti degli aggregati monetari (in particolare M1) all'interno delle bande-obiettivo prefissate, allo scopo di far crescere la moneta a

¹²¹ V. R. Parboni: "Moneta e monetarismo".

¹²² V. R. Guffey "Conduct of U.S. Monet. Policy. Recent problems and issues, in FRB of K.C. dec. '79, p. 27.

ritmi compatibili con la crescita del reddito reale.

Con l'adozione delle nuove procedure operative venne innanzitutto eliminato il cd. base drift, e poi esse garantirono automaticamente un'oscillazione dei tassi di interesse sui fondi federali tale da spingere gli aggregati monetari verso i sentieri prefissati di crescita in caso di loro fuoruscita. Si accorcì così l'orizzonte temporale richiesto per gli interventi correttivi nel caso di deviazioni degli aggregati monetari dalle bande-obiettivo. Mentre con la procedura operativa precedentemente in vigore nel brevissimo periodo (cioè nell'intervallo tra due meeting del Fomc) un qualsiasi disturbo proveniente dal settore reale che avesse provocato un aumento imprevisto della domanda di moneta (ad es. un aumento della domanda aggregata prodotto dalla crescente inflazione) avrebbe comportato un'offerta di riserve allo scopo di stabilizzare il federal funds rate e quindi un aumento dell'offerta di moneta, con la nuova procedura operativa si sarebbe impedita la fornitura di riserve attraverso le operazioni di mercato aperto; attraverso l'innalzamento del tasso sui fondi federali che ne sarebbe derivato si sarebbe contrastato automaticamente l'aumento della domanda di moneta.

Ma in primo luogo l'adozione delle nuove tecniche operative si proponeva di "drammatizzare" dinnanzi all'opinione pubblica l'impegno della Federal Reserve di realizzare una progressiva decelerazione degli aggregati monetari, nella convinzione che ciò potesse contribuire a moderare le aspettative inflazionistiche¹²³. Ritenendo che la precedente conduzione della politica monetaria, alimentando le aspettative inflazionistiche, avesse provocato uno spostamento verso l'alto della curva di Phillips, con un maggiore tasso di inflazione a parità di tasso naturale di disoccupazione, si mirava, cercando di ridare credibilità alla politica monetaria di migliorare il trade-off tra disoccupazione e inflazione riducendo le aspettative inflazionistiche nei mercati del lavoro e dei beni¹²⁴.

Obiettivo principe della Federal Reserve dall'ottobre '79 in poi divenne perciò quello di abbattere l'inflazione anche a costo di provocare una recessione. Mentre negli anni precedenti le preoccupazioni della Federal Reserve si erano anche rivolte, sebbene in misura decrescente, alla necessità di garantire la ripresa del sistema economico dopo la grave recessione del 1974-75, nell'ottobre '79, col sistema economico ormai prossimo alla situazione di piena occupazione, essa abbandonò decisamente questo obiettivo. I forti aumenti dei tassi di interesse sia nominali che reali che seguirono tale decisione furono assai indicativi della determinazione della Federal Reserve nella lotta contro l'inflazione.

¹²³ Vedi S. Micossi e V. Sannucci "Le nuove procedure operative di controllo monetario negli Stati Uniti. (1979-81)".

¹²⁴ V. S. H. Axilrod "U.S. Mon. Policy in recent years: an overview".

CAP. 5. L'ESPERIMENTO MONETARISTA: LA POLITICA MONETARIA DAL 1980 AL 1982

Premessa

Nel meeting del Fomc del febbraio dell'80 si adottarono nuovi aggregati monetari, diversamente definiti, a cui dovevano essere riferite le bande-obiettivo. Scopo del provvedimento era quello di tenere conto degli effetti dei processi di deregolamentazione e innovazione finanziaria, che avevano fatto perdere molto significato ai vecchi aggregati monetari.

Con le nuove definizioni¹²⁵ si cercò di dar vita ad aggregati più omogenei, le cui componenti fossero tra loro altamente sostituibili, e si cercò di ristabilire un ordine decrescente nel grado di liquidità dei diversi aggregati, indipendentemente dai detentori delle diverse passività: banche commerciali, thrift institutions o altre istituzioni finanziarie.

Lo scopo della ridefinizione degli aggregati monetari, assieme alle nuove procedure operative adottate nell'ottobre del '79, fu quello di recuperare una capacità di controllo sugli aggregati monetari che pareva in precedenza abbastanza compromessa, in modo da attribuire ad essi un maggiore ruolo rispetto ai tassi di interesse come obiettivi intermedi della politica monetaria

¹²⁵ Accanto alla vecchia M1, che fu ridenominata M1a (circolante e depositi a domanda), fu aggiunto l'aggregato M1b che, oltre a comprendere le attività di M1a, comprese anche i saldi dei conti Now e ATS, i saldi traibili delle quote delle credit unions e i depositi a domanda presso le casse mutue di risparmio. Con questa ridefinizione di M1 si tenne conto del fatto che erano state create attività altamente liquide che il pubblico può detenere a scopo di transazione, ragion per cui non aveva significato tenerle separate dai depositi a domanda.

M2 comprese, oltre a M1b, gli overnight RPs delle banche commerciali, i depositi in eurodollari overnight presso le filiali nei Caraibi di banche statunitensi detenuti da residenti non bancari statunitensi, i depositi a risparmio e i piccoli depositi vincolati presso tutte le istituzioni di deposito. Per la Federal Reserve non fu facile decidere di collocare alcune attività tra M2 anziché tra M1, soprattutto gli accordi di riacquisto a 24 ore (RPs), gli eurodollari a 24 ore e almeno una qualche frazione dei titoli del mercato monetario a causa delle loro caratteristiche che li portano ad essere utilizzati come sostituti dei depositi e quindi difficilmente distinguibili dalla moneta.

M3, oltre a M2, comprese anche i grandi depositi vincolati presso tutte le istituzioni di deposito, i RPs a tempo emessi dalle banche commerciali e dalle casse di risparmio e prestito.

1) Gli obiettivi

Nel Monetary Policy Report to Congress del febbraio dell'80 la Federal Reserve ha confermato la linea di condotta inaugurata con l'adozione delle procedure operative nell'ottobre del '79.

Come già accennato, nell'autunno del '79 era risultato abbastanza evidente che la perdita di fiducia nella politica monetaria aveva contribuito al peggioramento delle aspettative inflazionistiche; l'adozione delle nuove tecniche operative mirava perciò non solo a garantire un migliore controllo degli aggregati monetari in presenza di elevata inflazione e accentuata instabilità dell'economia, ma in particolare a convincere l'opinione pubblica della ferma intenzione della Federal Reserve di realizzare una progressiva decelerazione degli aggregati monetari, nella convinzione che ciò potesse moderare le aspettative inflazionistiche. Le previsioni sull'andamento del sistema economico risultavano in quel momento molto difficili. Nel '79 l'economia era cresciuta assai lentamente mentre l'inflazione aveva fatto un notevole balzo in avanti. Dai provvedimenti del novembre '78 il dollaro aveva smesso di cadere nei mercati dei cambi, però rimanevano moltissime incertezze legate ai possibili riflessi economici delle tensioni internazionali, all'andamento dell'offerta mondiale e del prezzo del petrolio, al desiderio degli investitori internazionali¹²⁶, e ai possibili effetti distorsivi dell'inflazione sulle decisioni di spesa e di risparmio.

Malgrado queste grosse incertezze si riteneva che la direzione che doveva seguire la politica monetaria fosse abbastanza chiara: essa doveva essere diretta a combattere l'inflazione, poiché quest'ultima non solo ostacolava la crescita dell'economia nel breve periodo, ma era anche alla base di molti dei problemi di lungo periodo dell'economia, come l'insufficienza della formazione di capitale da parte delle imprese, le collegate riduzioni della produttività e dei redditi reali dei lavoratori americani, e la vulnerabilità del dollaro sui mercati valutari¹²⁷.

La Fed. Res decideva dunque di condurre una politica monetaria di taglio decisamente restrittivo poiché riteneva che, indipendentemente dalle cause iniziali dell'inflazione, essa si poteva perpetuare solo se l'espansione monetaria permetteva un più alto livello di spesa in termini monetari; la politica monetaria doveva perciò aumentare il suo grado di restrizione. Se nel corso dell'80 si fossero manifestate tendenze recessive, con l'indebolimento della domanda di moneta e di credito e la riduzione dei tassi di interesse che ne sarebbero derivati si sarebbe facilitata l'uscita dalla recessione; mentre, se l'inflazione si fosse mantenuta a livelli elevati, i controlli sulla moneta e sul credito avrebbero comportato crescenti tensioni sui mercati finanziari e quindi un'ulteriore restrizione della domanda aggregata. A differenza dell'anno precedente, si metteva perciò in evidenza che, una volta fissati i tassi di crescita di moneta e credito, e nell'ipotesi di un determinato rapporto col reddito monetario, quanto più l'inflazione

¹²⁶ La situazione di estrema instabilità nel medio Oriente - rivoluzione in Iran nel '78 con contrazione delle esportazioni iraniane di petrolio nel '79 e secondo shock petrolifero, sequestro dei componenti dell'Ambasciata americana a Teheran e minaccia delle autorità iraniane di ritirare i fondi detenuti presso le banche americane con conseguente congelamento delle attività iraniane da parte degli S.U., occupazione della Grande Moschea a La Mecca da parte degli integralisti islamici e invasione dell'Afghanistan da parte dei Russi - gettava molta incertezza sull'andamento del prezzo del petrolio e aveva portato il prezzo dell'oro in gennaio a livelli elevatissimi facendo temere per le sorti del dollaro.

¹²⁷ Cfr. Mon. Pol. Rep. to Congress del febbr. '80, FRB march. '80, p. 177.

sarebbe stata restia a decelerare, quanto meno avrebbe potuto espandersi il reddito reale.

Nello stesso Monetary Policy Report to Congress si auspicava una collaborazione da parte della politica fiscale (una politica fiscale espansiva avrebbe complicato notevolmente il raggiungimento degli obiettivi suindicati, oltre a creare incertezza nelle aspettative del pubblico sulla determinazione dei pubblici poteri a combattere seriamente l'inflazione) e da parte di lavoratori e imprese, con una moderazione nelle richieste salariali e nella fissazione dei prezzi.

Nei Monetary Policy to Congress del febr. '81 e del febr. '82, la Federal Reserve, pur continuando a riaffermare la propria determinazione nel voler mantenere una notevole restrizione nel tasso di crescita di moneta e credito, ha riconosciuto che, per convincere le forze sociali che le loro richieste inflazionistiche non sarebbero più state accettate, si stavano rivelando in certa misura indispensabili dei sacrifici in termini di mancata espansione economica e disoccupazione. A testimonianza delle grosse difficoltà incontrate nel combattere le forze inflazionistiche, nel Mon. Pol. to Congress del febr. '81 si è sostenuto che: *“La crescita della moneta e del credito dovranno essere ridotti a un tasso consistente con la crescita di lungo periodo della capacità della nazione di produrre a prezzi ragionevolmente stabili. Realisticamente, data la struttura dell'economia, con le rigidità delle relazioni contrattuali e i ritardi naturali nel processo d'aggiustamento, quel tasso dovrà essere raggiunto in un periodo di più anni se si vogliono evitare severe contrazioni nella produzione e nell'occupazione”*¹²⁸.

Sono anche aumentate le preoccupazioni della Federal Reserve relative all'aumento del deficit federale conseguente ai tagli delle imposte decisi dalla nuova amministrazione Reagan non associata ad uno stretto controllo della spesa pubblica. Con l'inflazione ancora elevata, un forte aumento del deficit federale avrebbe sostenuto fortemente la domanda di moneta e credito; associandosi con una politica monetaria molto restrittiva, ne sarebbero derivati alti tassi di interesse, con effetti depressivi sulla crescita economica. Oltretutto, l'aumento del deficit federale non contribuiva certamente a migliorare le aspettative inflazionistiche; le previsioni poco ottimistiche al suo riguardo si traducevano in tassi di interesse reali a lungo termine molto sostenuti nei mercati finanziari. Nello stabilire i suoi obiettivi per l'82, la Federal Reserve, dopo che nell'81 si erano avuti i primi segni di una riduzione dell'inflazione, oltre a decidere di mantenere un adeguato grado di restrizione per accrescere la sua credibilità nella lotta all'inflazione e per permettere una ripresa non inflazionistica, ha sostenuto che: *“La velocità con cui il trend della crescita monetaria può essere ridotto senza indesiderati effetti di breve periodo sull'andamento del sistema economico dipende, in parte, dalla credibilità delle politiche anti-inflazionistiche e dai loro effetti sulle aspettative relative ai prezzi così come da altre forze influenzanti i tassi di interesse e la domanda sul mercato del credito, tra cui riveste particolare importanza la posizione del governo federale”*¹²⁹. Secondo la Federal Reserve bisognava impedire, nel 1982, che la ripresa dalla recessione potesse associarsi ad un'aumentata inflazione, com'era avvenuto in analoghe fasi cicliche. Malgrado la politica fiscale espansiva ridotte aspettative inflazionistiche avrebbero comportato un calo nei tassi di interesse reali a lungo termine, favorendo così la ripresa, con effetti positivi sugli investimenti e sulla spesa per abitazioni.

¹²⁸ Cfr. FRB, march '81, p. 205.

¹²⁹ Dal Mon. Pol. Rep. to Congress del febr. '82, in FRB del marzo '82, p. 132.

2) Il controllo monetario durante l'esperimento monetarista: la volatilità dei tassi di interesse

Tab. 2

	'80	'81	'82
M1a	3,5 - 6 (6,3)*		
M1b	4 - 6,5 7,3 (6,7)*	3,5 - 6 2,3	2,5 - 5,5 8,7
M2	6 - 9 9,8	6 - 9 9,4	6 - 9 9,5
M3	6,5 - 9,5 9,9	6,5 - 9,5 11,4	6,5 - 9,5 10,4
Ca	6 - 9 8	6 - 9 8,8	6 - 9 7,1

* dati aggiustati per lo spostamento di fondi verso ATS e nows accounts

Malgrado la ridefinizione degli aggregati monetari, l'adozione delle nuove procedure operative e la particolare enfasi posta dalla Fed. Res nel controllo degli aggregati monetari, nel triennio dal 1980 al 1982 le bande-obiettivo fissate per M1b, M2 e M3 non furono centrate nemmeno una volta; solo nel 1980 il tasso di crescita di M1a (non aggiustato) cadde all'interno della banda-obiettivo.

Quasi sempre gli aggregati monetari crebbero a tassi superiori rispetto al limite massimo stabilito, né tantomeno dimostrarono una tendenza a decrescere. Ciò avvenne in concomitanza con tassi di crescita degli aggregati monetari assai oscillanti nel più breve periodo (soprattutto nel 1980), parallelamente ad una fortissima volatilità dei tassi di interesse, che si mantennero mediamente a livelli molto alti.

L'esperienza del 1980, primo anno di applicazione delle nuove procedure operative, è assai emblematica, così come quella del 1981.

I tassi di crescita degli aggregati monetari nell'80 furono il risultato di andamenti assai eterogenei, durante i diversi periodi dell'anno, dovuti a vari fattori tra cui le speciali restrizioni sul credito applicate nel secondo trimestre e il Monetary Control Act del marzo '80, che autorizzava l'emissione di Now accounts a livello nazionale per l'inizio dell'81. La stessa elevata fluttuazione dei tassi di interesse era certamente collegata all'esercizio della nuova procedura

operativa, di cui ora si poteva valutare il primo anno di funzionamento. Nel primo trim. dell'anno, col sistema economico ancora abbastanza in crescita e con l'aggravarsi delle aspettative inflazionistiche (a causa dell'aumento del prezzo del petrolio alla fine del '79, delle tensioni internazionali, e delle prospettive di aumento del deficit federale dovuto ad un incremento delle spese per la difesa) i tassi di interesse aumentarono fortemente per il tentativo compiuto dalla Federal Reserve di mantenere i tassi di crescita degli aggregati monetari all'interno degli obiettivi prefissati. Con lo stock di moneta che tendeva a crescere oltre gli obiettivi di breve periodo del Fomc (relativi all'intervallo tra un meeting e l'altro) aumentava il ricorso delle istituzioni di deposito alla discount window; per mantenere la crescita delle riserve all'interno del sentiero prefissato (sulla base del moltiplicatore riserve/moneta stimato) veniva ridotto l'ammontare di riserve fornito attraverso le operazioni di mercato aperto (nonborrowed reserves): la restrizione veniva intensificata con incrementi nel tasso di sconto (dal 12 al 13% in febbraio) e l'introduzione a metà marzo di una penalità di 3 punti percentuali in caso di frequente ricorso alla discount window da parte delle grandi banche. Ne derivò un notevole incremento dei tassi di interesse (in particolare del federal funds rate, che aumentò dal 14% all'inizio dell'anno a circa il 19% nella prima settimana di aprile). Malgrado la crescita leggermente negativa delle riserve totali nel 1° trim., il tasso di crescita di M1a e M2b fu abbastanza in linea con gli obiettivi di breve periodo e all'interno delle bande-obiettivo di più lungo periodo grazie alla crescita dei rispettivi moltiplicatori che compensò quella negativa delle riserve totali. Nel 2° trim. dell'anno la situazione cambiò completamente, con una caduta dell'attività economica decisamente superiore alle previsioni, accentuata dalle speciali restrizioni sul credito (soprattutto per la confusione da esse provocata) messe in atto dal Board of Governors a partire dal 14 marzo. Ne derivò una forte caduta nella domanda di moneta; la Federal Reserve si trovò a dover immettere nel sistema nonborrowed reserves per fronteggiare i rimborsi dei debiti accesi in precedenza dalle banche attraverso la discount window, allo scopo di mantenere un'offerta di riserve totali compatibile con una più elevata crescita degli aggregati monetari: tutto l'opposto rispetto al trimestre precedente. Nel 2° trim. il tasso di crescita delle nonborrowed reserves fu pari al 30,3%; le riserve totali però diminuirono leggermente per la forte riduzione dell'indebitamento delle banche nei confronti delle Federal Reserve Banks; coi moltiplicatori delle riserve di M1a e M1b che diminuivano, il tasso di crescita di M1a e M1b in quel trimestre non poté che essere negativo, rispettivamente -1,9 e -0,3% (tassi annuali), completamente al di fuori degli obiettivi di breve periodo del Fomc. Nel 2° trim., come si può immaginare, il tasso sui fondi federali praticamente crollò, passando dal 19% all'inizio di aprile a circa il 9% alla fine di giugno. Il declino dei tassi di interesse nel 2° trim. era dovuto in parte ad una certa riduzione nelle aspettative inflazionistiche, ad una forte caduta dell'attività economica che portò ad un'altrettanto forte caduta nella domanda di moneta, ed agli sforzi della Federal Reserve per mantenere il tasso di crescita dell'offerta di moneta all'interno del sentiero prefissato.

La contrazione dei tassi di crescita di M1a e M1b fu più elevata di quanto ci si poteva aspettare sulla base delle relazioni storiche tra moneta, reddito e tassi di interesse; si presume che il pubblico, come già era successo dopo precedenti periodi di tassi di interesse molto elevati, abbia cercato di economizzare nella detenzione di saldi liquidi, e che l'elevato rimborso dei debiti da parte del pubblico (soprattutto verso banche) provocato dal programma di controllo sul credito, sia a sua volta avvenuto almeno in parte con una ulteriore riduzione dei fondi liquidi. L'espansione degli aggregati più ampi, M2 e M3, si è invece mantenuta, nella prima metà dell'anno, poco al di sopra del limite minimo della banda-obiettivo (tassi annui pari al 6,5 e 6,75% rispettivamente), riflettendo la rapida crescita delle componenti che pagano tassi di interesse di mercato: quote di fondi mutui del mercato monetario, certificati del mercato monetario a 6 mesi, e certificati di piccolo risparmio a 2 anni e mezzo; la riduzione del tasso di crescita di tali aggregati fu perciò essenzialmente dovuta a quella di M1a e M1b. A metà anno anche la crescita del credito bancario, dopo che nel 1° trim. aveva superato il massimo tasso di crescita consentito, si trovava ora decisamente al di sotto del limite inferiore della banda-

obiettivo.

Nel Mon. Pol. Rep. to Congress del luglio '80, quando erano ancora pochi i segni di una possibile ripresa del sistema economico, il Fomc riaffermò le stesse bande-obiettivo per gli aggregati monetari fissate in febbraio, però riconobbe che se fosse perdurato l'eccezionale calo nella domanda del pubblico delle attività comprese in M1a e M1b, il tasso di crescita di quest'ultimo sarebbe probabilmente stato a fine anno vicino al limite inferiore di crescita della banda-obiettivo; a causa della aumentata velocità di circolazione gli effetti economici sarebbero stati corrispondenti a quelli di una maggiore espansione monetaria; ragion per cui a metà anno il Fomc optò per una politica di ritorno più graduale della crescita di M1b all'interno della banda-obiettivo prefissata, anche in relazione alla relativa forza degli aggregati più ampi.

In quel momento la Federal Reserve era criticata da più direzioni: da parte di coloro che concentravano la loro attenzione sull'andamento degli aggregati monetari come indicatori della politica monetaria essa veniva giudicata fin troppo restrittiva, mentre chi poneva l'accento sull'andamento dei tassi di interesse temeva che la politica monetaria della Federal Reserve stesse diventando inflazionistica proprio per la forte caduta dei tassi di interesse. Non mancavano i problemi dal lato del dollaro, il cui andamento altalenante seguiva quello dei tassi di interesse, per cui ora si temeva un suo forte calo. Oltretutto, se la recessione spingeva nel senso di una politica monetaria decisamente orientata in direzione espansiva, l'ancora assai elevata inflazione costituiva da freno ad una politica di questo tipo.

Di fronte a tali contrapposte critiche e alle contraddizioni poste dagli sviluppi economici, anche in considerazione del fatto che era ancora difficile a metà anno valutare gli effetti sull'andamento degli aggregati monetari dell'Act del marzo '80, la Federal Reserve decise perciò di operare nel senso di un graduale, anziché immediato ritorno del tasso di crescita di M1b all'interno della banda-obiettivo prefissata, con l'avvertimento che ogni inatteso aumento nella velocità di circolazione sarebbe stato bilanciato da una minore crescita di M1.

Gli sviluppi che si ebbero nella seconda metà dell'80 smentirono completamente le aspettative della Federal Reserve. In conseguenza sia della fine dell'eccezionale programma di restrizione del credito al termine del 2° trim. che dei bassissimi livelli cui erano crollati i tassi di interesse si ebbe un'improvvisa forte ripresa dell'attività economica con conseguente forte crescita della domanda di moneta. Di conseguenza, nel 3° trim., i tassi di interesse ripresero a salire vertiginosamente, tendenza che perdurò anche nel 4° trim. Ai primi di dicembre, ad esempio, il Federal funds rate era attorno al 18%, rispetto ad un 9% alla fine di giugno. La forte crescita nei tassi di interesse, oltre ad essere provocata dalla ripresa dell'attività economica, fu accentuata dal tentativo della Federal Reserve di mantenere, in presenza degli aumenti della domanda di moneta, la crescita monetaria nell'ambito dei sentieri prefissati. Fatto sta che, malgrado il declino dei moltiplicatori, e le nonborrowed reserves che aumentavano di pochissimo, il forte ricorso alla discount window rese possibile una crescita di M1a e M1b pari rispettivamente al 13,4% e al 16,4% nel 3° trim. e, sebbene inferiore nel 4° trim., ancora, decisamente oltre sia agli obiettivi di breve periodo che di lungo periodo.

Mentre i tassi di crescita di lungo periodo (annuali) soprattutto di M1a e M1b non furono molto lontani dal margine superiore delle loro bande-obiettivo, nel breve periodo la Federal Reserve ebbe assai scarso successo nel cercare di mantenere la crescita degli aggregati monetari vicino ai sentieri programmati quali obiettivi di breve periodo.

Nel breve periodo, perciò, uno stretto controllo degli aggregati monetari si rivelò praticamente impossibile, e nel lungo periodo si cadde vicino alle bande-obiettivo prefissate solo come media di tassi di crescita di breve periodo tra loro profondamente diversi. Oltretutto, l'elevata oscillazione dei tassi di crescita monetari si accompagnò ad un'altrettanto notevole volatilità dei tassi di interesse.

Malgrado le critiche ricevute dalla Federal Reserve per aver permesso una tale oscillazione

negli aggregati monetari, bisogna considerare che essa fu la conseguenza di ampi e, in certa misura, imprevisi spostamenti nella domanda di moneta. Vista l'entità di tali disturbi era praticamente impossibile per la Federal Reserve garantire un tasso di crescita costante della moneta, ed anzi il tentativo di reagire ancora con maggiore intensità agli spostamenti nella domanda di moneta avrebbe comportato più ampie oscillazioni nei tassi di interesse. Per esempio, un'ulteriore offerta di nonborrowed reserves nel 2° trim. difficilmente avrebbe potuto provocare un aumento dell'offerta di moneta; piuttosto, l'aumento di riserve totali si sarebbe tradotto in buona parte in aumento delle excess reserves delle istituzioni di deposito (con conseguente declino del moltiplicatore monetario), sia per i più bassi tassi di interesse che ne sarebbero derivati che per le difficoltà ad accrescere il credito concesso. Oltretutto, se nel 2° trim. i tassi di interesse fossero scesi in misura maggiore, ne sarebbe derivato un incremento ben più forte della domanda di moneta nel 3° trim., che avrebbe richiesto maggiori innalzamenti dei tassi di interesse per farvi fronte.

Soprattutto nel 3° e nel 4° trim., se la Federal Reserve avesse reagito con maggior forza all'eccessivo aumento della crescita monetaria, ne sarebbe derivato un ulteriore aumento dei tassi di interesse, che già avevano raggiunto livelli elevatissimi.

Il 1981 era iniziato con il tasso sui fondi federali a livelli record. La debole domanda di M1b che ben presto si manifestò portò alla fornitura di un ammontare relativamente ampio di nonborrowed reserves durante il 1° trim. Ne derivarono pressioni verso il basso sul tasso sui fondi federali, che dal 19,5% della fine di dicembre si ridusse, per la fine di marzo, al 13,5%, e una notevole riduzione dell'indebitamento delle istituzioni di deposito presso la discount window. In aprile, di fronte all'improvvisa accelerazione della crescita di M1b (aggiustato) e di M2, la Federal Reserve, temendo una ripresa durevole della crescita degli aggregati monetari, reagì con forza. L'offerta di nonborrowed reserves declinò ad un tasso annuale del 12% in aprile e maggio, facendo lievitare il Federal funds rate al 18,7% per la fine di maggio; l'aumento del ricorso alla discount window non fu sufficiente a compensare la diminuita disponibilità di nonborrowed reserves, anche se il moltiplicatore monetario aumentò permettendo un tasso di crescita di M1b nel 2° trim. pari al 5,3%. All'inizio di maggio anche il tasso ufficiale di sconto era stato aumentato dal 13% al 14% ed era stata imposta una penalità pari a ben 4 punti percentuali in caso di frequente ricorso al prestito di ultima istanza delle Federal Reserve Banks (discount-window).

M1b aumentò perciò nel primo semestre molto di meno rispetto a quanto ci si poteva aspettare sulla base delle relazioni storiche tra moneta, reddito e tassi di interesse. A metà anno il Fomc, sulla base della considerazione che tale fenomeno poteva riflettere un durevole cambiamento nel cash management di singoli e imprese legato allo svilupparsi di mezzi alternativi in cui detenere i fondi liquidi, oltre a mantenere le stesse bande-obiettivo fissate all'inizio dell'anno, prevede che il tasso di crescita di M1b per l'81 poteva cadere in prossimità del limite inferiore della propria banda-obiettivo. Tale andamento era visto favorevolmente dopo anni in cui ci si era trovati di fronte al problema dell'eccessiva crescita di M1, considerata anche l'elevata crescita degli aggregati monetari più ampi. La decisione di far cadere il tasso di crescita di M1b all'interno della banda-obiettivo fissata originariamente comportava però una sua accelerazione nella parte restante dell'anno, tanto è vero che la Federal Reserve si trovò a dover espandere le nonborrowed reserves allo scopo di mantenere un'adeguata crescita monetaria in corrispondenza ad una diminuzione nella domanda di moneta e credito per il rallentamento dell'attività economica. Nei 6 mesi fino alla fine di novembre le nonborrowed reserves aumentarono ad un tasso annuale del 13,2%. Per la ridotta domanda di moneta declinò notevolmente anche il tasso sui fondi federali, che alla fine di novembre era inferiore al 12,5%. Malgrado la riduzione di 2 punti (in settembre e all'inizio di dicembre) del tasso ufficiale di sconto cadde fortemente il ricorso alla discount window. Mediamente la crescita di M1b nella seconda parte dell'anno fu pari a quella del primo semestre, cioè ben al di sotto della banda-obiettivo; l'aumento delle nonborrowed reserves fu compensato in parte da un minor ricorso alla

discount window e in parte da una riduzione del moltiplicatore monetario¹³⁰.

La crescita dei M1b si rafforzò solo negli ultimi due mesi dell'anno, sia per l'elevata caduta dei tassi di interesse a breve termine a partire dall'estate e sia per uno spostamento delle preferenze del pubblico a favore di attività molto liquide in una situazione caratterizzata da crescente incertezza economica e finanziaria.

In questo biennio di politica monetaria fortemente restrittiva i tassi di interesse, oltre a dimostrare una elevata volatilità, si innalzarono notevolmente rispetto agli anni precedenti. Dall'ottobre '79 in poi, cioè a partire dall'adozione delle nuove procedure operative, essi divennero decisamente positivi in termini reali, a dimostrazione che la politica monetaria aveva fortemente accentuato il suo grado di restrizione. Prendendo come indice dei prezzi il deflatore del PNL, nel 1980 mediamente i tassi sia a breve che a lungo termine furono positivi, in termini reali, di almeno 2,5 punti percentuali. Da rilevare, oltre ai forti aumenti dei tassi a breve (col tasso sui fondi federali a livelli intermedi – 13,4% – rispetto al tasso ufficiale di sconto e i buoni del Tesoro a 3 mesi da una parte – meno del 12% – e il prime rate dall'altra – 15,3% – quelli ancora più forti dei tassi a lunga. Sia il tasso sulle obbligazioni delle società di prima categoria che quello sui buoni del Tesoro a 10 anni crebbero più di 2 punti percentuali rispetto al '79, mentre nel '77 e nel '78 non erano cresciuti più di un punto all'anno.

L'ulteriore incremento dei tassi di interesse nell'81, oltre a rispecchiare la forte restrizione esercitata dalla politica monetaria fu anche la conseguenza dell'aumento del deficit federale e della forte domanda di credito da parte dei settori non finanziari privati (nei primi 3 trim. dell'anno il PNL reale era cresciuto ad un tasso annuale del 2,4%).

I tassi di interesse a breve termine nel 1981 seguirono le orme del tasso sui fondi federali: in declino nel 1° trim., in deciso aumento in primavera, e poi in calo da metà anno in poi. Mediamente però essi aumentarono anche di 3 punti percentuali rispetto al 1980. Addirittura il prime rate aumentò mediamente nell'81 del 3,5%. I buoni del Tesoro a 3 mesi passarono al 14% rispetto all'11,4% dell'80. Tale aumento dei tassi di interesse nominali si trasferì completamente in quelli reali poiché, a parte un aumento dello 0,5% del deflatore del PNL, tutti gli altri indici dei prezzi diminuirono. Anche i tassi di interesse a lungo termine fecero registrare mediamente aumenti superiori al 2%. I buoni del Tesoro a 10 anni in media pari al 13,9% nell'81. Sia i tassi a breve che quelli a lungo termine raggiunsero, in termini reali, valori tra il 4,5% e il 5%.

Nel 1982 i controlli sugli aggregati monetari furono perseguiti in maniera molto diversa rispetto ai 2 anni precedenti: pur continuando ad utilizzare (fino all'ottobre dell'82) le procedure operative adottate nell'ottobre del '79, in Fomc agì con uno spirito che era molto più vicino a quello degli anni a venire, caratterizzato cioè dalla minor importanza assegnata al ruolo degli aggregati monetari e da un ritorno (sebbene con un atteggiamento molto diverso rispetto al passato) ai tassi di interesse come principale obiettivo intermedio della politica monetaria

3) Il mancato conseguimento degli obiettivi intermedi

L'innovazione finanziaria e la deregolamentazione, e le nuove tecniche di cash management (che venivano incentivate dall'elevatezza dei tassi di interesse e rese possibili dalla stessa creazione di nuovi strumenti finanziari) complicarono terribilmente il compito della Federal Reserve Proprio quando essa concentrò la sua azione sul mantenimento di tassi di crescita degli aggregati monetari all'interno delle bande-obiettivo prefissate, i suddetti sviluppi resero

¹³⁰ Cfr. Ralph C. Bryant: "Controlling money. The Federal Reserve and its critics", The Brookings Institution, '83, p. 58-9.

estremamente difficile sia la fissazione delle bande-obiettivo che il loro rispetto, nonché l'interpretazione del comportamento degli aggregati monetari. Se la Federal Reserve avesse reagito con ancora maggior forza alle deviazioni degli aggregati monetari dai sentieri di crescita prefissati, ne sarebbe derivato un ulteriore incremento dell'oscillazione dei tassi di interesse, con effetti assai negativi sia sul sistema finanziario che sull'economia reale.

Le grosse difficoltà incontrate nel controllo degli aggregati monetari furono particolarmente evidenti per quanto riguarda gli aggregati ristretti: M1a e M1b. Essi furono entrambi sottoposti a controllo nel 1980; poi, nell'81, venne abbandonato il controllo di fila, sostituito dal nuovo aggregato M1b, che doveva meglio rappresentare la domanda di moneta a scopo di transazione. In questo biennio l'ampiezza delle bande-obiettivo per M1a e M1b fu di 2,5 punti percentuali, inferiore rispetto ai 3 punti percentuali per M1a di un anno prima, ed anche rispetto alle bande-obiettivo per M2 ed M3. Si tornava cioè a dare primaria importanza agli aggregati monetari ristretti, ritenendo che l'introduzione delle nuove procedure operative e delle nuove definizioni degli aggregati sarebbero state in grado di garantire una maggiore efficienza del controllo monetario.

Il comportamento di M1a e M1b fu influenzato molto più del previsto, nel 1980, dagli spostamenti di fondi verso gli ATS e i Now accounts; ci si aspettava che i tassi di crescita dei 2 aggregati divergessero solo dello 0,5%, in conseguenza dei prelievi di fondi dai depositi a domanda (con effetto depressivo su M1a) e dai depositi a risparmio verso gli ATS e Now accounts (con effetto espansivo su M1b). In realtà, con l'autorizzazione da parte del Monetary Control Act dell'80 dell'uso a livello nazionale dei Now accounts (dal 31/12/80), strumento che permetteva alle thrift institutions di aumentare la propria competitività nei confronti delle banche commerciali (dal lato della raccolta), quest'ultime incominciarono a promuovere più vigorosamente l'uso degli ATS. Un esempio si può avere considerando che M1a, tra il 4° trim. del '79 e il 4° trim. dell'80, aumentò del 5%, decisamente all'interno della banda-obiettivo, mentre M1b crebbe del 7,3%, ben al di sopra del limite superiore della sua banda-obiettivo. Se però si tiene conto dell'effetto distorsivo prodotto dallo spostamento di fondi verso gli ATS e Now accounts abbiamo rispettivamente un tasso di crescita del 6,3% e del 6,7%, quindi entrambi poco al di sopra delle rispettive bande-obiettivo: un ribaltamento repentino rispetto all'andamento fino alla fine del 2° trim. e malgrado la restrizione adottata.

Ricordiamo che per M1a era stata fissata una banda-obiettivo tra il 3,5% e il 6%, superiore rispetto a quella fissata per il '79, ma abbastanza in linea con la revisione apportata negli ultimi mesi del '79 (3-6%); M1a¹³¹ era aumentato nel '79 del 5,5%. L'aumento del grado di restrizione andava inteso nel senso che nel '79 si era calcolato che il trasferimento di fondi verso gli ATS e Now accounts avesse ridotto il tasso di crescita di M1a di circa 1,25 punti percentuali. Nell'80 ci si aspettava che tale trasferimento avrebbe avuto un impatto minimo sull'andamento di M1a poiché ormai esso doveva essere quasi completato, cosicché un tasso di crescita inferiore al 6% avrebbe significato una maggiore stretta monetaria rispetto ad un 5,5% nel '79.

Per la prima volta era stata fissata una banda obiettivo per M1b: dal 4 al 6,5%. Il tasso di crescita al centro di tale banda era del 5,25%, decisamente al di sotto del tasso di crescita nel '79, pari al 7,3%¹³².

¹³¹ Precedentemente definita M1.

¹³² Nel fissare le bande-obiettivo per M1a e M1b il Fomc stabilì che se durante l'anno i Now accounts fossero stati autorizzati a livello nazionale si sarebbe dimostrato necessario ridurre corrispondentemente la banda-obiettivo di M1a per tenere conto del trasferimento di fondi dai depositi a domanda verso i Now accounts; invece la banda-obiettivo di M1b avrebbe dovuto essere rivista verso l'alto in misura corrispondente all'afflusso di

Nel secondo anno di applicazione delle nuove procedure operative si fissò per M1b una banda-obiettivo tra il 3,5 e il 6%, 0,5 punti percentuali in meno rispetto al 1980. In considerazione della crescita effettiva di M1b nell'80, corretta per l'effetto prodotto dallo spostamento di fondi verso ATS e Now accounts, si puntò a far decelerare la sua crescita di più di mezzo punto percentuale. La banda-obiettivo per M1b, a differenza dell'80, fu fissata senza tenere conto dell'impatto prodotto dallo spostamento di fondi verso i cd. interest bearing checkable deposits¹³³; ciò era dovuto al fatto che nel meeting tenuto dal Fomc nel febr. '81 risultava estremamente difficile quantificare l'effetto dell'estensione dell'uso dei Now accounts a livello nazionale (dal 31/12/80) stabilita dal Monetary Control Act del marzo '80. La Federal Reserve si riservava cioè di spostare di volta in volta la banda-obiettivo di M1b in relazione alle stime man mano disponibili sullo spostamento di fondi verso i Now accounts; ci si aspettava che questo fenomeno avrebbe provocato una notevole divergenza nei tassi di crescita di M1a e M1b (come era già avvenuto nell'80 per la forte crescita degli ATS, sebbene ora il trasferimento di fondi doveva essere quantitativamente molto più ampio); mentre il movimento di fondi dai depositi a domanda verso i Now accounts avrebbe provocato una contrazione nella crescita di M1a, i fondi provenienti dai depositi a risparmio¹³⁴ e da altre attività avrebbero ulteriormente accentuato la crescita di M1b. La Federal Reserve, sapendo bene che le stime relative all'intensità di tali fenomeni distorsivi potevano benissimo essere smentite dallo svolgersi dei fatti, preferiva riservarsi di modificare la banda-obiettivo di M1b una volta conosciuta con più esattezza l'ampiezza di tali fenomeni. Infatti, nel corso dell'81 lo spostamento di fondi verso i Now accounts, dopo essere stato molto elevato all'inizio dell'anno, fu molto inferiore alle previsioni iniziali del Fomc per riprendersi in certa misura a fine anno come conseguenza del peggioramento delle aspettative sull'andamento dell'attività economica.

Comunque M1b, corretto per gli spostamenti di fondi verso i Now accounts, aumentò nell'81 solo del 2,3% circa, ben 1,2 punti percentuali al di sotto del limite inferiore della banda-obiettivo. Come già accennato, questo basso tasso di crescita rifletteva un imprevisto cambiamento nel cash-management di famiglie e imprese (per esempio economizzare l'uso dei depositi compresi in M1b), che faceva aumentare in misura corrispondente la velocità di circolazione di M1b. Ancora una volta il Fomc non fu in grado di fare cadere il tasso di crescita di M1b all'interno della banda-obiettivo prefissata.

La crescita di M2 superò costantemente il limite superiore della propria banda-obiettivo, crescendo rispettivamente, nel 1980 e nel 1981, del 9,8 e del 9,4%. Le bande-obiettivo fissate dal Fomc per M2 furono comprese in entrambe gli anni tra il 6 e il 9%. M2 (secondo le nuove definizioni) era cresciuto dell'8,8% nel '79; in considerazione della crescente popolarità dei depositi liberi da vincoli sui tassi di interesse compresi in M2, il Fomc riteneva che una crescita di M2 in qualche misura al di sotto del tasso di crescita del '79 fosse già un buon risultato. Per gli stessi motivi, in considerazione della forte crescita di M2 nel 1980, il fatto di lasciare invariata la banda-obiettivo per l'81 stava a significare una conduzione della politica monetaria in senso ancora decisamente restrittivo.

Mentre giustamente il Fomc aveva previsto che M2 sarebbe stato assai poco influenzato dagli spostamenti di fondi verso gli ATS e i Now accounts, in quanto essi avvenivano in buona parte tra le diverse componenti di M2, quel che colpisce è il fatto che, malgrado la crescente restrizione nella politica monetaria, M2 aumentò ad un tasso superiore a quello dei due anni

fondi verso questi depositi.

¹³³ Depositi fruttiferi sui cui si possono emettere assegni: essenzialmente Now accounts e ATS (su questi ultimi non si possono emettere assegni ma praticamente assolvono la stessa funzione).

¹³⁴ Specialmente depositi a risparmio altamente liquidi e con interessi relativamente bassi (compresi in M2).

precedenti; ciò, come rilevato poco sopra, fu la conseguenza dell'introduzione in M2 di attività che offrivano tassi di interesse in linea con quelli di mercato (i certificati del mercato monetario a 6 mesi, le quote di fondi mutui del mercato monetario e i certificati del piccolo risparmio 2 anni e messo, tutte comprese in M2). Per dare un'idea dell'importanza dei tre strumenti suddetti, mentre a fine '79 essi costituivano il 28% delle componenti non di tipo transattivo comprese in M2, a fine '80 tale quota era salita al 45%. Soprattutto nell'81, se si considera l'assai ridotta crescita della componente di M2 costituita da M1b, si comprende quando sia stata elevata quella delle componenti non a scopo di transazione, costituite per i tre quarti dai MMMFs (aumento del 140% nell'81). Anche la componente dei piccoli depositi a termine ha accresciuto la propria competitività in seguito all'eliminazione dei tetti sui tassi di interesse¹³⁵.

Nei passati periodi di alti tassi di interesse, quando tali strumenti non esistevano, M2 decelerava notevolmente per la disintermediazione che colpiva le istituzioni di deposito in generale e quelli di risparmio in particolare, in quanto le attività che esse potevano offrire erano sottoposte a tetti dei tassi di interesse. Essi facevano così diminuire l'elasticità della domanda di M2 al tasso di interesse.

Per quanta riguarda in particolare i MMMFs, essi sebbene in misura ridotta, vengono anche detenuti a scopo di transazione per il loro elevato grado di liquidità; si calcola perciò che essi abbiano ridotto direttamente di circa un punto percentuale la crescita di M1b; ma ci può anche essere stato un effetto indiretto, nel senso che la potenziale disponibilità di tali attività altamente liquide può aver facilitato la minore richiesta di depositi a domanda e di Now accounts. In altre parole i MMMFs, in conseguenza del fatto che offrono tassi di interesse in linea con quelli di mercato e per la loro elevata liquidità possono essere annoverati tra quelle attività finanziarie che hanno spinto il pubblico a riconsiderare le tecniche di cash management a favore delle attività comprese in aggregati monetari più ampi. Alla luce dei motivi che provocarono una crescita di M1b al di sotto della propria banda-obiettivo e, viceversa, una crescita di M2 oltre i limiti stabiliti, si può comprendere l'errore del Fomc il quale, all'inizio dell'81, aveva ritenuto che, in considerazione della crescente popolarità delle componenti non a scopo di transazione di M2 che pagano tassi di interesse legati a quelli di mercato, se la crescita di M1b (aggiustato per gli spostamenti di fondi verso i Now accounts e altri chekable deposits) fosse stata nell'81 al centro della banda-obiettivo, la crescita dei M2 si sarebbe collocata probabilmente nella parte superiore della sua banda-obiettivo.

Le bande-obiettivo per M3, che ora comprendeva la maggior parte della passività delle istituzioni di deposito e i money market mutual funds (MMMFs), restarono fissate in entrambi gli anni tra il 6,5 e il 9,5%, contro una crescita di M3 nel '79 pari al 9,5%. Gli obiettivi furono puntualmente mancati, poiché M3 crebbe, nel 1980 e '81, rispettivamente del 9,9% e dell'11,4%.

Nell'80 la forte crescita di M3 si ebbe soprattutto in conseguenza di quella di M2, e in parte per la necessità delle istituzioni di deposito di far fronte alla sostenuta domanda di credito a breve termine da parte delle imprese; in quell'anno il credito bancario aumentò ad un tasso dell'8% a fronte di una banda di controllo compresa tra il 6 e il 9%. A conferma dell'assenza della disintermediazione delle istituzioni di deposito si può notare che nell'80 le banche commerciali fornirono a tutti i settori la stessa quota di credito del '79, mentre la quota delle thrift institutions aumentò addirittura, seppure di poco.

Nell'81 fu soprattutto l'elevata crescita del credito bancario, +8,8%, assai vicino al limite superiore della banda-obiettivo (6-9%), frutto in buona parte della forte crescita dei prestiti alle imprese, a determinare un aumento di M3 superiore di ben 1,9 punti percentuali al limite massimo consentita.

¹³⁵ Tale modifica della struttura regolatoria rientrò nel più ampio processo di graduale eliminazione della Regulation Q previsto dal Monetary Control Act dell'80.

Il Fomc si aspettava una minor crescita del credito bancario, nella previsione di un maggior ricorso delle imprese all'indebitamento a lunga. Invece, mentre i tassi di interesse a breve termine, sebbene con un notevole grado di volatilità, si mossero verso il basso nel corso dell'81, quelli a lungo termine aumentarono sostanzialmente (anche se ci fu una certa riduzione verso la fine dell'anno), in risposta ad aspettative di crescenti tensioni sui mercati del credito frutto di previsti elevati deficit federali e di scetticismo sul successo dei programmi antiinflazionistici. Gli alti livelli dei tassi di interesse sulle obbligazioni che si registrarono per la maggior parte dell'anno spinsero così le imprese ad indebitarsi a breve termine, soprattutto nelle forme di prestiti bancari e di carta commerciale.

Le istituzioni di deposito riuscirono a far fronte alla forte domanda di credito grazie soprattutto alla sostanziale emissione di large CDs e ricorrendo anche ad altre managed liabilities, che portarono così al forte aumento di M3 di cui s'è detto.

4) La fine dell'esperimento monetarista

A partire dalla determinazione della banda-obiettivo per M1 nel febr. dell'82, alla maniera in cui fu esercitato il controllo degli aggregati monetari nel corso di quell'anno, per culminare poi, in ottobre, nell'adozione di nuova procedura operativa, la Federal Reserve manifestò sempre più esplicitamente la decisione di abbandonare l'approccio adottato nell'ottobre del '79. Le informazioni fornite dagli aggregati monetari (soprattutto M1), soggetti a frequenti e assai spesso impreviste variazioni della velocità di circolazione, a seguito dei processi di innovazione finanziaria e deregolamentazione e dei mutamenti delle preferenze del pubblico verso le diverse attività finanziarie, risultavano sempre meno attendibili per la conduzione della politica monetaria. Accanto al loro andamento, la Federal Reserve era sempre più costretta a tenere conto di altri fattori, tra cui innanzitutto la forza della crescita economica, le tendenze dimostrate dai tassi di interesse a breve termine e l'andamento del dollaro, per decidere quale doveva essere il grado di restrizione della politica monetaria.

Per M1 il Fomc fissò, nel febbraio '82, una banda-obiettivo compresa tra il 2,5 e il 5,5%, inferiore rispetto all'anno precedente (rispettivamente di 0,5 punti perc. il limite superiore e dell'1% il limite inferiore) e più ampia dello 0,5%. Il Fomc si aspettava per il 1982 un andamento più normale di M1 in rapporto alla crescita del PNL nominale e, data anche la riduzione della banda-obiettivo rispetto all'anno precedente, il Fomc si aspettava in quell'anno una crescita di M1 nella parte superiore della banda-obiettivo. La riduzione di ben un punto percentuale del limite inferiore era legata alla possibilità che l'innovazione finanziaria, soprattutto con riferimento alle tecniche per economizzare l'uso dei depositi compresi in M1, potesse subire un'improvvisa accelerazione; nell'81 infatti M1 era cresciuto ben al di sotto del limite inferiore della banda-obiettivo. Il fatto che il tasso di crescita di M1 poteva variare rapidamente a causa della crescente disponibilità di un'ampia varietà di strumenti assai simili alla moneta suggerì di dare crescente attenzione anche all'andamento degli aggregati monetari più ampi nella realizzazione della politica monetaria. Il pericolo era cioè che variazioni di M1 potessero dare indicazioni errate sull'andamento del reddito nominale, in quanto semplicemente il frutto di improvvise variazioni della velocità di circolazione. L'esperienza aveva mostrato che M1 poteva variare assai rapidamente in brevi periodi di tempo. Lo stesso forte aumento di M1 alla fine dell'81 e nel gennaio '82 era considerato di carattere temporaneo, non legato ad un cambiamento di fondo della quantità di moneta necessaria per finanziare la crescita del PNL nominale. Non si era ritenuto evidentemente necessario intervenire per ridurre rapidamente il tasso di crescita di M1 all'interno della banda-obiettivo, in considerazione della situazione di

debolezza dell'economia. Del resto il Fomc si aspettava che la velocità di circolazione di M1 potesse ridursi per improvvisi aumenti nella propensione per la liquidità in una situazione caratterizzata da notevole incertezza economica e finanziaria.

Malgrado la recessione, nell'attuazione della politica monetaria il Fomc si trovò di fronte, nell'82, ad aggregati monetari e creditizi che tendevano a crescere ben oltre le bande-obiettivo prefissate. Ciò fu particolarmente vero per M1 il quale, dopo una crescita nel 1° trim. pari ad un tasso annuale del 10,4%, chiuse il primo semestre crescendo ad un tasso annuo del 5,8%, al di sopra del limite superiore della banda-obiettivo (5,5%). Anche la crescita di M2 nel primo semestre fu dello 0,5% oltre la propria banda-obiettivo (6-9%). Dopo un breve declino in luglio, da agosto fino alla fine dell'anno M1 iniziò una rapida crescita, chiudendo l'anno all'8,7% più di 3 punti percentuali oltre la banda-obiettivo. A differenza di quanto era avvenuto nei due anni precedenti ogni qualvolta M1 tendeva a crescere oltre i limiti stabiliti, durante i primi 6 mesi dell'82 il Fomc non adottò una politica decisamente restrittiva per ridurre il tasso di crescita di M1, tanto è vero che il tasso ufficiale di sconto restò invariato al 12% fino a luglio. D'altro lato la Federal Reserve non fornì tutte le nonborrowed reserves necessarie per accomodare tutta la domanda di M1. Così, nei primi 6 mesi dell'82, i tassi di interesse a breve termine a più riprese furono sospinti a livelli assai elevati, tanto è vero che a fine giugno erano perfino leggermente più elevati che a fine '81.

Nella seconda metà dell'82, poi, da luglio ad agosto, nel giro di poco più di un mese il discount rate fu ridotto in più riprese al 10%. A metà dicembre il discount rate era all'8,5% e la sua riduzione nella seconda metà dell'anno era avvenuta in linea con quella degli altri interessi a breve termine. Anche il federal funds rate si ridusse fortemente nella seconda parte dell'anno per la decisa rinuncia da parte della Federal Reserve a mantenere la crescita di M1 all'interno della banda-obiettivo.

Questo comportamento si spiega in conseguenza del fatto che nell'82 la domanda di moneta (soprattutto M1) fu spinta verso l'alto da motivi di tipo precauzionale.

Con la crescita del reddito nominale che risultava assai limitata, la velocità di circolazione di M1 cadde di quasi il 5%. Il Fomc a quel punto non poteva certo adottare, con la recessione in corso, una politica monetaria fortemente restrittiva, anche perché, per la riduzione della velocità di circolazione, veniva a mancare uno stabile rapporto tra obiettivo intermedio e finale della politica monetaria. Il declino della velocità di circolazione nell'82 era decisamente imprevisto dopo il forte incremento dell'81. È vero che un calo della velocità non è così insolito durante una recessione, così come i declini nei tassi di interesse puntano nella stessa direzione, però l'ampiezza e la durata del fenomeno sono stati tali da doverne cercare altrove la spiegazione: vale a dire in una forte domanda di attività liquide da parte del pubblico per l'incertezza nelle aspettative economiche e finanziarie. Tanto è vero che, al livello di M1, vi fu una forte domanda di Now accounts; tali depositi, oltre a servire a scopo di transazione, hanno anche molte delle caratteristiche dei depositi a risparmio (sono fruttiferi), che sono quelli che tipicamente tendono a crescere nelle fasi di incertezza economica. Difatti, oltre ai Now accounts, anche i savings accounts aumentarono notevolmente nel corso dell'82 e ciò, a conferma dell'aumentata preferenza per la liquidità, avvenne in certa misura già nella prima parte dell'anno, quando i tassi di interesse su diversi tipi di investimento alternativo erano ancora assai elevati, e perciò il differenziale di interesse rispetto ai depositi a risparmio era ancora notevole. Mentre in passato, nelle fasi recessive, la velocità di circolazione di M2 si riduceva poiché, con la diminuzione dei tassi di interesse di mercato, conveniva dirottare i fondi verso i depositi a risparmio (sottoposti a tetti nei tassi di interesse), ora, in seguito al processo di deregolamentazione e con l'esistenza dei MMMFs, questo meccanismo aveva perso molta della sua importanza.

Ovviamente, nella seconda parte dell'anno, con la riduzione dei tassi di interesse aumentò l'afflusso di fondi verso i Now accounts ed i depositi a risparmio. Altre attività liquide autorizzate durante l'anno e che subirono subito una forte crescita furono depositi da 7 a 31

giorni e 91 giorni presso le istituzioni di deposito. Anche le quote dei MMMFs registrarono un notevole aumento, per il fatto di possedere un'elevata liquidità e di fornire un tasso di interesse in linea con quelli del mercato monetario. Ne derivò così un aumento di M2 pari al 9,5% (0,5% al di sopra della Banda-obiettivo), con una riduzione della velocità di circolazione di circa il 5,5%.

M3 aumentò del 10,5%, superando il limite superiore della banda-obiettivo di ben 1 punto percentuale. Così, di fronte alla forte domanda di attività altamente liquide e assai remunerative, a scopo precauzionale il Fomc decise di tollerare tassi di crescita degli aggregati monetari al di sopra delle bande-obiettivo. In effetti, il credito concesso dalle banche commerciali aumentò solo più del 7,1% nell'82, vicino al punto centrale della banda-obiettivo fissata dal Fomc. Il rallentamento della crescita del credito concesso alle imprese si ebbe soprattutto nella seconda metà dell'anno quando, con i tassi di interesse a lungo termine finalmente in discesa, le imprese fecero crescente ricorso all'emissione di obbligazioni e ai mercati azionari. Anche i prestiti al consumo si espansero assai debolmente per la difficile situazione finanziaria delle famiglie. Così, con la crescita dei prestiti stagnante le banche, soprattutto verso la fine dell'anno, fecero notevole ricorso all'acquisto di obbligazioni del Tesoro.

Oltretutto a fine anno vi furono degli sviluppi istituzionali che resero ancora più diffide interpretare il movimento degli aggregati monetari, in particolare M1. Di particolare importanza fu l'introduzione stabilita dai Garn-St. Germain Depository Institution Act dell'82, di nuovi strumenti di deposito a disposizione delle banche e delle thrift institutions competitivi con i MMMFs. Dal 14 dic. le istituzioni di deposito furono autorizzate ad offrire money market deposit account (MMDA), che potevano essere utilizzati in una certa misura a scopo di transazione ed erano liberi da tetti nei tassi di interesse; e dall'inizio dell'83 furono autorizzati i Super Now accounts, privi di tetti sui tassi di interesse a differenza dei normali now accounts. Al lato pratico si decise di inserire i Super Now accounts nell'aggregato monetario M1 per la loro elevatissima liquidità anche se, per il fatto di pagare un rendimento libero di qualsiasi vincolo, possiedono anche il carattere di depositi a risparmio. I MMDAS, in quanto solo in parte utilizzabili a scopo di transazione, furono inseriti negli aggregati monetari più ampi. Però, come si vede, sempre più le componenti di M1 potevano essere detenute, oltre che a scopo di transazione, anche per un motivo di investimento, per ottenere una remunerazione, ed anche M2, a sua volta, comprendeva sempre più attività altamente liquide e in notevole misura sostituibili con M1. Inoltre, in ottobre sarebbe giunta a maturazione una notevole quantità di all savers certificates (piccoli depositi a termine compresi in M2) ed era assai difficile prevedere in che misura i detentori avrebbero depositato, anche solo temporaneamente, i loro fondi in attività comprese in M1.

Nell'estrema difficoltà di prevedere in che misura gli spostamenti di fondi derivanti da questi sviluppi (istituzionali e non) avrebbero avuto effetti sia diretti che indiretti su M1, con redistribuzioni di fondi tra depositi detenuti a scopo di transazione e a scopo di risparmio compresi in M1 e negli aggregati più ampi, il Fomc, nel suo meeting di ottobre, decise di dare considerevolmente meno importanza ad M1 nella conduzione della sua politica e di dare più peso al controllo degli aggregati monetari più ampi: M2 e M3.

Già nel meeting di marzo il Fomc aveva deciso di valutare le deviazioni di M1 rispetto alla banda-obiettivo alla luce del comportamento di M2; tale atteggiamento fu riconfermato nel meeting di maggio: *"Date le incertezze collegate alla domanda del pubblico per saldi liquidi, in particolare Now accounts, la maggior parte dei membri ha continuato a ritenere che il comportamento di M1 dovrebbe essere valutato in parte alla luce del comportamento di M2 durante le prossime settimane. Perciò, per esempio, una crescita di M1 in certa misura più rapida potrebbe essere accettata se essa apparisse associata con un continuo desiderio del pubblico di tenere elevati saldi liquidi e con la crescita di M2 vicino al suo tasso di crescita prefissato"*. Nel meeting di ottobre del Fomc, nelle direttive impartite al Manager dell'Open Market Account si stabilirono i sentieri di crescita di breve periodo solo per gli aggregati

monetari M2 e M3, non per M1; e ciò a causa delle grosse incertezze sull'andamento di M1, accentuate nell'ultimo trimestre dell'anno per i motivi indicati.

Nell'82, assieme all'abbandono di M1 come principale obiettivo intermedio della politica monetaria, furono abbandonate anche le procedure operative adottate nell'ottobre '79, la cui applicazione, in quell'anno, avrebbe richiesto un grado di restrizione che non appariva giustificato: la domanda di M1 aumentava per un maggior desiderio di liquidità, ed un maggior tasso di crescita di M1 non avrebbe comportato un aumento delle pressioni inflazionistiche. La Federal Reserve, nel decidere di diminuire il grado di restrizione della politica monetaria, tenne conto, oltre che della recessione in corso, anche dei progressi effettuati nella lotta contro l'inflazione, nonché delle difficoltà nei mercati finanziari nazionali e dell'andamento del dollaro (spinto eccessivamente in alto dagli elevati tassi di interesse).

La Federal Reserve, in ottobre, nell'abbandonare il controllo di M1, diede maggiore enfasi a M2. Questo aggregato, oltre ad essere stato meno influenzato, rispetto a M1, dalla maggiore domanda di attività liquide, aumentò più in linea rispetto alla propria banda-obiettivo rispetto sia a M1 che a M3. Oltretutto, ci si aspettava che gli speciali fattori che avrebbero influenzato il comportamento di M1 nel 4° trim. avrebbero probabilmente avuto un minor impatto sia su M2 che su M3, poiché una grossa parte del flusso di fondi da un'attività all'altra sarebbe avvenuto all'interno di questi aggregati. Per esempio, nella misura in cui i fondi provenienti dagli all savers certificates (compresi in M2) fossero stati indirizzati verso depositi a scopo di transazione compresi in M1, M2 non sarebbe variato. Tuttavia, ci si aspettava che l'introduzione dei MMDAs avrebbe comportato una certa espansione di M2 nella misura in cui i fondi affluenti verso questo nuovo tipo di deposito fossero provenuti da strumenti di mercato, da grandi certificati di deposito e da altre attività non comprese in M2. Questo è ciò che effettivamente accadde alla fine di dicembre dopo l'introduzione di MMDAs, anche in conseguenza della grande pubblicità promossa dalle istituzioni di deposito e dagli alti tassi di interesse offerti inizialmente.

La riduzione dei tassi di interesse a seguito del nuovo approccio seguito dalla Federal Reserve

In relazione al diverso orientamento assunto dalla politica monetaria, i tassi di interesse nell'82 finalmente calarono, soprattutto nella seconda parte dell'anno.

Mentre i tassi a breve termine caddero in media di più di 3 punti percentuali rispetto all'81 (il tasso sui fondi federali e il prime rate addirittura di 4 punti percentuali), i tassi a lungo termine si ridussero in media di circa l'1% e anche di meno (i buoni del Tesoro a 10 anni si ridussero dal tasso medio del 13,9% dell'81 al 13% dell'82, e i tassi sulle obbligazioni delle principali società si ridussero solo dello 0,4% per arrivare al 13,8%).

Se si considera l'analoga riduzione dell'inflazione (il deflatore del PNL fu pari al 6,4%), mentre i tassi di interesse reali a breve termine non subirono grosse modificazioni rispetto all'81, quelli a lungo termine aumentarono. Mentre la fase recessiva e la generale diminuzione delle aspettative inflazionistiche portarono ad una notevole riduzione dei tassi di interesse, quelli a lungo termine risentirono probabilmente del peggioramento delle aspettative riguardo all'andamento futuro del deficit federale, nell'82 notevolmente in aumento.

Nell'82 crebbe anche il differenziale tra i tassi di interesse sul debito pubblico e quelli sul debito privato; l'aumento delle difficoltà del sistema finanziario interno e del settore delle imprese fecero aumentare a più riprese questo differenziale soprattutto nei tassi a breve termine. Particolarmente in agosto e settembre, il timore di grosse perdite da parte delle banche

americane sui prestiti all'estero e la grande debolezza delle imprese statunitensi fecero aumentare il differenziale tra il tasso sulla carta commerciale a 3 mesi e quello sui buoni del tesoro a 3 mesi fino al 2,4% (a gennaio era pari allo 0,8%). Con l'uscita dalla recessione era comunque prevedibile una decisa riduzione di tale differenziale; in ottobre si era ridotto all'1,5%¹³⁶.

5.2. VALUTAZIONE DELLA politica monetaria DALL'OTTOBRE 1979 ALL'OTTOBRE 1982

Effetti dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione sul controllo degli aggregati monetari.

Il processo di innovazione finanziaria e quello di deregolamentazione, che negli anni in questione ha subito una notevole accelerazione, complicò a tal punto il controllo degli aggregati monetari (ed in particolare di M1) da portare, nell'ottobre dell'82, all'abbandono delle procedure operative adottate 3 anni prima. Queste tecniche operative miravano a garantire un più stretto controllo degli aggregati monetari (soprattutto M1) nell'ipotesi di una stabile e prevedibile domanda di moneta e perciò di uno stabile rapporto tra obiettivi intermedi e obiettivi finali (PNL reale e inflazione). Gli effetti dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione sono stati descritti nelle parti in cui si è seguito, anno per anno, il controllo degli aggregati monetari; ne è emerso un quadro caratterizzato dalla continua variabilità e imprevedibilità della domanda dei diversi aggregati monetari, nonché della loro velocità di circolazione.

Anche quando la Federal Reserve era in grado di prevedere la direzione dello spostamento della domanda di un dato aggregato monetario, in relazione ad esempio all'introduzione di un nuovo tipo di deposito particolarmente conveniente per il pubblico, risultò assai difficile quantificare con sufficiente precisione l'entità di tale spostamento, nonché gli effetti che ne sarebbero derivati, di riflesso, sugli altri aggregati monetari.

Oltretutto, i processi di innovazione e deregolamentazione ebbero anche spesso effetti di segno contrario sull'andamento dei diversi aggregati, fornendo apparentemente indicazioni assai diverse sull'andamento degli obiettivi finali. Ciò avvenne ad esempio nell'81, con M1 (aggiustato per tenere conto degli afflussi di fondi diverso i Now accounts) che crebbe decisamente al di sotto della propria banda-obiettivo, ed M2 e M3 che invece superarono i limiti superiori delle rispettive bande-obiettivo.

M1, l'aggregato che fu l'obiettivo principale del controllo monetario in questo triennio, era stato individuato in passato in base ad una definizione di moneta centrata sulle transazioni; M1 comprendeva cioè le attività usate a scopo di transazione. Mentre questo criterio aveva condotto in passato ad individuare con notevole precisione le attività da comprendere in M1, è comparsa successivamente una miriade di sostituti dei depositi assai difficile da distinguere dalla moneta in senso stretto: basta pensare agli accordi di riacquisto a 24 ore, gli eurodollari a 24 ore ed una qualche frazione dei titoli del mercato monetario. La Federal Reserve, non senza dubbi, ha deciso di collocarli in M2, anche se il loro grado di sostituibilità con le attività comprese in M1 risulta assai elevato. Per non parlare della crescente computerizzazione delle tecnologie

¹³⁶ Dati Ocse e J. A. Cacy e alt., *ibid.*, pp. 7-10.

finanziarie che, con l'aiuto delle reti di comunicazione elettronica, consentono di effettuare pagamenti con rapidi trasferimenti di fondi a valere su ogni tipo di attività finanziaria.

L'effetto di queste innovazioni è stato quello di ridurre progressivamente la domanda per la componente di M1 domandata a scopo di transazione. In particolare, siccome il processo innovativo procede a strappi, è stato assai difficile prevederlo¹³⁷.

L'introduzione dei Now accounts (fruttiferi) in M1 ha comportato che la domanda di M1 potesse aumentare anche per una componente di investimento, oltre che di transazione. Ciò si è verificato in maniera in buona parte imprevedibile nell'82, con un grosso aumento della preferenza, da parte del pubblico, per attività molto liquide e remunerative. Il pagamento di un interesse anche sui depositi utilizzabili come mezzi di pagamento ridusse le differenze quantitative prima esistenti tra moneta e altre attività finanziarie. Anche in conseguenza di questo fenomeno si riduce la stabilità della connessione tra moneta e reddito (la velocità di circolazione), poiché la quantità di moneta detenuta dipende sempre più da una scelta, di portafoglio dove il vincolo è dato dalla ricchezza dei soggetti¹³⁸.

Tale fenomeno era destinato ad accentuarsi con l'introduzione dei Super Now accounts (liberi di pagare qualsiasi tasso di interesse) all'inizio del 1983.

Per le grosse difficoltà ad usare M1 come obiettivo intermedio della politica monetaria, l'attenzione della Federal Reserve si è spostata, nel 1982, su M2. Fatto sta che gli strumenti inclusi in M2, pagando in proporzione notevole tassi di interesse ad un livello pari a quelli del mercato aperto, sono diventati assai meno sensibili alle variazioni dei tassi di interesse di mercato.

Ne è derivata una minore elasticità della domanda di M2 al tasso di interesse e quindi una maggiore difficoltà nell'azione del meccanismo di aggiustamento in caso di eccesso di domanda di M2¹³⁹.

Con un eccesso di domanda di M2 rispetto all'obiettivo della Federal Reserve, la restrizione nella crescita dell'offerta di riserve praticata dalla Federal Reserve comporta un aumento dei tassi di interesse. Nella misura in cui, a causa dei massimali di interesse, gli interessi pagati sulle attività monetarie non possono muoversi in linea con quelli di mercato, il pubblico è spinto ad economizzare i fondi tenuti in attività monetarie e a spostarli verso strumenti di mercato aperto. Questo meccanismo di aggiustamento funziona tanto meno quanto più le attività comprese in M2 possono pagare tassi di interesse in linea con quelli del mercato aperto (v. ad esempio i certificati del mercato monetario a 6 mesi e i MMMFs). Con la riduzione dell'elasticità della domanda di M2 al tasso di interesse il meccanismo di compressione di M2 verso l'obiettivo assegnato cessa di funzionare, oppure porta a fluttuazioni dei tassi di interesse di ampiezza eccessiva. La realtà non fa che confermare quest'analisi, poiché in tutto il triennio M2, malgrado i fortissimi aumenti dei tassi di interesse, è cresciuto oltre il limite superiore della banda-obiettivo, indipendentemente dall'andamento di M1.

Il Mix tra politica monetaria e politica fiscale

¹³⁷ Cfr. Giacomo Vaciano, "Evoluzione e prospettive del sistema bancario americano" in *Bancaria*, 1985 p. 49.

¹³⁸ Cfr. Daniel Hamberg "La politica della Ris. Fed. dopo il 1979", in *Moneta e Credito*, 1° trimestre, '84, p. 82-83.

¹³⁹ Cfr. Howard Roth, "Effects of financial deregulation on Mon. Policy", FRB of Kansas City ec. rev. march. '85 p. 20-21.

Mentre verso la fine degli anni '70 la politica monetaria crescentemente restrittiva era stata favorita da una politica fiscale sempre meno espansiva, dal 1980 la situazione è cambiata. Dapprima l'aumento del deficit federale era stato una conseguenza abbastanza automatica della recessione che aveva colpito l'economia americana (dal 1980). Dall'81 e ancora di più nell'82 si videro i primi risultati delle politiche economiche che furono riunite sotto il nome di "reaganomics".

Esse hanno costituito il tentativo di risolvere i gravi problemi che sempre più hanno attanagliato l'economia americana nel corso degli anni '70. Riassumendo brevemente, questi problemi erano sia di tipo settoriale, con il continuo declino industriale degli Stati nord-orientali e del Midwest, sia più generali, come il marcato rallentamento della crescita della produttività e la ridotta competitività di un numero crescente di settori industriali; la conseguente perdita di quote di mercato sia all'interno che all'estero ha portato al forte peggioramento della bilancia commerciale; assieme alla crescente inflazione e alla scarsa determinazione mostrata dalla Federal Reserve nel combatterla ne era derivata una notevole debolezza del dollaro. Alla fine degli anni '70, col rallentamento dell'attività economica, si stavano ripresentando tassi di disoccupazione assai elevati. Secondo la componente della reaganomics basata sulla teoria dell'economia dell'offerta, la crisi del sistema economico americano derivava dall'eccessivo peso dell'intervento dello stato nell'economia. Quest'ultimo doveva perciò essere ridotto drasticamente, sia con riferimento all'attività di regolamentazione esercitata dalle agenzie federali, e sia attraverso una drastica riduzione dell'imposizione fiscale (diminuzione delle imposte sui profitti delle società e concessione di ammortamenti accelerati alle imprese, e riduzione dell'imposta sul reddito soprattutto a favore delle classi medio-alte). Ci si aspettavano risultati abbastanza miracolosi: la riduzione delle imposte sulle imprese doveva far aumentare gli investimenti e quella sui redditi delle persone fisiche doveva far aumentare la propensione al risparmio; maggiori risorse sarebbero state perciò disponibili per stimolare la crescita dell'economia, favorita anche dalla diminuzione dei tassi di interesse (per il maggiore risparmio). Anche il deficit federale doveva ridursi, per l'aumento delle entrate fiscali generato dal previsto boom economico, che avrebbe più che compensato la diminuzione del gettito legato alla riduzione delle imposte. L'inflazione avrebbe dovuto anch'essa diminuire. La seconda componente della reaganomics è quella monetarista. La Federal Reserve però, già a partire dall'ottobre del '79 aveva inaugurato una condotta di politica monetaria più vicina ai dettami del monetarismo; del resto, anche il processo di deregulation legato alla prima componente della reaganomics era stato già avviato con notevole vigore dall'amministrazione Carter a partire dal '78.

La terza componente della reaganomics ha riguardato il lato delle spese del bilancio federale. Si è modificata cioè nettamente la composizione delle spese federali, invertendo le tendenze che si erano andate affermando negli anni '60 e '70¹⁴⁰. Si è avuta cioè una netta riduzione dei trasferimenti agli Stati e alle amministrazioni locali, e i tagli a molte spese sociali sono stati più che compensati dal forte incremento delle spese militari.

Ragion per cui nella realtà, anziché ridurre l'intervento dello Stato nell'economia, è aumentata la quota della spesa pubblica sul PNL. In definitiva, *"la combinazione della reaganomics (economia dell'offerta, monetarismo e keynesismo militarista) ha prodotto risultati contraddittori e perversi e non ha portato al raggiungimento di nessun degli obiettivi su elencati se non la riduzione del tasso di inflazione"*¹⁴¹.

Da un lato la politica monetaria fortemente restrittiva aveva portato ad un forte innalzamento dei tassi di interesse con l'effetto di deprimere notevolmente l'attività economica (soprattutto nel secondo trim. dell'80 e in quasi tutto l'82) e di provocare perciò una riduzione delle entrate fiscali. Dall'altro gli sgravi fiscali contenuti nell'Economie Recovery Tax Act dell'81 avevano

¹⁴⁰ Cfr. Carlo Frateschi: "Gli Usa", p.314.

¹⁴¹ Cfr. Carlo Frateschi, *ibid.*, p. 330.

ulteriormente ridotto le entrate fiscali. La spesa pubblica invece lievitava, sia a causa delle indennità di disoccupazione e degli altri trasferimenti legali alla caduta del reddito, sia a causa dell'incremento delle spese militari. Inutile dire che, tutto l'opposto delle previsioni, ne è derivato, soprattutto a partire dall'82, un gigantesco deficit federale, finanziato con l'emissione di titoli pubblici a tassi di rendimento elevatissimi.

Il mix di politica monetaria fortemente restrittiva e di politica fiscale espansiva hanno portato in definitiva ad un elevatissimo aumento dei tassi di interesse. Quest'ultimi, oltre a provocare una forte caduta della domanda interna, hanno portato all'afflusso massiccio di capitali dall'estero ed all'apprezzamento del dollaro, che ha ulteriormente ridotto la competitività delle merci americane sui mercati internazionali. È così caduta anche la domanda estera. L'inflazione è stata sì combattuta, ma a costo di una recessione e di una disoccupazione che ha superato il 10%.

I meccanismi di trasmissione della politica monetaria

Le grosse difficoltà che hanno incontrato le autorità monetarie nel controllo degli aggregati monetari ed i motivi che sono alla base del diverso andamento degli aggregati rispetto al passato, hanno comportato profonde modificazioni nei meccanismi di trasmissione della politica monetaria

Innanzitutto, col crescente peso, dal lato del passivo delle istituzioni di deposito, della quota dei depositi che offrono interessi in linea con quelli di mercato, la restrizione monetaria si realizza sempre meno tramite la disintermediazione delle banche e delle thrift institutions. In passato, i limiti agli interessi pagabili dalle istituzioni di deposito sulle proprie passività (stabiliti dalla Regulation Q) obbligavano queste istituzioni a ridurre forzatamente l'offerta di credito.

Ora la politica monetaria restrittiva non manifesta più i suoi effetti attraverso la ridotta disponibilità di credito, né tanto meno questi effetti si hanno soprattutto in capo a quei settori (edilizi, beni di consumo durevole) più legati alla disintermediazione delle istituzioni creditizie perché specializzate al finanziamento di quei settori. Anche la despecializzazione delle istituzioni creditizie e l'aumentata concorrenza nell'ambito del sistema bancario ha perciò contribuito a ridurre il peso del canale "disponibilità di credito" nella trasmissione degli effetti della politica monetaria¹⁴².

Ancora prima della recente deregolamentazione dei depositi e dell'accelerazione del processo di despecializzazione delle istituzioni creditizie i cambiamenti a più lungo termine nei mercati finanziari avevano già aumentato il grado di fungibilità del credito, indebolendo così il legame tra disponibilità di credito e spesa privata¹⁴³.

In modo particolarmente importante con riferimento ai prestiti ipotecari, un'importante causa di fungibilità è stata lo sviluppo, negli anni '70, di un mercato secondario in cui tali prestiti potevano essere rivenduti a privati investitori. Lo sviluppo di questo mercato secondario ha cioè reso possibile ridurre l'impatto della disintermediazione delle thrift institutions sulla domanda di abitazioni, poiché è stato più semplice per i privati acquirenti di case sostituire i fondi provenienti dalle thrift institutions con quelli del mercato aperto.

¹⁴² Cfr. G. Vaciago, *ibid.* p. 49.

¹⁴³ Cfr. William R. Keeton, "Deposit deregulation, credit availability, and Monetary Policy", FRB of Kansas City ec. rev., june '86 pp. 39-42.

Le più grosse e conosciute imprese ebbero anche la possibilità di raccogliere fondi direttamente sul mercato grazie all'uso crescente di carta commerciale, per cui negli anni '70 fu possibile per queste imprese non limitare i loro piani di spesa anche in periodi di restrizione nel credito fornito dalle banche commerciali.

Inoltre, soprattutto nel periodo in cui è stato effettuato il cd. "esperimento monetarista", non si può certo dire che abbia funzionato un meccanismo di trasmissione come quello alla base del nuovo orientamento di politica monetaria. In altre parole, come più volte rilevato, affinché un aggregato monetario sia efficace come obiettivo intermedio della politica monetaria, occorre che la relazione tra moneta e PNL sia sufficientemente stabile. Con una domanda di moneta stabile e facilmente prevedibile, le variazioni della spesa totale sono principalmente un effetto di aggiustamenti del portafoglio indotti da mutamenti nell'offerta di moneta.

Se effettivamente per lungo tempo nel secondo dopoguerra la funzione di domanda è stata più stabile che in altri periodi, e più stabile negli S.U. che altrove, dall'inizio degli anni '70 sono venute meno le condizioni di questa stabilità. Queste cause possono essere ricondotte alla stabilità dell'economia reale, e quindi ad una stabilizzazione delle aspettative e dei comportamenti dei vari operatori, tra cui i possessori di ricchezza. La stessa politica monetaria, tesa a far oscillare il tasso di interesse entro bande molto limitate, ha sicuramente attutito la sensibilità del settore privato alle oscillazioni dei tassi di interesse. Anche la regolamentazione della concorrenza tra i vari intermediari finanziari ha sicuramente favorito una maggiore stabilità. Oltretutto gli S.U. per molto tempo (almeno fino agli anni '70) hanno subito pochi vincoli dall'esterno per quanto riguarda l'esercizio della propria politica monetaria (anche per l'inesistenza del vincolo della bilancia dei pagamenti e per la chiusura internazionale del mercato americano).

La situazione cambiò profondamente negli anni '70: i mercati finanziari nazionali sono diventati sempre più uniti per la dilatazione del mercato dell'eurodollaro, il dollaro ha incominciato a subire fortissime fluttuazioni, così come i tassi di interesse, e il futuro dell'economia americana (caratterizzata da gravi problemi di fondo) si è dimostrato sempre più incerto e imprevedibile. Se a tutto ciò si aggiungono l'eliminazione delle compartimentazioni tra le varie istituzioni creditizie e tra i vari mercati e gli effetti già descritti dell'innovazione finanziaria e poi della deregolamentazione, non ci si può certo aspettare che la funzione di domanda di moneta (fortemente influenzata anche dalle aspettative inflazionistiche) sia rimasta stabile rispetto al reddito.

La relazione tra moneta e reddito è venuta meno proprio quando si è cercato di controllare i tassi di crescita degli aggregati monetari. La ridefinizione di questi nell'80 non ne ha certamente semplificato il controllo, complicato anzi dalle varie fasi della deregolamentazione successive al Monetary Control Act del 1980¹⁴⁴.

Tutti i fattori descritti hanno in definitiva accentuato il ruolo che il movimento del livello dei tassi di interesse esercita nella trasmissione degli effetti della politica monetaria. Mentre in precedenza la politica monetaria esercitava i suoi effetti restrittivi sia tramite la ridotta disponibilità di credito che tramite l'aumento dei tassi di interesse, col venire meno del primo canale, potrebbero rivelarsi necessari aumenti maggiori dei tassi di interesse per ottenere gli stessi effetti di prima.

La maggior concorrenza nell'ambito del sistema finanziario, la sua minore specializzazione sia funzionale che territoriale, l'innovazione finanziaria e l'eliminazione dei massimali dei tassi di interesse pagati sui depositi hanno attribuito maggiore importanza ai tassi di interesse nel determinare l'equilibrio sui diversi mercati: della moneta, del credito e dei beni.

¹⁴⁴ Cfr. Riccardo Parboni: "Moneta e monetarismo", II Mulino, 1984, pp.250-3.

Anche l'aumento del peso del debito a breve termine (oppure a tassi fluttuanti) sull'indebitamento totale di famiglie e imprese ha accresciuto gli effetti di variazioni del livello del tasso di interesse sulla domanda aggregata.

Soprattutto nel periodo dall'ottobre '79 all'inizio dell'82 il tentativo di impedire la crescita degli aggregati monetari oltre i limiti superiori consentiti ha portato ad un elevato innalzamento dei tassi di interesse (sia nominali che reali); ne è derivato un effetto fortemente depressivo sulla domanda aggregata e quindi sul PNL che a sua volta, portando ad una riduzione della domanda di moneta, ha spinto quest'ultima a muoversi verso l'obiettivo desiderato. Secondo Hamberg¹⁴⁵ avrebbe perciò funzionato un meccanismo profondamente diverso da quello desiderato dalle autorità monetarie. Non si è riusciti, attraverso variazioni nell'offerta di moneta, ad influenzare il reddito per messo di una stabile domanda di moneta. Ma anzi avrebbe funzionato un meccanismo il quale, per controllare gli aggregati monetari, manipola il PNL attraverso gli effetti dei tassi di interesse sulla spesa. Funzionando un meccanismo di questo tipo, il PNL si sostituisce agli aggregati monetari come strumento di politica, e gli aggregati si sostituiscono al PNL come obiettivo ultimo. È stato perciò il forte aumento dei tassi di interesse che, attraverso gli effetti depressivi sulla domanda aggregata e l'apprezzamento del dollaro, ha determinato la riduzione dell'elevato tasso di inflazione statunitense.

Mentre però in precedenza l'effetto disponibilità di credito poteva incidere con maggiore rapidità sulle possibilità di spesa di famiglie e imprese, ora, l'aumentato peso del tasso di interesse nel trasmettere gli effetti della politica monetaria può aver allungato i ritardi della politica monetaria. L'efficacia della politica monetaria può invece essere aumentata, sia per gli sviluppi già ricordati del sistema finanziario, che per la maggiore dipendenza di famiglie e imprese dal debito a breve termine o a tassi fluttuanti. Questa maggiore efficacia sta però anche ad indicare il pericolo che una politica monetaria condotta in maniera errata possa produrre danni assai più difficilmente reversibili di quanto non succedeva in precedenza¹⁴⁶.

È stato anche rilevato, a conferma del maggiore ruolo svolto dai tassi di interesse, che, nel porre come obiettivo principale la lotta all'inflazione, la Federal Reserve ha adottato, come variabile strumentale a questa politica, il controllo sulla "qualità" dei crediti accordati dalle istituzioni creditizie¹⁴⁷. La Federal Reserve, attraverso il controllo della discount window e tramite il mercato dei fondi federali, ha cercato di rendere il credito alle istituzioni di deposito più selettivo. Attraverso il forte innalzamento dei tassi di interesse, se le banche vogliono mantenere una politica di credito abbondante, i debitori finali (imprese ed anche i paesi stranieri) si devono dimostrare capaci di sopportare costi di indebitamento molto superiori all'inflazione. Si è cercato cioè di escludere dal mercato dei prestiti tutti coloro che cercavano di finanziare investimenti con un rendimento inferiore al costo della moneta.

La volatilità dei tassi di interesse e degli aggregati monetari

Nel triennio inaugurato a partire dall'ottobre del '79, ma soprattutto nei primi due anni di più rigida applicazione di una politica monetaria fortemente restrittiva, si è avuto, oltre ad un forte innalzamento dei tassi di interesse, anche una loro elevatissima oscillazione. Nel brevissimo periodo, anche gli aggregati monetari (soprattutto M1) hanno oscillato notevolmente al di sopra e al di sotto della loro banda-obiettivo di lungo periodo.

¹⁴⁵ D. Hamberg, *ibid.* pp. 85-6.

¹⁴⁶ Cfr. G. Vaciago, *ibid.* p. 49.

¹⁴⁷ Cfr. Jean-Michel Six "La fin des années Volcker", in *Rev. d'econ. polit.*, mars-avril '87, pp. 217-8.

Nello spiegare i motivi di questi fenomeni si è di volta in volta posto l'accento o sulle nuove procedure operative utilizzate o sui forti disturbi di tipo "esogeno" che hanno reso molto più difficile l'attuazione della politica monetaria in questo periodo.

Micossi e Sannucci¹⁴⁸ sostengono che ci si doveva attendere un'aumentata variabilità del tasso sui fondi federali poiché, con le nuove tecniche operative adottate, è su di esso che ricade l'onere di mantenere in equilibrio la domanda o l'offerta di riserve, dato il sentiero di crescita stabilito. Come si è già notato, le nuove procedure operative implicano una risposta immediata nella Federal Reserve ogni qual volta gli aggregati monetari manifestano un andamento divergente rispetto agli obiettivi, risposta che viene progressivamente accentuata fino a che essa non produce l'effetto desiderato. L'intensità degli interventi è legata alle stime dei moltiplicatori delle riserve. Le frequenti revisioni di queste stime, legate alla disponibilità settimanale di nuovi dati sull'andamento degli aggregati monetari, hanno implicato un'elevata variabilità dall'intensità e nel segno degli interventi; ne è derivata, nel brevissimo termine, sia una maggiore instabilità dei tassi di interesse che un notevole grado di incertezza degli operatori. Essendosi accorciato l'orizzonte temporale entro il quale si desidera correggere l'andamento dell'obiettivo intermedio, si è dovuto aumentare l'impulso iniziale sulle riserve; l'esistenza dei ritardi temporali nella relazione tra obiettivi operativi e intermedi ha richiesto la correzione dell'intervento iniziale con interventi di segno opposto, al fine di moderare l'effetto totale ogni volta in cui esso si sia dimostrato eccessivo. Da tale modo di operare può sicuramente derivare un andamento oscillatorio degli obiettivi intermedi. L'aumento della variabilità del tasso di crescita su base mensile e trimestrale è stato particolarmente marcato per M1¹⁴⁹.

L'esperienza del periodo in questione ha mostrato tra l'altro che gli errori effettuati nel prevedere i moltiplicatori delle riserve sono stati quantitativamente rilevanti. Sembra perciò che le nuove procedure abbiano contribuito direttamente ad aumentare la variabilità sia degli aggregati monetari che dei tassi di interesse.

Oltretutto, l'aumento della variabilità del tasso sui fondi federali si è esteso anche agli altri mercati, compresi quelli a più lungo termine, che negli anni precedenti avevano risentito in piccola misura delle variazioni delle condizioni del mercato monetario¹⁵⁰.

A partire dal '79 si è anche osservato un nuovo fenomeno anch'esso notevolmente rilevante, e cioè una significativa correlazione positiva tra le variazioni (differenze prime) del tasso sui fondi federali e quelle dei tassi di interesse sugli altri mercati. Questo fenomeno può essere stata la conseguenza di un uso più efficiente dei fondi indotto dalle più ampie oscillazioni dei tassi, e quindi di una crescente integrazione finanziaria dei diversi mercati. Ad esempio, l'uso crescente dei repurchase agreements quale strumento di provvista e impiego di liquidità rende più stretto il legame tra il mercato interbancario e quelli dei titoli utilizzati in contropartita di queste operazioni.

Axilrod, invece, dubita che le cause dell'aumentata variabilità dei tassi di interesse e degli aggregati monetari debbano essere ricondotte alle procedure operative utilizzate¹⁵¹. Egli pone

¹⁴⁸ Cfr. Stefano Micossi e Valeria Sannucci: "Le nuove procedure operative di controllo monetario negli Stati Uniti (1979-81)", *Giornale degli Economisti*, '82, p. 85-9.

¹⁴⁹ Confrontando i dati trimestrali relativi ai tassi di crescita di M1 si vede che la media del periodo 1970-79 non è molto diversa da quella del periodo 1980-81, rispettivamente 6,6% e 6,2%, mentre gli scarti quadratici medi aumentano dal 2,2% degli anni '70 al 5,3% del biennio 1980-81. Dati tratti da Hamberg, *ibid*, p. 79.

¹⁵⁰ Cfr. Micossi - Sannucci, *ibid.*, tav. 2 a p. 86.

¹⁵¹ Cfr. Stephen H. Axilrod: "U.S. Monetary Policy in recent years: an overview", in "Economic Recovery", vol. II "Monet

invece l'accento sulla fortissima instabilità che ha caratterizzato la domanda di M1 in questo periodo, legata a tutta la serie di fattori che è stata descritta, a partire dagli effetti dell'introduzione del secondo trim. dell'80 di speciali controlli sul credito e la loro eliminazione pochi mesi dopo, a cui si devono aggiungere gli effetti dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione, nonché quelli (anch'essi assai difficilmente prevedibili) derivanti dall'incertezza sulla capacità della Federal Reserve di ridurre l'inflazione. Le variazioni delle aspettative sul futuro, sia di tipo inflazionistico sia quelle relative alla crescita del sistema economico, hanno anch'esse provocato grossi disturbi alla domanda di moneta (particolarmente M1). Secondo Axilrod, se si considera l'intensità di questi fattori, la forte variabilità degli aggregati monetari nel breve periodo sembra essere più collegata ai disturbi che hanno influenzato la domanda di moneta rispetto alle procedure operative utilizzate. È assai probabile che l'aumentata variabilità dei tassi di interesse e degli aggregati monetari (soprattutto di M1) sia stata la conseguenza di entrambi i fenomeni sopra descritti. L'instabilità della domanda di moneta, nel periodo considerato, avrebbe sicuramente comportato grossissimi problemi di controllo indipendentemente dalla procedura operativa utilizzata. Ma sicuramente la procedura operativa adottata nell'ottobre '79, per la sua caratteristica di reagire automaticamente e con notevole intensità in presenza di una deviazione dell'obiettivo intermedio dalla banda-obiettivo desiderata per mezzo di una variazione del tasso sui fondi federali, ha anch'essa accentuato i fenomeni in questione. Alla luce di queste considerazioni, se la Federal Reserve avesse cercato di stabilizzare ulteriormente il tasso di crescita della moneta, ne sarebbe derivato un aumento della variabilità dei tassi di interesse.

Effetti di breve e di lungo periodo della politica monetaria

Nel periodo 1980-82 la politica monetaria è sì riuscita a ridurre notevolmente l'inflazione ma, come si è visto, ciò è avvenuto per mezzo di elevatissimi e oscillanti tassi di interesse che hanno provocato una forte recessione e altissimi tassi di disoccupazione (oltre il 10%).

Il successo nella lotta all'inflazione non è perciò avvenuto senza sacrifici. In particolare le aspettative inflazionistiche fortemente radicate negli operatori economici hanno fatto sì che i prezzi e i salari abbiano risposto solo debolmente alle riduzioni della domanda aggregata; cosicché gli effetti di quest'ultime si sono visti dapprima sul livello dell'attività economica e della disoccupazione e solo successivamente sui prezzi¹⁵².

Come mette in evidenza anche Axilrod¹⁵³, l'adozione delle nuove procedure operative nell'ottobre del '79, il cui scopo era anche quello di convincere il pubblico della ferma intenzione della Federal Reserve di combattere l'inflazione, non comportò un virtuale miracoloso spostamento verso il basso della curva di Phillips. Solo nella seconda metà dell'82 la Federal Reserve decise di ridurre decisamente il grado di restrizione della politica monetaria. In effetti nell'82 il sistema bancario americano si trovò di fronte non soltanto ad un forte aumento del numero dei fallimenti d'impresa all'interno dell'economia, ma anche i suoi principali debitori esteri (Messico, Brasile e Argentina) nell'estate di quell'anno cessarono praticamente i propri pagamenti relativi al debito estero; la stretta creditizia provocata dalla Federal Reserve aveva prosciugato il flusso dei prestiti a questi paesi e il loro debito, in buona parte a tassi variabili, era praticamente divenuto incontrollabile. La reazione della Federal Reserve a questa crisi

Conditions for econ. recov." '85 pp. 45-6.

¹⁵² Cfr. Anthony M. Solomon: "Unresolved Issues in Monet. Policy", FRBNY quart. rev., spring '84, p.5.

¹⁵³ Cfr. Axilrod, *ibid.*, p. 46.

internazionale fu vigorosa; fu aumentata fortemente l'offerta di riserve e di conseguenza i tassi di interesse crollarono nella seconda parte dell'anno.

Un effetto positivo della politica della Federal Reserve in questo periodo è l'aumento della credibilità nella politica monetaria, ottenuto dimostrando di essere disposta a provocare anche una recessione pur di ridurre l'inflazione e le aspettative inflazionistiche. Nella misura in cui tale aumento di credibilità provoca uno spostamento verso il basso della curva Phillips, ne possono derivare benefici effetti nel lungo periodo, con una ripresa dell'attività economica caratterizzata da bassa inflazione.

Sicuramente, gli elevati tassi di interesse reali (sia a breve ma ancora di più a lungo termine) provocati non soltanto dalla politica monetaria restrittiva, ma anche dal mix di politica monetaria e fiscale, riflettono le ancora elevate aspettative inflazionistiche. Esse, lente a ridursi per la lunga esperienza inflazionistica, sono influenzate negativamente dalla tendenza dimostrata dal deficit federale. Tassi di interesse reali così elevati come quelli dell'81 e dell'82 possono avere conseguenze anche nel lungo periodo, con effetti negativi sugli investimenti e perciò sulla crescita potenziale del sistema economico nel più lungo termine; i minori guadagni di produttività che ne potrebbero derivare potrebbero costituire la base per ulteriori spinte inflazionistiche¹⁵⁴.

Anche la volatilità dei tassi di interesse può avere effetti negativi non solo nel breve ma nel lungo periodo. Essa, rendendo praticamente impossibile calcolare i costi dell'investimento, deprime la spesa per investimenti. La volatilità dei tassi di interesse ha anche portato, attraverso modifiche nel sistema finanziario, un maggiore periodo di insolvenza, sia al livello dei debitori finali che degli intermediari finanziari. La volatilità degli interessi ha accresciuto per le istituzioni finanziarie il rischio di trovarsi di fronte a costi per interessi superiori ai rendimenti su attività a tassi prefissati. Esse hanno reagito cercando di sintonizzare le scadenze di attività e passività, in particolar modo cercando di ridurre la durata dei prestiti (tradizionalmente a più lunga scadenza). Le istituzioni finanziarie hanno anche reagito all'aumento del rischio aumentando notevolmente la quota dell'attivo a tassi fluttuanti¹⁵⁵. Per cui, la volatilità dei tassi di interesse non soltanto ha comportato per le istituzioni finanziarie maggiori rischi nella concessione dei prestiti, ma anche coloro che si indebitano sono ora costretti a condividere una parte dei rischi che una volta venivano sopportati quasi esclusivamente dalle istituzioni finanziarie¹⁵⁶.

Ancora una volta è dimostrato quanto sia aumentato il ruolo dei tassi di interesse e come determinati cambiamenti strutturali come quelli qui evidenziati siano destinati a perdurare, obbligando la Federal Reserve a tener conto, nelle sue azioni di politica monetaria, di una realtà ormai profondamente mutata e dei diversi meccanismi di trasmissione della politica monetaria

¹⁵⁴ Cfr. David W. Berson: "Money growth volatility, uncertainty, and high interest rates", FRB of Kansas City ec. rev., nov. '83, p. 23.

¹⁵⁵ V. cap. 1.2.

¹⁵⁶ Cfr. Hamberg. *ibid.* pp. 80-1.

CAP. 6. LA MAGGIORE FLESSIBILITÀ DELLA POLITICA MONETARIA DOPO L'ESPERIMENTO MONETARISTA (1983-87)

Gli obiettivi

Soprattutto a differenza di quanto era avvenuto durante l'attuazione del c.d. esperimento monetarista, il cui obiettivo principale, se non unico, della politica monetaria, era stato quello di combattere l'inflazione e le forti aspettative inflazionistiche, dopo la recessione dell'82, nei meeting del Fomc e nei relativi Monetary Policy Report to Congress venne stabilito un duplice obiettivo: garantire il rafforzamento dell'espansione dell'attività economica assieme al progresso nella lotta contro l'inflazione. L'espansione monetaria doveva essere sufficiente per permettere la ripresa del sistema economico dopo la forte recessione dell'82, ma contemporaneamente doveva anche essere tale da impedire il risorgere delle pressioni inflazionistiche; mentre la caduta dell'attività economica aveva favorito il calo dell'inflazione, man mano che l'espansione economica si fosse consolidata, sarebbero aumentati i rischi di un ritorno delle spinte inflazionistiche. Una ripresa durevole era perciò collegata alla capacità della Federal Reserve di impedire una risorgenza dell'inflazione.

Accanto alla continua riaffermazione di questi obiettivi, con una accentuazione delle preoccupazioni relative all'inflazione nel 1987 a seguito soprattutto del deprezzamento del dollaro, la Federal Reserve accrebbe la sua attenzione verso altri fattori che potevano costituire in minore o maggiore misura (in quanto più o meno influenzabili dalla Federal Reserve) un obiettivo della politica monetaria di cui si doveva comunque tenere conto nelle decisioni delle autorità monetarie nella attuazione della politica monetaria

Ripetutamente la Federal Reserve espresse le proprie preoccupazioni per l'elevato deficit del bilancio federale. La persistenza di amplissimi deficit di fronte al rafforzamento della domanda privata di credito tendeva a provocare forti tensioni sui mercati del credito mantenendo tassi di interesse assai elevati. Si è già parlato delle conseguenze negative che ciò ha avuto sia per importanti settori dell'industria americana sia nei flussi di capitale diretti verso gli S.U. La Federal Reserve auspicava una riduzione del deficit federale; nella misura in cui si fossero alleviate le pressioni sul mercato del credito (anche per le ridotte aspettative inflazionistiche), il diminuito stimolo espansionistico costituito dal deficit federale sarebbe stato in parte compensato dalla maggiore crescita dei settori più sensibili a variazioni del tasso di interesse e più in concorrenza con produttori stranieri (per non parlare del diminuito peso del servizio del debito per i soggetti finanziariamente più esposti). Ovviamente un ridotto deficit federale aumentava le possibilità di manovra della Federal Reserve aiutando quest'ultima nel suo obiettivo di ridurre le aspettative inflazionistiche.

Tra gli obiettivi della Fed. Res vi fu, essenzialmente a partire dal 1985, quello di un graduale deprezzamento del dollaro. Mentre in precedenza un dollaro su livelli molto elevati era stato visto favorevolmente poiché aveva permesso al sistema economico americano di espandersi abbastanza rapidamente senza un ritorno dell'inflazione, quando incominciarono a manifestarsi crescenti conseguenze negative, sia in termini di ridotta competitività dell'industria americana (con un fortissimo peggioramento di bilancia commerciale e di partite correnti), che di un elevato afflusso netto di capitali dall'estero e di un crescente pericolo di una forte caduta del dollaro, la Federal Reserve modificò in senso decisamente espansivo la propria politica monetaria. Si trattava di permettere ai tassi di interesse di ridursi rispetto agli elevatissimi livelli cui erano stati portati da un mix di politica fiscale molto espansiva e di politica monetaria

dapprima assai restrittiva poi decisamente meno restrittiva però ancora preoccupata di impedire un ritorno dell'inflazione. Gli accordi del Plaza Hotel del settembre dell'85 dimostravano l'evidente intenzione della Federal Reserve di favorire una discesa controllata del dollaro, al fine di ottenere, per quanto era in potere della Federal Reserve, una maggiore competitività dell'industria americana e quindi un miglioramento dei conti con l'estero.

Premessa sulle nuove procedure operative

La procedura operativa adottata nell'ottobre dell'82 ed attualmente in vigore, descritta alla fine del 2° cap., non comporta, come la precedente tecnica operativa, una risposta automatica nel brevissimo periodo a deviazioni dello stock di moneta dal sentiero prefissato. Non esiste cioè una diretta relazione tra fornitura di nonborrowed reserves ed obiettivo intermedio. Il Fomc trasmette all'Open Market Desk i suoi obiettivi per le operazioni di mercato aperto in termini di maggiore, minore od uguale grado di restrizione delle riserve. L'obiettivo operativo è costituito dalle borrowed reserves. Un maggiore grado di restrizione comporta un aumento delle borrowed reserves, a causa dell'aumento del Federal funds rate provocato dalle minori riserve fornite attraverso le operazioni di mercato aperto. A differenza della procedura operativa in vigore prima dell'ottobre del '79 non viene posto un obiettivo esplicito per il tasso sui fondi federali, che può oscillare in una fascia molto più ampia rispetto agli anni '70. Nel trasmettere i suoi obiettivi all'Open Market Desk, il Fomc può autorizzarlo a modificare il grado di restrizione nel caso di deviazione della crescita monetaria dal sentiero prefissato.

L'adozione delle nuove procedure operative, oltre ad essere la conseguenza dell'impossibilità di controllare l'aggregato monetario M1 (al cui controllo miravano specificatamente le vecchie procedure), sta anche a rappresentare l'allentamento del grado di restrizione della politica monetaria evidente nella seconda metà dell'82. Per le loro caratteristiche intrinseche, esse comportano una minore rapidità ed una minore intensità di reazione nel caso di crescita degli aggregati monetari al di fuori degli obiettivi prefissati.

Il nuovo controllo monetario della Federal Reserve: maggiore stabilità dei tassi di interesse e minore importanza degli aggregati monetari

Con l'adozione del nuovo approccio, nella conduzione della politica monetaria la Federal Reserve continuava ad essere guidata dal comportamento degli aggregati monetari in rapporto ai sentieri di crescita programmati. La decisione di intervenire in senso espansionistico o restrittivo non sarebbe però stata presa automaticamente (a differenza del precedente periodo caratterizzato da maggiore restrizione e da una conduzione della politica monetaria più vincolata ad uno stretto controllo degli aggregati monetari) al verificarsi di una deviazione imprevista nella crescita di tali aggregati, ma sarebbe stata valutata alla luce dei più ampi sviluppi economici e finanziari. Tra questi innanzitutto il grado di espansione economica e delle spinte inflazionistiche, e le tendenze del tasso di interesse sui mercati finanziari; la Federal Reserve tenne conto sempre di più anche dell'andamento del dollaro.

Le diverse caratteristiche del nuovo approccio risultano molto evidenti analizzando la conduzione della politica monetaria negli anni successivi al 1982.

Nei primi 5 mesi dell'83 furono fissati tassi di crescita di breve periodo degli aggregati monetari e creditizi corrispondenti alla parte superiore delle bande-obiettivo annuali. Lo scopo era quello di permettere una crescita monetaria oltre il punto centrale delle bande-obiettivo in conseguenza dell'introduzione dei MMDAs e dei Super Nows. In aggiunta, quanto la crescita degli aggregati si dimostrava andare oltre gli obiettivi di breve periodo, il Fomc intervenne molto debolmente per ridurre tale eccessiva crescita. Ben diversa e molto più aggressiva sarebbe stata la reazione del Fomc negli anni precedenti con le vecchie procedure operative utilizzate.

A partire dal meeting di maggio la politica monetaria divenne gradualmente meno accomodante. Le direttive impartite dal Fomc all'Open Market Desk furono nel senso di un maggiore grado di restrizione delle riserve (da realizzarsi comunque gradualmente). Furono tre le considerazioni alla base di questa decisione. Il Fomc era innanzitutto preoccupato degli effetti psicologici che potevano derivare dalla rapida crescita di M1; pur avendo assegnato a questo aggregato molto meno importanza quale indicatore della direzione della politica monetaria, il Fomc temeva che tale forte crescita potesse essere interpretata come un abbandono della lotta contro l'inflazione. Nella misura in cui fossero aumentate le aspettative inflazionistiche ed esse a loro volta avessero fatto aumentare i tassi di interesse nominali e reali sarebbe stata ostacolata la ripresa duratura dell'attività economica. La seconda considerazione riguardava la forte quota di credito assorbita dal deficit federale. Nella prospettiva che un'aumentata domanda di credito anche da parte del settore privato (per la ripresa dell'attività economica) potesse scontrarsi con quella federale e provocare così forti rialzi nei tassi di interesse, il Fomc preferiva aumentare in anticipo il grado di restrizione della politica monetaria per evitare di dover intervenire successivamente in maniera più drastica. La terza considerazione riguardava la situazione finanziaria internazionale, con i problemi del servizio del debito estero dei più grandi Pvs. Siccome il loro problema si aggravava in diretta relazione con l'aumento dei tassi di interesse americani, nella misura in cui un aumento di restrizione nell'immediato avesse evitato gli effetti negativi che potevano derivare nel prossimo futuro ai tassi di interesse per i due motivi sopra indicati, con contemporaneo miglioramento delle prospettive di crescita per l'economia americana, ciò avrebbe allo stesso tempo migliorato nell'avvenire la situazione finanziaria di questi paesi.

In corrispondenza ad un certo aumento dei tassi di interesse (il Federal funds rate aumentò dell'1% circa) vi fu una forte decelerazione nella crescita degli aggregati monetari. Per la fine dell'estate tutti e tre gli aggregati monetari stavano crescendo all'interno delle bande-obiettivo (M2 addirittura si trovava nella parte inferiore). A quel punto il Fomc decise di allentare il grado di restrizione sulle riserve; da metà agosto in poi declinarono sia i tassi di interesse a breve che a lungo termine.

Nel 1983, nell'esercizio della politica monetaria, il Fomc, in relazione agli obiettivi ultimi che si propose di raggiungere (rafforzamento della crescita economica, riduzione dell'inflazione, stabilità finanziaria internazionale) dovette perciò essere pronto a modificare rapidamente i propri obiettivi di breve periodo al fine di impedire che la politica monetaria potesse diventare troppo espansiva o troppo restrittiva. Con l'attività economica in decisa ripresa, l'inflazione che rimaneva bassa, e la situazione finanziaria internazionale stabile, si può dire che la politica monetaria sia stata condotta con successo.

All'inizio dell'84 la domanda di credito fu particolarmente forte con l'economia che si espandeva rapidamente, tanto è vero che i tassi di interesse aumentarono anche se la Federal Reserve, tramite le operazioni di mercato aperto, stava mantenendo invariato il grado di pressione sulle riserve bancarie. All'inizio della primavera, con la domanda di moneta e credito continuamente elevate e con l'economia ancora in crescita ad un ritmo superiore rispetto alle aspettative del Fomc, quest'ultimo decise di accentuare, sebbene non in forte misura, il grado di restrizione sulle riserve; cosicché aumentarono ulteriormente i tassi di interesse a breve e a lungo termine, con le istituzioni di deposito che ricorrevano maggiormente all'indebitamento di ultima istanza malgrado l'aumento del discount rate di mezzo punto percentuale in aprile.

Ancora all'inizio di maggio aumentarono i tassi di interesse a breve termine sebbene la Federal Reserve non avesse ulteriormente accentuato il grado di restrizione sulle riserve; tali aumenti furono la conseguenza delle incertezze legate ai problemi della Continental Illinois Bank e alla situazione debitoria internazionale.

Nella prima parte dell'anno, mentre M1 aumentava nella parte superiore della propria banda-obiettivo, M2 invece cresceva al di sotto del punto centrale della propria banda-obiettivo; infatti, coi tassi di interesse di mercato che crescevano, aumentò il differenziale coi tassi di interesse offerti sulle più importanti componenti di M2, come ad esempio i MMMFs, incoraggiando gli investitori a indirizzare direttamente i propri fondi verso gli strumenti del mercato del credito.

Dopo metà anno l'espansione economica rallentò marcatamente. Inizialmente il Fomc non reagì al calo della crescita di M1, che andava a compensare la prima parte dell'anno in cui essa era stata superiore al punto centrale della propria banda-obiettivo. Tuttavia, verso la fine di agosto, con la crescita economica in forte calo, elevate tensioni finanziarie e il dollaro in forte crescita, la Federal Reserve decise di diminuire il grado di restrizione sulle riserve bancarie. Tale politica moderatamente espansiva continuò per quasi tutto il resto dell'anno, sostenuta da due successive riduzioni del discount rate in novembre e dicembre (0,5% ognuna; il discount rate si ridusse all'8%). Nella seconda parte dell'anno si ridussero sia i tassi a breve termine che quelli a lungo termine. La riduzione dei tassi di interesse di mercato al di sotto dei rendimenti medi dei MMDAs, dei piccoli depositi a termine e dei MMMFs, portò ad una crescita molto rapida di M2, soprattutto verso la fine dell'anno.

A conferma del diverso approccio adottato dalla Federal Reserve e della minore importanza attribuita al comportamento degli aggregati monetari essa, ad esempio, nella prima parte dell'84 decise di accentuare il grado di restrizione delle riserve anche se la crescita di M2 era particolarmente debole e, nella seconda parte dell'anno, rese più espansiva la politica monetaria malgrado tassi di crescita di M3 e del debito dei settori non finanziari interni ben al di sopra delle bande-obiettivo.

Malgrado la forte crescita di M1, la Federal Reserve nel corso dell'85 accomodò sostanzialmente la domanda di moneta, che si rifletteva in una forte domanda di riserve da parte delle istituzioni di deposito. All'inizio dell'85 la politica monetaria continuò ad essere abbastanza espansiva, così come lo era stata alla fine dell'84 in relazione alla debole crescita economica ed alla particolare forza del dollaro. Solo in febbraio le riserve furono fornite alle banche con minore facilità; la Federal Reserve prese questa decisione in relazione al fatto che tutti gli aggregati monetari stavano crescendo a tassi superiori al 10% nel timore che potessero aumentare le aspettative inflazionistiche. Ma con l'attività economica che restava molto debole e il dollaro che rimaneva a livelli assai elevati la Federal Reserve decise presto di ritornare ad una politica monetaria più espansiva: in maggio il discount rate fu ridotto dello 0,5% e i tassi di interesse ripresero a scendere. Nel secondo trim. la crescita degli aggregati monetari più ampi si era notevolmente ridotta (solo M1 continuava a crescere a tassi molto alti). Il dollaro era fortemente aumentato fino a febbraio; da allora fino a metà dell'anno il suo valore effettivo si era ridotto del 9%.

In estate, con M1 e M2 in rapida crescita, l'attività economica in veloce ripresa, e il dollaro che declinava ulteriormente, la Federal Reserve decise di aumentare un poco il grado di restrizione delle riserve. A metà autunno ancora la Federal Reserve diminuì moderatamente il grado di restrizione delle riserve sempre sulla base delle indicazioni economiche sottostanti.

Il tasso di cambio effettivo del dollaro cadde di un altro 15% circa nella seconda metà dell'anno, soprattutto dopo l'annuncio dato il 22 settembre dal Gruppo dei Cinque della loro intenzione di favorire un ordinato declino del dollaro a livelli più compatibili con le fondamentali condizioni economiche di base. Il dollaro cadde fortemente nei giorni

immediatamente successivi a tale annuncio, poi si stabilizzò su un trend discendente equivalente all'incirca a quello prevalente da marzo a settembre. Le oscillazioni attorno a questo trend furono inferiori che in precedenza ed aumentò l'efficacia degli interventi delle banche centrali tesi a stabilizzare l'andamento del dollaro lungo questo trend. La decisa partecipazione della Federal Reserve a queste operazioni rese sicuramente più credibile l'intervento delle banche centrali. Oltretutto, la decisione presa dal Gruppo dei Cinque relativa alla necessità di ridurre il tasso di cambio del dollaro da un livello che si riteneva eccessivo, corrispondeva ormai alla sensazione molto diffusa nel mercato che la speculazione avesse spinto il dollaro a livelli insostenibili. Gli stessi dati sulla debole crescita dell'economia americana spingevano verso livelli più bassi del dollaro. Sono da mettere in rilievo i risultati positivi della riunione del Gruppo dei Cinque del settembre 1985, con la Federal Reserve attivamente decisa a collaborare con le altre banche centrali¹⁵⁷.

Nella prima metà dell'86, con M2 e M3 che crescevano ben all'interno delle bande-obiettivo (+7,9% e +8,4% rispettivamente) la politica monetaria della Federal Reserve fu generalmente espansiva (non si dette alcun peso all'andamento di M1). In effetti le pressioni sui prezzi rimanevano a livelli minimi, anche grazie alla forte riduzione del prezzo del petrolio, e la crescita economica era più debole delle previsioni. Ma nella decisione presa dalla Federal Reserve di ridurre il discount rate dal 7,5% al 7,0% il 7 marzo, e poi ancora al 6,5% il 21 aprile, pesarono potentemente considerazioni legate all'obiettivo di evitare una precipitosa caduta del dollaro sui mercati dei cambi. La riduzione del discount rate in marzo fu adottata in concomitanza con simili azioni intraprese da Germania e Giappone. Anche in aprile la riduzione del discount rate precedette di poco quella analoga da parte giapponese. Gli S.U. auspicavano un rilancio delle economie dei paesi industrializzati allo scopo di favorire una situazione più equilibrata negli scambi internazionali.

Nella seconda parte dell'anno la politica monetaria rimase espansiva: sia in luglio che in agosto il discount rate fu ridotto di mezzo punto percentuale. Queste riduzioni avvenivano contemporaneamente a tassi di interesse di mercato declinanti, in presenza di debole crescita economica, continua stabilità di prezzi, e con M2 e M3 che crescevano all'interno delle bande-obiettivo.

Nel corso della prima metà dell'87 la Federal Reserve si mosse nel senso di una politica monetaria meno espansiva. In aprile e in maggio, con l'identificarsi delle preoccupazioni riguardo alla discesa del dollaro e del possibile aumento dell'inflazione, la Federal Reserve aumentò il grado di restrizione sulle riserve. In aggiunta la crescita economica nella prima parte dell'anno si era rivelata superiore alle previsioni, e in aprile anche il tasso di crescita dei più ampi aggregati monetari stava rapidamente accelerando. Complessivamente nel primo semestre la crescita di M2 e M3 fu molto simile a quella fatta registrare a fine anno. Ancora in settembre, i timori per un aumento dell'inflazione e le preoccupazioni per la debolezza del dollaro spinsero la Federal Reserve ad attuare un maggior grado di restrizione attraverso le operazioni di mercato aperto; ai primi di settembre il discount rate fu aumentato da 5,5 al 6,0%.

La situazione cambiò radicalmente dopo il crollo del mercato azionario il 19 ottobre. Le preoccupazioni relative all'aumento delle aspettative inflazionistiche cedettero il passo alla necessità di impedire che le ripercussioni del forte crollo di Wall Street potessero estendersi e produrre un'estesa instabilità nei mercati finanziari e nel sistema economico. La Federal Reserve annunciò perciò immediatamente di essere pronta a fornire tutta la liquidità necessaria per sostenere il sistema economico e finanziario.

¹⁵⁷ V. "Etudes économiques de L'Ocde", Etats Unis, nov. '86, p.38-9.

A seguito delle diverse procedure operative adottate e del nuovo approccio della Federal Reserve nella conduzione della politica monetaria, la variabilità dei tassi di interesse si ridusse in maniera notevolissima. Nell'83, ad esempio (le nuove procedure operative erano state adottate a partire dall'ottobre '82) la fluttuazione dei tassi a lungo termine avvenne nell'ambito dell'1% rispetto ad una media annuale del 3% nel triennio precedente. La fluttuazione dei tassi a breve fu ancora più ridotta: ad esempio i buoni del Tesoro a 3 mesi fluttuarono in un intervallo pari a 1,5 punti percentuali contro fluttuazioni di 5,5 e anche 8,5 punti perc. nel precedente triennio. Dopo anni di incertezza la ridotta variabilità dei tassi di interesse favorì notevolmente la fiducia degli operatori nei confronti dei mercati finanziari.

I tassi di interesse oscillarono ancora di meno nel 1985, con la politica monetaria che si orientò in quell'anno in una direzione decisamente espansionistica; basti pensare che, complessivamente, i tassi di interesse a breve termine fluttuarono in una fascia dell'ampiezza di 1-1,5 punti percentuali, mentre quelli a lungo termine fluttuarono in una fascia inferiore ai due punti percentuali.

Negli altri anni il movimento dei tassi di interesse, pur rispondendo alle diverse pressioni sul mercato del credito, alla variazione del grado di restrizione della politica monetaria, ecc., non fu nemmeno lontanamente paragonabile alla rapidità e all'ampiezza delle fluttuazioni verificatesi durante l'esperimento monetarista.

Nei primi due anni dopo l'uscita dalla recessione i tassi di interesse, sebbene in calo, si mantennero ancora su livelli elevati, particolarmente quelli reali. In considerazione della decisa ripresa del sistema economico, la domanda di credito fu particolarmente forte, e si venne a sommare alle necessità di finanziamento del deficit federale; la politica monetaria contribuì anch'essa a mantenere tassi di interesse ancora decisamente elevati, mantenendosi per buona parte dell'84 moderatamente restrittiva. Rispetto al triennio 1980-82 di politica monetaria fortemente restrittiva, i tassi di interesse, nel 1983, furono molto più stabili e più bassi. Abbastanza stabili fino in primavera, aumentarono da giugno ad agosto in conseguenza della politica monetaria più restrittiva (1,5 punti perc. in più rispetto ai livelli più bassi cui erano scesi nella prima parte dell'anno), quindi ridiscesero rimanendo comunque al di sopra dei livelli minimi precedentemente toccati. I tassi di interesse a breve termine furono mediamente nell'83 inferiori di 2-3 punti perc. rispetto all'82 (l'anno in cui i tassi di interesse a breve termine furono più bassi nel periodo 1980-82). I tassi di interesse a lungo termine furono mediamente pari ai livelli dell'80, vale a dire da 1,5 a 2,5 punti perc. in meno rispetto all'81 e all'82. Poi, nell'84, i tassi di interesse fluttuarono moderatamente, crescendo generalmente nella prima parte dell'anno e calando nella seconda metà, rispecchiando la forza della crescita del sistema economico (che portò la domanda di credito ad essere particolarmente forte nella prima parte dell'anno), e il grado di restrizione della politica monetaria. Per la fine dell'anno, la maggior parte dei tassi di interesse si trovò ad un livello inferiore rispetto all'inizio dell'anno, anche se mediamente essi furono leggermente superiori rispetto all'83.

Il deficit federale contribuì in maniera determinante a tenere molto elevati i tassi di interesse reali rispetto all'esperienza storica. Il prime rate reale, ad esempio, dopo aver raggiunto nell'81 e '82 valori superiori al 10%, si ridusse poi a poco più del 7% nell'83, e nell'84 risalì mediamente all'8,3%, dopo che negli anni '70 era stato mediamente inferiore al 2%. I giganteschi deficit federali contribuirono anche a sostenere le aspettative inflazionistiche (già di per se stesse difficili a ridursi per la lunga esperienza inflazionistica). La stessa rapida ripresa dell'economia in presenza di elevati tassi di interesse reali ex-post fa ritenere che, una volta tenuto conto delle aspettative inflazionistiche, i tassi di interesse reali ex-ante furono probabilmente più bassi di quelli ex-post¹⁵⁸.

¹⁵⁸ Cfr. G.H. Miller, K. Mitchell e D. Hoxworth: "The US. economy and monetary policy in 1983", FRB of K. C. ec. rev. dec. '83, p. 7-11.

Sia per la minor forza della crescita del sistema economico che per la politica monetaria più espansiva a partire dal 1985 i tassi di interesse si ridussero considerevolmente. Nell'85 i tassi di interesse si ridussero di 3-4 punti percentuali rispetto ai livelli medi dell'84. Essi continuarono a declinare sostanzialmente nel 1986, e sia i tassi a breve che a lungo termine si ridussero a livelli paragonabili solo a quelli del 1977. Oltretutto, nel 1986 declinò anche il differenziale tra i tassi di interesse americani e quelli delle principali nazioni straniere, sia per quanto riguarda quelli a breve che quelli a lungo termine.

Sia i tassi a breve che a lungo termine rimasero abbastanza stabili fino all'aprile dell'87, poi aumentarono fino ad ottobre per la politica monetaria più restrittiva adottata dalla Federal Reserve. Per esempio il tasso sui buoni del Tesoro a 3 mesi aumentò dal 5,5% in gennaio al 7,0% a metà ottobre. Allo stesso modo, il tasso sulle obbligazioni del Tesoro a 30 anni crebbe dal 7,3% all'inizio dell'anno a più del 10% a metà ottobre. Dopo di che, per il crollo della borsa a metà ottobre, tutti i tassi di interesse declinarono, e a fine anno erano più di un punto perc. al di sotto dei livelli di metà ottobre. Gli aumenti dei tassi di interesse da aprile in poi furono soprattutto la conseguenza della politica più restrittiva adottata dalla Federal Reserve per far fronte al persistente indebolimento del dollaro e alle aumentate aspettative inflazionistiche. La caduta dei tassi di interesse a seguito del crollo della borsa fu provocata innanzitutto dalla forte domanda che gli investitori diressero verso attività che garantissero loro liquidità e sicurezza quali le attività a reddito fisso. La caduta dei tassi di interesse fu rinforzata dall'atteggiamento assunto dalla Federal Reserve.

Con la politica monetaria che, soprattutto a partire dal 1985, divenne molto più espansiva, oltre alla riduzione dei tassi di interesse nominali si ebbe anche la riduzione di quelli reali. Quest'ultimi rimasero comunque assai elevati rispetto agli standard storici. La causa principale continuava ad essere costituita dagli elevati deficit federali e dal timore, da parte degli investitori, che tali deficit avrebbero portato prima o poi ad una crescita monetaria inflazionistica¹⁵⁹. Tassi di interesse reali così elevati, soprattutto quelli a lungo termine, erano destinati a produrre effetti negativi sugli investimenti, sui quali influiva invece positivamente la loro maggiore stabilità; essi scoraggiavano l'emissione di obbligazioni da parte delle imprese, che preferivano invece indebitarsi a breve termine. Era preoccupante il fatto che, malgrado l'abbandono della politica monetaria fortemente restrittiva adottata in precedenza dalla Federal Reserve, gli elevati deficit federali mantenessero tassi di interesse reali molto sostenuti e producessero effetti negativi anche sul piano delle aspettative inflazionistiche.

Il perseguimento degli obiettivi intermedi relativi agli aggregati monetari: l'abbandono di M1 e gli effetti dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione

¹⁵⁹ Si può ricordare il prime rate reale, che nel 1985 fu pari in media al 6,3%, decisamente inferiore rispetto al periodo 1981-84, ma ben oltre la media dell'1,8% della seconda metà degli anni '70. Il tasso di interesse reale sui buoni del Tesoro a 3 mesi fu pari in media a circa il 3,2% nel corso dell'86, ma nella seconda metà degli anni '70 era stato mediamente pari allo 0,8%.

Tab. 3

	'83	'84	'85	'86	'87
M1	4 - 8 (5 - 9)** 10 (7,2)**	4 - 8 5,2	4 - 7 (3 - 8)** 12 (12,7)**	3 - 8 15,3	5,8*
M2	(7 - 10)*** (8,3)***	6 - 9 7,7	6 - 9 8,6	6 - 9 9	5,5 - 8,* 4,1
M3	6,5 - 9,5 9,7	6 - 9 10,5	6 - 9,5 7,4	6 - 9 8,9	5,5 - 8* 5,5
B. DE	8,5 - 11,5 10,5	8 - 11 13,4	9 - 12 13,5	8 - 11 13,2	8 - 1 9,

* dati relativi ai primi undici mesi dell'anno

** tra parentesi i nuovi obiettivi e i relativi tassi di crescita per il periodo compreso tra il secondo e il quarto trimestre dell'anno

*** obiettivi e tassi di crescita relativi al livello del quarto trimestre in confronto alla media di febbraio e marzo

La ridotta importanza assegnata ad M1 come obiettivo intermedio della politica monetaria si manifestò chiaramente nel 1983 in quanto, per quell'anno, fu fissata una banda di controllo per M1 dell'ampiezza di 4 punti percentuali. L'introduzione dei Now accounts su base nazionale all'inizio dell'81, oltre ad aver modificato profondamente la composizione di M1, sembrava avere alterato e reso meno prevedibile il suo comportamento. Siccome i Now accounts potevano essere detenuti sia a scopo di transazione che di investimento, l'andamento di M1 ne risultava corrispondentemente modificato, come si era visto particolarmente nel 1982. Anche l'introduzione dei Super Now accounts all'inizio del 1983 poteva alterare l'andamento di M1 rispetto alla passata esperienza.

Per M1 si stabilì così una banda di controllo dei tassi di crescita compresa tra il 4 e l'8%; tale banda non doveva però essere intesa come un vero e proprio obiettivo. Viste le difficoltà di prevedere l'andamento di M1 nel prossimo futuro, il Fomc si limitava a controllare l'andamento di tale aggregato; l'importanza da assegnare ad esso come obiettivo intermedio della politica

monetaria sarebbe aumentata nella misura in cui si fossero acquisite informazioni più precise sul suo andamento in modo da aumentare considerevolmente la capacità di previsione. Il Fomc si aspettava una sua minore crescita rispetto all'82 anche se la domanda di M1 a scopo di investimento avrebbe potuto essere particolarmente forte nell'83 in considerazione della riduzione dell'inflazione e dei tassi di interesse.

La crescita di M1 continuò a divergere rispetto agli standard storici nella prima metà dell'83. Come era accaduto durante l'82, fu la domanda di tipo precauzionale, per le incertezze sulle prospettive dell'occupazione e del reddito, a sostenere la forte crescita dei depositi altamente liquidi e fruttiferi (cioè soprattutto i Now accounts). In aggiunta, la riduzione dei tassi di interesse ridusse notevolmente il costo-opportunità della detenzione delle componenti di M1, provocandone così un ulteriore aumento della domanda. La crescita dei Super Now accounts (introdotti ai primi di gennaio), sebbene più rapida delle altre componenti fruttifere di M1, ha avuto un piccolo effetto sulla crescita complessiva di M1; in più, il flusso di fondi dall'estero di M1 verso i Super Now accounts è stato all'incirca equivalente al deflusso di fondi verso i MMDAs. Complessivamente perciò, l'introduzione dei nuovi depositi decisa dal Garn St. Germain Act ha avuto minori effetti distorsivi su M1 di quanto non ci si aspettasse.

Nel meeting tenuto in luglio (dell'83) il Fomc, in relazione alla forte crescita di M1 (a un tasso annuale di oltre il 12% nel primo semestre) decise di adottare per l'83 una nuova banda di controllo, dal 5 al 9%, di un punto percentuale superiore a quella stabilita in febbraio, e relativa però al tasso annuale di crescita dal secondo al quarto trim. dell'anno. Considerato che l'andamento di M1 continuava ad essere poco prevedibile, il Fomc decise di continuare a dare poco peso a questo aggregato come obiettivo intermedio. La nuova banda di controllo stabilita a metà anno puntava ad una riduzione del tasso di crescita di M1 rispetto alla prima parte dell'anno. In effetti, nel 2° semestre, per la maggior fiducia nella ripresa del sistema economico, si ridusse la domanda di depositi liquidi a scopo precauzionale, che fu ulteriormente ridotta da un moderato aumento dei tassi di interesse in estate.

Così, il tasso di crescita di M1 dal quarto trim. dell'82 al quarto trim. dell'83 fu pari al 10%. Ma sulla base della nuova banda di controllo stabilita a metà anno, la crescita di M1 dal secondo trim. al quarto trim. fu pari ad un tasso annuale del 7,2% (assai vicino al punto centrale della nuova banda di controllo). Mentre nella seconda parte dell'anno la velocità di circolazione di M1 andò aumentando avvicinandosi agli standard storici relativi ad analoghe fasi di uscita dalla recessione, la caduta della velocità nella prima parte dell'anno se ne era allontanata decisamente.

Nel corso dell'84, malgrado per quell'anno il Fomc avesse deciso, in febbraio, di continuare ad assegnare una minore importanza all'andamento di M1 ed avesse così fissato un'ampia banda di controllo compresa tra il 4 e l'8%, esso crebbe solo del 5,2%, molto più in linea rispetto agli standard storici. Il Fomc decise così, nel corso dell'anno, di assegnare più importanza ad M1 nell'esecuzione della politica monetaria di quanta non gliene fosse stata attribuita a partire dall'ottobre '82. La velocità di circolazione di M1 aumentò in quell'anno del 4%, in conseguenza del venir meno della domanda di moneta per motivi precauzionali ed anche per la crescita dei tassi di interesse a breve termine nella prima parte dell'anno.

La banda-obiettivo per il tasso di crescita di M1 nel 1985 fu posta così tra il 4 e il 7%. Come si vede fu ridotto di un punto perc. il limite superiore rispetto all'anno precedente, cosicché l'ampiezza della banda-obiettivo diminuì a 3 punti perc.; tale fatto era in linea con la maggiore importanza assegnata a M1 già nel corso dell'84 visto il suo andamento più regolare e prevedibile. M1 nell'84 era cresciuto poco oltre il 5%; la banda obiettivo fissata per l'85 puntava su una crescita di M1 in linea con quella dell'anno precedente, anche se una minore crescita della velocità di circolazione poteva verificarsi per effetto del processo di deregolamentazione dei depositi (si riteneva che questo processo avrebbe ridotto il trend di crescita della velocità di circolazione di M1): ecco perché nella banda-obiettivo per M1 si lasciava più spazio per una crescita dell'aggregato superiore rispetto all'anno precedente piuttosto che inferiore.

L'ultimo tentativo di ridare ad M1 una certa importanza come obiettivo intermedio della politica monetaria fu però di breve durata. Infatti, mentre i tassi di crescita di M2 e M3 nei 4 trimestri dell'85 furono all'interno delle bande-obiettivo, non così avvenne per quello di M1, che crebbe ben oltre il limite consentito. Non per questo la politica monetaria si mosse in senso restrittivo, in quanto sia la debole crescita economica (soprattutto nella prima metà dell'anno), sia la ridotta inflazione che il valore assai elevato del dollaro sul mercato dei cambi (malgrado il suo calo da febbraio in poi), spinsero la Fed. Res a dare più peso all'andamento di M2 e M3 come obiettivi prossimi a quelli finali, e quindi ad accomodare la domanda di moneta.

M1 aumentò nei primi 2 trimestri dell'anno ad un tasso annuale superiore al 10%. Tale forte crescita corrispondeva ad una rapida caduta della velocità di circolazione, cosicché a luglio il Fomc decise di stabilire per M1 una nuova banda di controllo compresa tra il 3 e l'8%, intesa come tasso annuale di crescita dal secondo al quarto trim. dell'anno. La crescente incertezza attorno all'andamento di M1 si rispecchiava nell'ampliamento della banda-obiettivo a ben 5 punti perc., anche se, a metà anno, ci si aspettava una crescita più regolare di M1 nella seconda parte dell'anno. Avvenne invece esattamente il contrario, con la velocità di circolazione che declinò ancora più velocemente. In autunno il Fomc, in considerazione della situazione economica sottostante e della crescita degli aggregati monetari più ampi all'interno delle loro bande-obiettivo, dichiarò esplicitamente che sarebbe stata accettabile una crescita di M1 ad un tasso anche molto elevato. In effetti, dal secondo al quarto trim. dell'85 M1 aumentò del 12,7% (tasso annuale), mentre la crescita nei quattro trimestri dell'anno fu appena inferiore al 12%. La forte crescita di M1 andava soprattutto attribuita ai ridotti tassi di interesse, sebbene l'aumento della domanda di M1 fosse stata superiore rispetto a quanto avveniva storicamente in seguito ad analoghe riduzioni dei tassi di interesse. In realtà il comportamento di M1 sembrava essere diventato molto più sensibile alla variazione dei tassi di interesse di mercato per l'introduzione dei Now accounts e dei Super Now accounts (i primi offrono un tasso di interesse fisso e i secondi senza tetti al pagamento di interessi). Ogni volta che i tassi di interesse di mercato si riducevano, diminuiva in proporzione molto di più il costo-opportunità di detenere questi depositi fruttiferi rispetto a quanto non avveniva per i depositi a domanda infruttiferi. Oltretutto questi depositi, oltre ad essere detenuti a scopo di transazione venivano tenuti anche a scopo di investimento; ne derivava che la riduzione del differenziale tra i tassi di interesse offerti su questi depositi e quelli sui depositi a termine e gli strumenti di mercato diminuiva l'incentivo a tenere separati tra diversi depositi i fondi tenuti a scopo di transazione e quelli a scopo di investimento; le componenti fruttifere di M1 continuavano invece a riunire in se stesse entrambi i motivi per domandare moneta.

La banda di controllo fissata per M1 nell'86 restò compresa tra il 3 e l'8%. Nel 1986 l'andamento degli aggregati monetari fu assai simile a quello dell'85, con M1 che cresceva in maniera fortissima ed M2 e M3 all'interno delle rispettive bande-obiettivo. M1 aumentò nell'86 del 15,3%. Col forte declino dei tassi di interesse che si verificò in quell'anno e l'aumentata elasticità della domanda di M1 al tasso di interesse, la velocità di circolazione continuò ad aumentare in maniera rapidissima. Come dichiarò il Fomc nel suo meeting di luglio: *“era diventato molto difficile valutare o prevedere le implicazioni della crescita di M1 per il corso futuro dell'attività economica e del tasso di inflazione”*¹⁶⁰. Perciò anche in quell'occasione il Fomc non poté che affermare che la crescita di M1 oltre il limite superiore della banda-obiettivo era accettabile.

Per la prima volta da quando la Federal Reserve aveva incominciato a stabilire bande-obiettivo per la crescita degli aggregati monetari, nel 1987 non fu fissata una banda-obiettivo per l'aggregato M1. Negli ultimi anni la velocità di circolazione di M1 era caduta rapidamente, gettando molta incertezza sul rapporto tra M1 e il livello dell'attività economica. Dopo il

¹⁶⁰ Cfr. nota 5, p. 21, J. A. Cacy, G. H. Miller e R. Roberts: “The U.S. economy in 1986 and 1987”, dec. '86, FRB of K. C. ec. rev.

comportamento di M1 nell'86 si decise così di abbandonarne completamente il controllo.

Nel 1987 M1 aumentò del 5,8%, molto di meno rispetto agli ultimi anni. La forte riduzione della crescita di M1 confermò l'elevata elasticità di questo aggregato ai tassi di interesse. Mentre M1 era cresciuto ad un tasso annuale pari al 13,1% nel primo trim. dell'87, da allora in poi il suo tasso di crescita crollò (nel terzo trim. addirittura l'ammontare di M1 rimase invariato) in concomitanza con il sostenuto aumento dei tassi di interesse. La crescita dei depositi a scopo di transazione cadde ad un ritmo come non si vedeva dal 1984 (l'ultima volta in cui i tassi di interesse erano cresciuti in maniera sostenuta), poiché l'aumento del costo-opportunità delle attività comprese in M1 provocato dalla crescita degli interessi incentivò lo spostamento di fondi verso gli strumenti di mercato.

A seguito dell'estrema difficoltà di prevedere l'andamento di M1 e perciò dell'impossibilità di utilizzarlo come obiettivo intermedio della politica monetaria la Federal Reserve assegnò maggiore importanza al controllo degli aggregati monetari più ampi: M2 e M3.

Soprattutto la crescita dell'aggregato M2 fu, fino al 1986, sempre all'interno delle bande-obiettivo prefissate dal Fomc.

La banda-obiettivo fissata dal Fomc per M2 nel 1983 andava dal 7 al 10%; la crescita di M2, però, veniva misurata a partire dal livello medio di M2 in febbraio e marzo, fino al livello raggiunto nell'ultimo trimestre dell'anno. Il Fomc prevede giustamente, infatti, che l'andamento di M2 sarebbe stato fortemente influenzato dall'afflusso di fondi verso i MMDAs soprattutto nel primo trim. dell'anno, tanto è vero che in quel trimestre la crescita di M2 fu pari al 20,5% (tasso annuale), con una forte caduta della velocità di circolazione. Nel resto dell'anno, con una debole domanda di prestiti da parte delle imprese verso le banche commerciali, quest'ultime promossero molto di meno la crescita dei MMDAs; cosicché la crescita dei M2, a partire dalla media di febbraio-marzo fino al quarto trim. dell'83 fu pari ad un tasso annuale dell'8,3%, ben all'interno della banda-obiettivo prefissata (dal quarto trim. dell'82 al quarto trim. dell'83 M2 aumentò poco più del 12%). Malgrado il fatto che all'incirca solo un quarto dei fondi che sono stati indirizzati verso i MMDAs siano pervenuti dall'esterno di M2 (il resto è stato trasferito dai depositi a risparmio, dai piccoli depositi vincolati e dai MMMFs) essi hanno perciò provocato, come giustamente ha previsto il Fomc, un forte aumento di M2, soprattutto all'inizio dell'anno. Se perciò si corregge l'andamento di M2 per questo afflusso di fondi, l'aumento della velocità di circolazione di M2 è risultato assai vicino agli standard storici.

L'aumento di un punto percentuale della banda-obiettivo di M2 nell'83 teneva conto del fatto che la crescita di M2 poteva essere sospinta verso l'alto nel corso dell'anno da un ulteriore spostamento di fondi verso i MMDAs provenienti da fonti esterne ad M2, sebbene ad un ritmo molto ridotto rispetto a dicembre e gennaio.

In considerazione dell'andamento assai regolare dimostrato da M2 dopo il primo trim. dell'83, il Fomc decise di ridurre la sua banda-obiettivo per il 1984 a livelli dei tassi di crescita compresi tra il 6 e il 9%; tale banda-obiettivo rimase invariata fino al 1986. La riduzione della crescita di M2 nell'84, +7,7% rispetto all'8,3% dell'83 (tasso di crescita relativo al livello di M2 nel quarto trim. dell'84 confrontato con il livello medio di M2 in febbraio e marzo) era legato al venir meno del forte impulso espansivo associato all'iniziale autorizzazione dei MMDAs. Nell'85 e '86 i tassi di crescita di M2 aumentarono avvicinandosi e raggiungendo i limiti superiori delle bande-obiettivo, rispettivamente +8,6% e +9%.

Nell'85 bisogna tener presente che M2 fu spinto verso l'alto essenzialmente dal forte aumento di M1, mentre le componenti non a scopo di transazione di M2 aumentarono solo del 7,6%. La stessa tendenza allo spostamento di fondi verso attività più liquide che portò ad un così rapido aumento di M1 produsse anche una redistribuzione dei depositi all'interno della componente non a scopo di transazione di M2: vi fu un declino dei relativamente meno liquidi piccoli

depositi a termine mentre aumentarono notevolmente i più liquidi MMDAs e anche i depositi a risparmio. La crescita di M2 è stata limitata in una certa misura dallo spostamento, nell'ambito del portafoglio delle famiglie, di fondi tenuti in componenti di M2 verso quote in azioni o fondi mutui obbligazionari.

La maggior crescita fatta registrare da entrambi gli aggregati più ampi nell'86 è più che comprensibile se si considera che la politica monetaria restò espansiva nel corso di tutto l'86 con forti riduzioni dei tassi di interesse.

Per il marzo dell'86 era prevista la fase finale della deregolamentazione dei depositi (che doveva essere completata entro 6 anni dal Monetary Policy Act del marzo 1980); gli aspetti principali di essa prevedevano l'eliminazione dei tetti di interesse sui Now accounts e sui depositi a risparmio (sui depositi a domanda rimaneva il divieto di pagare interessi). Erano però attesi effetti minimi sia sull'andamento degli aggregati monetari più ampi che su M1: il fatto è che le istituzioni di deposito già da alcuni anni avevano avuto l'ampia possibilità di offrire analoghi depositi (basti pensare ai Super Now accounts, ai MMDAs, ecc) liberi di tetti nel pagamento degli interessi.

Sulla base della previsione di una crescita più moderata del PNL reale, il Fomc decise, nel meeting del febbraio '87, di ridurre le bande-obiettivo sia di M2 che di M3 di mezzo punto percentuale, portandole al 5,5 - 8,5%. M2 aumentò del 4,1% nell'87, meno della metà rispetto all'86 e molto al di sotto del limite inferiore della banda-obiettivo. Il forte calo della crescita di M2, oltre a subire l'effetto della ridotta crescita di M1, fu anche dovuto alla riforma fiscale di quell'anno. Essa, eliminando in buona parte la possibilità di dedurre gli interessi a fini fiscali può aver ridotto la domanda del pubblico per le attività comprese in M2 inducendo gli individui a far fronte agli acquisti per mezzo delle proprie attività liquide anziché ricorrere al credito e a ridurre nello stesso tempo il debito al consumo.

L'altro aggregato cui la Federal Reserve assegnò maggiore importanza come obiettivo intermedio della politica monetaria fu M3.

Nell'83 la banda-obiettivo per M3 restò invariata rispetto all'82, andando al 6,5 al 9,5%. Ciò comportava però una decisa riduzione del tasso di crescita di M3 rispetto all'elevato livello fatto registrare nell'82. Il Fomc riteneva che lo spostamento di fondi verso i MMDAs (ed anche in minor misura verso i Super Now accounts) provenienti da strumenti di mercato non compresi in M3 dovesse essere molto limitato; per M3 l'introduzione dei nuovi depositi doveva comportare soprattutto una redistribuzione di fondi al suo interno. Per il 1983 fu stabilita per la prima volta una gamma di tassi di crescita per il debito totale dei settori non finanziari interni; l'espansione del debito di questi settori non era considerato un obiettivo diretto della politica monetaria, ma doveva essere preso in considerazione nella valutazione del comportamento degli altri aggregati monetari e dell'impatto della politica monetaria. Tale banda fu pari all'8,5 - 11,5%. Nell'anno precedente la crescita era stata pari al 9,5%. Per il 1983 ci si attendeva una crescita in linea con quella del PNL nominale (sulla base delle tendenze di lungo termine), anche se, nelle particolari circostanze dell'83, cioè nel primo anno della fase di ripresa, ci si poteva attendere una crescita del credito leggermente superiore. In particolare, per lo straordinario livello previsto del deficit federale, sarebbe probabilmente affluita al settore privato una quota minore del credito rispetto ad analoghe fasi cicliche nel passato.

Il Fomc pose l'accento sulla necessità, nell'esecuzione della politica monetaria, di una continua attenzione alle relazioni tra ciascuna delle misure della moneta e del credito e l'attività economica e i prezzi, particolarmente dopo gli andamenti così imprevisti della velocità dei vari aggregati nel 1'82. Per meglio comprendere il significato dell'andamento degli aggregati monetari era stata adottata una banda di controllo per il debito dei settori non finanziari interni.

Il suo andamento doveva permettere di valutare più correttamente le deviazioni degli aggregati monetari dai sentieri di crescita prefissati.

Mentre nel 1984 la crescita di M2 era avvenuta vicino al punto centrale della sua banda-obiettivo, invece il tasso di crescita di M3 e del debito dei settori non finanziari interni fu decisamente superiore alle bande-obiettivo loro assegnate: rispettivamente pari al 10,5% e 13,4%, smentendo le previsioni del Fomc che aveva ridotto entrambe le bande-obiettivo di questi aggregati di 0,5 punti perc. In particolare la grossa differenza tra i tassi di crescita di M2 e M3 ha riflettuto l'elevata emissione di large CDs e altre managed liabilities da parte delle banche commerciali e delle thrift institutions per riuscire a sostenere la notevole domanda di credito. Nel 1984 infatti il debito dei settori non finanziari interni aumentò ad un ritmo sostenutissimo, fortemente superiore agli standard storici; tale crescita era provocata innanzitutto dalle gigantesche necessità di finanziamento del deficit federale, e poi dalla grossa domanda di credito provocata da una valanga di fusioni e acquisizioni; anche tenuto conto di quest'ultimo fattore la domanda di credito del settore privato fu assai elevata rispetto all'esperienza storica. Questa grossa crescita del debito, ben oltre quella del PNL nominale, trascinò con sé, come s'è visto, quella di M3. Come osservato nella parte economica, la forte domanda di risorse finanziarie da parte dei settori non finanziari interni fu soddisfatta con sempre maggiore ricorso al risparmio estero.

I flussi netti di capitali dall'estero furono più del doppio di quelli dell'83. Le banche continuarono ad intermediare sostanziali ammontari di questi flussi: nella misura in cui esse raccolgono fondi in eurodollari indebitandosi con le loro filiali estere o con le banche straniere, essendo questi tipi di passività esclusi da M2 e M3 e riducendo la necessità delle banche del ricorso a manage liabilities (incluse in M2 e M3), questi flussi di capitale riducono la crescita degli aggregati monetari più ampi in rapporto al credito e al PNL nominale. Inoltre, sia il governo federale che le società private hanno continuato a finanziarsi direttamente sui mercati esteri per mezzo di Eurobonds (che nell'84 hanno raggiunto livelli record), riducendo la domanda di credito rivolta agli intermediari finanziari americani. I flussi di capitale dall'estero sono anche costituiti in misura notevole in investimenti diretti relativi ad acquisizioni di imprese americane da parte di società estere.

Sia nell'85 che nell'86 il debito dei settori non finanziari interni continuò a crescere a tassi superiori al 13%, ben superiori a quelli che ci si poteva aspettare sulla base dell'esperienza storica. In considerazione del venir meno di un rapporto stabile tra reddito nominale e debito, il Fomc ritenne che tali elevati tassi di crescita del debito non dovessero alimentare l'inflazione. Essi erano innanzitutto la conseguenza degli elevati deficit federali, ma erano anche il frutto di un maggiore indebitamento del settore privato rispetto agli standard storici. Delle cause di tale fenomeno si è detto alla fine del terzo cap.; esso aveva implicazioni per la politica monetaria, poiché comportava un notevole deterioramento della situazione finanziaria di famiglie e imprese.

Nel Monetary Policy Report to Congress del febr. '85 la banda-obiettivo di M3 venne ampliata aumentando di mezzo punto perc. il limite superiore, così essa risultò compresa tra il 6 e il 9,5%. Anche la banda-obiettivo per il debito dei settori non finanziari interni fu aumentata: risultò compresa tra il 9 e il 12% (l'anno precedente era pari al 8,11%). Per i motivi già indicati l'espansione di M3 e dell'aggregato creditizio sottoposto a controllo era stata fortissima nell'84, per cui l'espansione di entrambi gli aggregati all'interno delle bande-obiettivo avrebbe rappresentato una decisa decelerazione rispetto all'anno precedente. L'anno di mezzo punto perc. del limite superiore della banda-obiettivo per M3 rifletteva la previsione che anche nell'85, sebbene in misura inferiore rispetto all'84, la crescita di M3 avrebbe potuto essere ben superiore rispetto agli standard storici, a causa dell'elevata domanda di credito che si rivolgeva alle istituzioni di deposito. La ridotta velocità di circolazione di M3 avrebbe reso perciò inopportuno un aumento del grado di restrizione della politica monetaria per fare rientrare la crescita di M3 all'interno della banda obiettivo. Allo stesso modo l'aumento della banda obiettivo per

l'aggregato creditizio sottoposto a controllo, malgrado l'atteso moderato rallentamento della crescita del PNL, riconobbe che il rapporto tra debito e attività economica poteva ben aumentare rispetto agli standard storici. Una crescita di M3 e del debito dei settori non finanziari interni in rapporto a quella del PNL nominale superiore all'esperienza passata non era perciò considerata incompatibile con gli obiettivi finali della Federal Reserve, e quindi non destinata ad alimentare l'inflazione. Si riduceva comunque l'importanza di M3 come obiettivo intermedio della politica monetaria, poiché risultava più difficile interpretarne esattamente gli spostamenti, essi dovevano essere attentamente valutati alla luce della domanda di credito. M1 e M2 erano così gli aggregati a cui veniva assegnata maggiore importanza della Federal Reserve all'inizio dell'85.

La crescita più regolare di M3 nell'85 fece sì che si ritornasse a dare più importanza al suo controllo. In quell'anno M3 aumentò ad un tasso del 7,4%, molto di meno dell'84 e nella parte inferiore della propria banda-obiettivo.

Nell'85 si ridusse notevolmente l'espansione del credito concesso dalle istituzioni di deposito, e conseguentemente diminuì la loro necessità di raccogliere fondi sul mercato attraverso l'emissione di managed liabilities (comprese in M3). La riduzione nella crescita dell'attività fu più accentuata per le thrift institutions in risposta alla nuova regolamentazione imposta dal Federal Home Loan Bank Board, che aumentò l'ammontare di capitale che le thrift in rapida crescita dovevano detenere obbligatoriamente.

Nell'86 M3 aumentò dell' 8,9%, assai prossimo al limite superiore della sua banda-obiettivo, che era stato ridotto per quell'anno di 0,5 punti perc. (l'ampiezza della banda-obiettivo per M3 era, nell'86, di 3 punti perc., e andava dal 6 al 9%). La politica monetaria assai espansiva, come già s'è detto per M2, aveva comportato nell'86 un aumento del tasso di crescita di entrambi gli aggregati, portandoli ai livelli massimi stabiliti dalle riserve bande-obiettivo.

Nell'87, analogamente a M2, la banda-obiettivo per M2 fu ridotta di mezzo punto perc., 5,5-8,5%, mentre quella relativa al debito dei settori non finanziari interni restò invariata: 8-11%. Anche la crescita di M3 crollò nel 1987, collocandosi al livello minimo concesso dalla banda-obiettivo. Il suo calo fu comunque inferiore a quello di M2 in quanto, malgrado la notevole moderazione nella domanda di credito quest'ultima fu tale da impedirne un crollo come quello subito dal M2. Infatti, se nell'87 il debito dei settori non finanziari interni aumentò solo più del 9,6%¹⁶¹, soprattutto per una certa riduzione del deficit del bilancio federale, esso fu abbastanza al di sopra della crescita del PNL nominale.

6.2. VALUTAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DAL 1923 AL 1987

La ridotta importanza del controllo degli aggregati monetari

Nel periodo in questione si è ridotta notevolmente l'importanza degli aggregati monetari come indicatori della politica monetaria. Se nel periodo dall'ottobre 1979 fino al 1982 essi costituivano il principale se non l'unico obiettivo intermedio della politica monetaria, da allora in poi la Federal Reserve ha preso le sue decisioni non più unicamente con lo scopo di garantire una crescita degli aggregati monetari all'interno delle bande-obiettivo prefissate. I motivi di

¹⁶¹ Dato relativo ai primi due mesi dell'anno.

questo diverso atteggiamento stanno sia nella crescente difficoltà di interpretare il significato del movimento degli aggregati e sia nella molteplicità dei problemi cui la Federal Reserve si è trovata di fronte; mentre nel periodo precedente lo scopo principale della Federal Reserve era quello di combattere l'inflazione, ora si trattava di favorire una crescita dell'economia senza un ritorno dell'inflazione, con l'andamento del dollaro e il crescente indebitamento dei settori interni che rappresentavano potenzialmente dei grossi pericoli per il sistema economico e finanziario.

Di fronte alla necessità di tener conto dello sviluppo di un insieme di fattori i quali potevano anche richiedere provvedimenti tra loro contrastanti, oltretutto rapidi mutamenti nella direzione e nell'intensità della politica monetaria, la Federal Reserve non poteva più vincolare la propria politica all'ottenimento di tassi di crescita degli aggregati monetari all'interno di una gamma predeterminata. La Federal Reserve ha continuato comunque a fissare bande-obiettivo per i diversi aggregati monetari, anche se a partire dall'inizio del 1983 A. M. Solomon ha definito il nuovo atteggiamento della Federal Reserve come un approccio "tripartito"¹⁶²: la Federal Reserve continua sì a tener conto dell'andamento degli aggregati monetari, però accanto ad essi dà importanza anche all'andamento dell'economia (PNL reale e inflazione), nonché al comportamento dei tassi di interesse a breve termine (a cui risulta strettamente legato l'andamento del dollaro).

Soprattutto l'aggregato monetario M1, che era quello cui in precedenza si dava maggiore importanza come obiettivo intermedio della politica monetaria, è quello che in questo periodo ha ricevuto minor considerazione, da parte delle autorità monetarie, nell'attuazione della politica monetaria. A parte il primo semestre del 1985, per esso sono state fissate solo bande di controllo assai ampie per la sua imprevedibilità; addirittura per l'87 si è rinunciato alla fissazione di qualsiasi target. M1 è in effetti cresciuto molto di più di quanto ci si sarebbe aspettato sulla base delle relazioni storiche tra moneta, reddito e tassi di interesse.

Le nuove componenti di M1 quali i Now accounts e i Super Now accounts ne hanno accresciuto l'elasticità rispetto ai tassi di interesse¹⁶³; queste componenti hanno portato a domandare M1 anche a scopo di investimento; quando a partire dell'82 i tassi di interesse hanno incominciato a scendere, la riduzione del differenziale tra i tassi di mercato e quelli offerti sulle componenti fruttifere di M2 ha comportato un grosso aumento della domanda di M1 a scopo di investimento. Ne è derivato il crollo della velocità di circolazione di M1 e quindi il fatto che a suoi elevati tassi di crescita non corrispondeva un aumento delle spinte inflazionistiche. La Federal Reserve, in considerazione di queste specifiche cause dell'aumento della domanda di M1 (non legate ad un aumento della domanda aggregata), ha ripetutamente lasciato, a partire dall'82, che la crescita di M1 superasse i limiti superiori della propria banda-obiettivo¹⁶⁴.

Venendo meno un rapporto stabile con l'andamento del reddito nominale, M1 perdeva validità come indicatore per la politica monetaria. Nel 1985 e nel 1986, ad esempio, malgrado tassi di crescita di M1 uguali o superiori al 12%, la politica monetaria si è mantenuta espansiva con i tassi di crescita di M2 e M3 che restavano invece abbastanza all'interno delle rispettive bande-obiettivo.

In questo periodo (1983-87), così, la Federal Reserve si è avvalsa soprattutto delle informazioni più attendibili fornite dagli aggregati più ampi M2 e M3. I grossi disturbi alla domanda di M1 tendevano a compensarsi nell'ambito delle attività comprese in M2 e M3.

¹⁶² Cfr. Anthony M. Solomon "Some problems and prospects for Monetary Policy in 1985" in FRB of NY quart. rev., winter '84/'85.

¹⁶³ Cfr. Howard L. Roth "Has deregulation ruined M1 as a policy guide?", FRB of K.C. ec. rev., june '87, pp. 24 - 37.

¹⁶⁴ Da parte di economisti di fede monetarista veniva criticato tale atteggiamento della Federal Reserve, poiché si riteneva che esso avrebbe rialimentato l'inflazione.

Siccome però la Federal Reserve non teneva conto solo dell'andamento degli aggregati monetari, essa, ad esempio, nella prima parte del 1984 ha accentuato il grado di restrizione delle riserve (per l'eccessiva crescita del sistema economico) anche se la crescita di M2 era particolarmente debole, e nella seconda metà dell'anno la sua politica è divenuta più espansiva (la crescita economica era in forte calo e il dollaro si innalzava fortemente sui mercati dei cambi) anche se M3 cresceva eccessivamente per il forte aumento della domanda di credito.

A parte ovviamente la parte iniziale del 1983, quando l'introduzione dei MMDA ha portato M2 ad aumentare in maniera fortissima, del resto prevista dal Fomc.

La deregolamentazione dei depositi ha anche reso più difficile il controllo dell'andamento di M2, in quanto, con una notevole quota delle sue componenti aventi tassi di interesse che si muovono in linea con quelli di mercato, la sua domanda è molto meno elastica che in passato alla variazione dei tassi di interesse.

In definitiva, mentre l'innovazione finanziaria e la deregolamentazione hanno portato ad un completo abbandono del controllo, da parte della Federal Reserve, di M1, anche l'importanza del controllo di M2 e di M3 si è, in una certa misura, ridotta. I problemi che la Federal Reserve ha dovuto affrontare nel periodo 1983-87 l'ha obbligata a tener conto di altri fattori oltre all'andamento degli aggregati monetari M2 e M3.

La politica fiscale, il dollaro e la crescita del debito interno: le loro implicazioni per la politica monetaria e i suoi canali di trasmissione

Il MIX di politica fiscale e politica monetaria

Nell'81 e '82 la reaganomics, caratterizzata da una riduzione delle imposte personali e sulle imprese e da un aumento delle spese per la difesa, aveva portato, assieme ad una politica monetaria fortemente restrittiva, ad un elevato deficit federale. L'inflazione era stata notevolmente ridotta, ma al prezzo di una forte recessione provocata da elevati tassi di interesse.

Nel corso dell'82 la Fed. Res ha allentato i freni monetari: ha così permesso alle componenti espansive della combinazione di politica economica (detrazioni fiscali, incentivi agli investimenti e spesa militare), di prendere il sopravvento, innescando una forte ripresa (a partire dal 1983) trainata essenzialmente dalla domanda interna di beni di consumo e di investimenti.

Nei primi due anni di ripresa, però, malgrado la forte crescita del sistema economico, la combinazione di una politica fiscale espansiva e di una politica monetaria ancora tendenzialmente restrittiva, non ha permesso il riassorbimento del deficit federale. L'elevato bisogno di risorse necessarie per finanziare l'elevato deficit federale unito alla forte domanda di credito da parte del settore privato e ad una politica monetaria ancora non molto espansiva hanno condotto a tassi di interesse reali assai elevati, certo assai di più di quelli degli altri paesi industrializzati, che hanno portato, attraverso l'elevato flusso netto di capitali dall'estero, ad un forte aumento del dollaro: quest'ultimo ha comportato un rallentamento della componente estera della domanda e ad una rapida crescita delle importazioni (con un veloce peggioramento della bilancia commerciale e delle partite correnti)¹⁶⁵.

¹⁶⁵ Cfr. Carlo Frateschi "Gli Usa", p. 331-2.

I tassi di interesse sia nominali che reali si sono notevolmente ridotti a seguito della politica monetaria decisamente più espansiva adottata dalla Federal Reserve a partire dall'85. Malgrado l'abbandono da parte dell'amministrazione Reagan del benign neglect nei confronti del dollaro (come risposta alle sempre più numerose e pressanti richieste di interventi protezionistici), il deprezzamento del dollaro ha incominciato con molto ritardo a far vedere i suoi primi effetti sulla bilancia commerciale, mentre permane, dall'altro lato della bilancia dei pagamenti, un elevato saldo positivo nei movimenti di capitali. In considerazione del ridotto tasso di risparmio privato, è necessario l'afflusso di una massa ingente di capitali dall'estero per finanziare il deficit federale, che ha incominciato a ridursi in una certa misura solo nel 1987.

Il grosso afflusso di capitali negli Stati Uniti non costituirebbe di per se stesso un grosso problema se i capitali fossero usati per finanziare le spese per investimenti ed accrescere le capacità produttive degli Stati Uniti; in tal caso l'aumento della produzione futura permetterebbe agli Stati Uniti di far fronte abbastanza facilmente al servizio del debito; se questo era stato il caso del secolo scorso, la situazione è attualmente molto diversa, poiché questi flussi di capitale vanno a finanziare il forte deficit pubblico, e solo in piccola misura la spesa pubblica (soprattutto attraverso le spese per la difesa) va ad incrementare la futura capacità di produrre; si tratta perciò del finanziamento di consumi correnti a scapito di consumi futuri¹⁶⁶.

Notando, tra parentesi, che la reaganomics, anziché portare ad una diminuzione dell'intervento dello stato nell'economia, com'era nel suo programma, ha prodotto una ripresa economica fortemente trainata dal deficit federale, il quale poi ha continuato a mantenersi a livelli elevatissimi, si manifesta in maniera assai pressante la necessità di una sua riduzione. Ma il venir meno della spinta espansiva del deficit federale, con l'economia americana caratterizzata da percentuali di crescita molto bassa, spingerebbe la Federal Reserve a sostituirsi alla politica fiscale nel sostenere la crescita dell'economia. Potrebbero perciò aumentare notevolmente le pressioni sulla Federal Reserve nel senso di una politica monetaria decisamente espansionistica.

Grossi problemi potrebbero anche derivare nel caso in cui il sistema economico Usa dovesse affrontare una difficile situazione congiunturale partendo da un deficit federale a livelli già molto elevati. Difficilmente esso potrebbe essere ulteriormente accresciuto in misura notevole, toccherebbe così alla politica monetaria sostenere il sistema economico. In ogni caso la riduzione del deficit federale è destinata a portare molti problemi alla conduzione della politica monetaria, in quanto la Federal Reserve potrebbe, per i suoi obiettivi relativi all'andamento del dollaro, e/o anche per il timore di alimentare l'inflazione, non desiderare di ridurre i tassi di interesse per sostituirsi all'azione espansionistica del deficit federale.

Non si può nemmeno dire che il perseguimento di politiche di supply side, il cui scopo, attraverso la riduzione del peso fiscale per le imprese assieme alla concessione di ammortamenti accelerati, era quello di aumentare le risorse disponibili per incrementare la spesa per investimenti, abbia raggiunto risultati positivi. In realtà, l'adozione di queste politiche, che hanno costituito una delle cause principali dell'aumento del deficit federale, assieme ad una politica monetaria fortemente restrittiva (per combattere l'inflazione e ridare fiducia al dollaro), hanno spinto molto in alto i tassi di interesse (rimasti poi per diversi anni assai elevati in termini reali sia per l'elevato deficit federale che per la politica monetaria, che si è mossa in senso decisamente espansionistico solo nell'85). I maggiori profitti di cui le imprese hanno potuto disporre, anziché essere indirizzati verso l'investimento produttivo, si sono invece in buona parte rivolti verso l'acquisto di attività finanziarie molto remunerative e di titoli azionari, favorendo così una forte crescita delle quotazioni azionarie.

Tutto l'opposto rispetto agli obiettivi, la riduzione delle imposte non ha portato a

¹⁶⁶ Cfr. Hakkio Craig S. e Higgins Bryon "Is the Un. States too dependent on foreign capital?" in FRB of K.C. ec. rev., june 85, pp.23-36.

quell'aumento degli investimenti cui essa mirava¹⁶⁷.

D'altro lato, il deficit federale che ne è derivato, assieme ad una politica monetaria che era determinata ad impedire che esso potesse provocare interessi reali assai elevati (quelli a lungo termine sono rimasti per diversi anni assai elevati malgrado la riduzione di quelli a breve) che hanno invece favorito gli investimenti e ne hanno peggiorato le prospettive nel più lungo termine.

L'amministrazione Reagan ha effettuato una netta inversione di tendenza con la riforma fiscale dell'ottobre '86. Essa prevede una diminuzione del carico fiscale sui redditi individuali, che viene però compensato con l'aumento di quello sulle imprese, soprattutto per l'eliminazione delle agevolazioni fiscali sugli investimenti e per le norme più restrittive sugli ammortamenti accelerati. I settori economici maggiormente colpiti dalle nuove norme sono così quelli manifatturieri ad alta intensità di capitale (acciaio, automobili, chimica), quelli cioè che traevano i maggiori vantaggi dalla legislazione precedente. Vengono favorite le attività nel campo delle alte tecnologie (basti pensare alla proroga per tre anni delle agevolazioni concesse per le spese di ricerca e sviluppo) e i settori ad alta intensità di lavoro¹⁶⁸.

Il dollaro e le implicazioni per la politica monetaria

L'andamento del dollaro ha assunto crescente importanza nel corso degli anni '80 come indicatore della politica monetaria americana. Il controllo dei tassi di interesse a breve termine ha così assunto maggiore importanza per i movimenti di capitale che essi possono provocare.

Come si è detto, l'adozione di una politica monetaria restrittiva a fronte di elevati deficit federali ha condotto ad un forte apprezzamento del dollaro a seguito di tassi di interesse assai elevati che hanno attirato capitali dall'estero e hanno scoraggiato il flusso di capitali americani verso l'estero. La Federal Reserve, attraverso il dollaro molto elevato, è riuscito a far sì che la ripresa avvenisse all'insegna di una ridotta inflazione. Ma accanto a questo effetto positivo si sono presentati molti problemi per l'economia americana derivanti dal dollaro elevato. Innanzitutto il forte peggioramento della bilancia commerciale, con un fortissimo aumento delle importazioni e con molti settori industriali americani in notevole crisi di fronte alla concorrenza straniera; sotto la pressione della concorrenza estera la produzione del settore manifatturiero è cresciuta un po' più velocemente che nel corso dei precedenti cicli, però le imprese americane hanno dimostrato di non possedere ampi margini di manovra in termini di guadagni di produttività; esse perciò hanno in parte ottenuto una maggiore produttività licenziando, come è avvenuto nel 1982-83, in parte hanno dovuto o chiudere i battenti o fondersi, il che è avvenuto in misura crescente nel 1984-85, e in parte hanno dovuto trasferire le loro produzioni all'estero (il che si traduce poi in maggiori importazioni).

Di fronte a queste grosse e crescenti difficoltà del sistema produttivo americano si è deciso nel 1985 di porre una fine all'apprezzamento del dollaro.

Il forte apprezzamento del dollaro fino all'inizio dell'85 ha chiaramente dimostrato che l'andamento del suo tasso di cambio è dominato dai movimenti di capitale piuttosto che dalle condizioni economiche di base, quali i differenziali tra il tasso di inflazione e il trend del saldo delle partite correnti. Tanto è vero che il dollaro si è apprezzato nonostante le indicazioni economiche sottostanti si muovessero in senso diametralmente opposto. E i capitali possono

¹⁶⁷ Cfr. Carlo Frateschi, "Gli Usa", pp. 336-7.

¹⁶⁸ Cfr. Roberto Panizza, "Congiuntura Internazionale", in Osservatorio economico, CRT n°1/1988, pp. 5-12.

muoversi assai rapidamente a seconda del variare delle aspettative. Costituisce così un grave problema non solo per gli S.U. ma per il mondo intero il fatto che nel caso del dollaro, la moneta di gran lunga più importante a livello mondiale, il saldo dei movimenti di capitale domina i flussi commerciali e di partite correnti nel determinare il valore del dollaro; O. Emminger ha addirittura definito il dollaro come il prezzo più importante nell'economia mondiale (mentre in precedenza questo ruolo sarebbe probabilmente stato attribuito al prezzo del petrolio)¹⁶⁹.

L'impatto sugli altri paesi industrializzati dell'apprezzamento del dollaro (sostenuto dagli elevati tassi di interesse) ha dapprima avuto effetti negativi, obbligando le autorità monetarie di questi paesi ad adottare a loro volta politiche monetarie tese a mantenere alti tassi di interesse per i pericoli di un aumento dell'inflazione derivante dal deprezzamento delle proprie monete. Poi, a partire dall'83, e soprattutto per la Germania e il Giappone, vi è stata la possibilità di adottare politiche monetarie meno restrittive, sia per la caduta dei prezzi del petrolio e di altre materie prime (cui ha notevolmente contribuito la recessione negli Usa) che per i minori incrementi dei costi interni; oltretutto essi hanno potuto avvantaggiarsi dell'aumento della domanda estera proveniente dalla forte ripresa dell'economia americana del 1983-84 e del fortissimo aumento delle importazioni americane. La politica fiscale si è così mantenuta generalmente restrittiva negli altri paesi industrializzati. Ne è derivata una struttura delle relazioni internazionali caratterizzata dagli S.U. che forniscono domanda agli altri paesi industrializzati e quest'ultimi che forniscono capitali agli S.U. Si tratta evidentemente di una situazione insostenibile nel più lungo termine. Nel corso dell'85 gli S.U. sono diventati addirittura debitori netti nei confronti dell'estero ed aumenta il peso degli interessi passivi che essi debbono pagare sul loro debito estero.

Questa situazione, oltre a creare crescenti problemi a molti settori industriali americani (con un aumento delle pressioni protezionistiche), ha comportato il rischio crescente di un crollo improvviso del dollaro. Come ha dichiarato anche P. Volcker: “*A precipitous decline in the dollar is the greatest risk we have on the inflation front*”¹⁷⁰; un avvenimento di questo tipo richiederebbe un pronto innalzamento dei tassi di interesse che mal si adatterebbe alle prospettive di una riduzione del deficit federale per il doppio effetto negativo sulla crescita del sistema economico americano. È stata così imboccata la strada di un graduale deprezzamento del dollaro, per ridare competitività alle merci americane senza provocare un ritorno dell'inflazione. I risultati sulla bilancia commerciale hanno incominciato a vedersi molto in ritardo ed in misura molto limitata¹⁷¹ mentre, permanendo l'elevato deficit federale, è necessario un flusso di capitali dall'estero sufficiente per finanziarlo (visto che il tasso di risparmio privato degli S.U. è strutturalmente inferiore rispetto a quello degli altri paesi industrializzati); il pericolo dell'inflazione non si è ancora manifestato anche grazie alla caduta dei prezzi del petrolio.

Il dollaro è quindi diventato un fattore molto importante nella formulazione della politica monetaria. Mentre nel periodo 1980-82 la Federal Reserve aveva mirato a garantire una predeterminata crescita degli aggregati monetari ed aveva lasciato che il dollaro salisse vertiginosamente sui mercati dei cambi, dall'85 in poi essa ha dovuto sempre più interessarsi del suo andamento, sia per gli effetti negativi sull'economia americana (che avevano superato quelli positivi sul fronte inflazionistico), sia per i pericoli potenziali rappresentati da una forte caduta

¹⁶⁹ O. Emminger: “The international role of the dollar”, FRB of K. C. ec. rev., sept/oct. '85, pp. 17-24.

¹⁷⁰ Citato in O. Emminger, ibid., p. 21.

¹⁷¹ Anche perché il deprezzamento del dollaro non è stato associato ad una politica economica restrittiva ed il deprezzamento ha praticamente escluso tutti i paesi asiatici di nuova industrializzazione che costituiscono il 40% del commercio esterno americano. Cfr. J. M. Six “La fin des années Volcker”, rev. d'econ. pol., mars-avril '87, p. 220-1.

del dollaro.

Ne è derivata anche una maggiore importanza del ruolo svolto dai tassi di interesse nel trasmettere gli effetti della politica monetaria. Con un grosso deficit federale alle spalle, la Federal Reserve deve garantire tassi di interesse sufficientemente sostenuti per attivare capitali dall'estero necessari appunto per finanziare il fabbisogno federale e per impedire una caduta troppo rapida del dollaro. Dall'altra la Federal Reserve deve permettere ai tassi di interesse di abbassarsi quanto basta per impedire al sistema economico di cadere in una situazione di stagnazione, soprattutto nella misura in cui riduzioni del deficit federale ne riducono l'effetto espansivo sulla domanda aggregata. È chiaro comunque che una riduzione del deficit federale allevierebbe le necessità di afflusso di capitali dall'estero semplificando da un lato i problemi della politica monetaria. La politica monetaria americana è così molto più legata ai fattori esterni di quanto non lo fosse in passato, ed è quindi più portata a cercare la collaborazione degli altri paesi industrializzati per risolvere i problemi relativi al dollaro ed agli squilibri delle relazioni internazionali. Una vigorosa ripresa negli altri paesi industrializzati, ad esempio, favorirebbe il riequilibrio della bilancia commerciale americana senza bisogno di un deprezzamento del dollaro.

Quel che si voleva evidenziare, comunque, è che la politica monetaria americana si trova in una situazione molto delicata e per certi versi contraddittoria, e come essa sia legata più che in passato ad uno stretto controllo dei tassi di interesse. Soprattutto per controllare l'andamento del dollaro, i tassi di interesse americani non possono muoversi disgiuntamente da quelli internazionali, ragion per cui la Federal Reserve è portata a cercare una fattiva collaborazione da parte delle banche centrali dei più importanti paesi industrializzati.

La forte crescita del debito negli Stati Uniti e le implicazioni per la politica monetaria

Il grosso aumento del debito del settore privato (oltreché di quello pubblico) negli anni '80, ha anch'esso, oltre all'elevato deficit federale e ai problemi relativi all'andamento del dollaro, ridotto gli spazi disponibili per la politica monetaria. In particolare, il deterioramento della situazione finanziaria di famiglie e imprese che ne è derivato, obbliga la Federal Reserve a prestare notevole attenzione ai tassi di interesse, poiché un loro eccessivo innalzamento potrebbe provocare grosse difficoltà per molti debitori finali, e di riflesso per molte istituzioni finanziarie.

In una certa misura, l'elevato indebitamento del settore privato ha permesso di sostenere un maggiore livello di spesa, che è servito per accentuare maggiormente la ripresa del sistema economico dopo la recessione del 1982. Oltre certi limiti però la crescita del debito può comportare una maggiore vulnerabilità dei debitori a fronte di aumenti imprevisti dei tassi di interesse o di una situazione ciclica poco favorevole. Delle cause che hanno provocato la fortissima crescita del debito si è parlato nel paragrafo relativo ai flussi finanziari dei settori non finanziari interni dal 1983 in poi. Tra le cause principali vi sono quelle legate alle mutate caratteristiche del sistema finanziario, meno specializzato sia territorialmente che da un punto di vista funzionale, e perciò più concorrenziale, mutamenti avvenuti in stretta relazione coi processi di innovazione finanziaria e deregolamentazione. Questi processi, come si è visto, hanno accresciuto enormemente la possibilità e la convenienza del ricorso al debito per il finanziamento delle spese da parte di famiglie e imprese. Sono state sviluppate tecniche che creano l'illusione della riduzione del rischio, o che rendono difficile individuare quali sono i soggetti su cui ricade effettivamente il rischio (vedi la securitization); i rischi per il sistema nel suo complesso appaiono difficilmente riducibili, ed aumentano invece in relazione alla crescita del debito totale in percentuale del PNL. Per molti intermediari finanziari i rischi si sono

apparentemente ridotti per la crescente concessione di crediti a tasso variabile; i costi connessi all'aumento dei tassi di interesse vengono automaticamente trasferiti sui debitori finali. Se si tiene presente che una quota crescente del debito del settore privato consiste in debiti a breve termine, si comprende come un gran numero di debitori finali incontrerebbe grosse difficoltà a far fronte ad un aumento imprevisto dei tassi di interesse. Come è già avvenuto nel settore agricolo, le difficoltà dei debitori finali si trasmettono automaticamente alle istituzioni loro creditrici, che solo apparentemente sembravano aver ridotto i propri rischi. Allo stesso modo, più grande è la quota del reddito destinata a fronteggiare il servizio del debito nelle fasi di crescita economica, e maggiori saranno le difficoltà in caso di impreviste cadute del reddito o di aumento imprevisto dei tassi di interesse. Non è certo un buon segno che i tassi di inadempimento sui prestiti al consumo e su quelli ipotecari siano andati aumentando anche in anni di espansione dell'attività economica, così come le obbligazioni di molte società negli ultimi anni sono state declassate ad un livello qualitativo inferiore in considerazione dell'aumentato peso dei capitali presi a prestito rispetto a quelli propri (leverage).

Di fronte a questi sviluppi è stata sottolineata la necessità di una migliore e più efficace regolamentazione degli intermediari finanziari (bancari e non), di un maggior controllo sui bilanci delle società (in modo da aumentare il peso del capitale proprio rispetto al debito) e di una azione a livello fiscale per ridurre gli incentivi all'indebitamento. Pur considerando che certi sviluppi del sistema finanziario erano inevitabili, sia in conseguenza delle nuove tecnologie disponibili che delle esigenze di maggiore concorrenza, le agenzie regolatorie dovrebbero riuscire ad evitare che l'aumentata propensione all'indebitamento possa portare a situazioni potenzialmente assai pericolose sia per i debitori ultimi che per il sistema finanziario.

A parte la necessità di un intervento più incisivo e unitario nella regolazione del sistema finanziario, il grosso aumento del debito dei settori non finanziari interni complica notevolmente l'attuazione della politica monetaria, e riduce lo spazio per eventuali errori nelle decisioni di politica monetaria e nella loro esecuzione. In particolare, diventa particolarmente difficile per la Federal Reserve decidere un notevole innalzamento dei tassi di interesse, per le grosse difficoltà che ne deriverebbero nel servizio del debito da parte del settore privato; ciò vale a maggior ragione in situazioni cicliche in cui l'attività economica sia stagnante.

La Federal Reserve potrebbe quindi essere costretta a mantenere bassi tassi di interesse anche a costo di rialimentare le spinte inflazionistiche; l'alternativa sarebbe quella di incorrere in una grave serie di fallimenti sia di imprese che di intermediari finanziari¹⁷². Ecco perché da parte della Federal Reserve e di molti economisti si insiste sulla necessità di intervenire nel senso di conferire maggiore stabilità al sistema finanziario e di ridurre l'esposizione debitoria del settore privato prima che un eventuale peggioramento della situazione economica obblighi a scegliere tra alternative estremamente dolorose. La riduzione del deficit federale favorirebbe comunque, attraverso la diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine, il riequilibrio dei bilanci delle imprese, che sarebbero spinte a ridurre l'indebitamento a breve sostituendolo con quello a lungo termine. La riforma fiscale dell'ottobre dell'86 ha ridotto la convenienza delle famiglie a indebitarsi, eliminando in notevole misura la deducibilità delle spese per interessi.

I canali di trasmissione della politica monetaria

Si è visto come la politica monetaria restrittiva abbia esercitato i suoi effetti, a causa soprattutto dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione, sempre meno tramite il

¹⁷² Cfr. H. Kaufman, "Debt: the threat to economic and financial stability", FRB of K. C. ec. rev., dec. '86, p. 9.

canale disponibilità di credito, e in misura crescente attraverso la variazione dei tassi di interesse. L'introduzione dei MMDAs e dei Super Now accounts all'inizio del 1983 (liberi entrambi da tetti sui tassi di interesse) ha ulteriormente accresciuto la possibilità, per le istituzioni di deposito, di garantirsi un elevato tasso di crescita della raccolta anche nel caso di una stretta monetaria. Il completamento, all'inizio del 1986, del processo di deregolamentazione dei depositi, con la definitiva eliminazione dei tetti sui tassi di interesse relativi ad ogni tipo di deposito (con l'eccezione costituita dal divieto di pagare qualsiasi interesse sui depositi a domanda), ha così posto fine alla disintermediazione delle istituzioni di deposito provocata dall'applicazione della Regulation Q, che impediva alle istituzioni di deposito di accrescere la propria raccolta ogni qualvolta i tassi di mercato superavano quelli massimi pagabili sui depositi. Non esistono più ora vincoli amministrativi che impediscono alle istituzioni di deposito di accrescere la concessione di credito anche in presenza di innalzamenti dei tassi di interesse. Ciò fa sì che la politica monetaria agisca con minore rapidità, ma non per questo con minore efficacia. La crescita del credito concesso dalle istituzioni di deposito dipende dalla convenienza dei debitori finali ad indebitarsi a tassi molto alti, e quindi dalla profittabilità degli impieghi cui sono destinati i fondi presi a prestito. Si è così accresciuta l'importanza dei tassi di interesse nel determinare le decisioni di spesa del settore privato. Si è visto in quale recessione sia caduta l'economia americana a seguito dei fortissimi innalzamenti dei tassi di interesse dopo l'ottobre 1979, che hanno inciso fortemente sulle decisioni di spesa del settore privato anche per il suo elevato livello di indebitamento (soprattutto a breve termine).

Questo discorso diventa a maggior ragione ancora più valido oggi che la situazione finanziaria di famiglie e imprese risulta decisamente più deteriorata di quanto non lo fosse alla fine degli anni '70; la domanda del settore privato (che è ora più indebitato, e più a breve termine e più a tassi variabili rispetto ad allora) verrebbe colpita molto più fortemente da un deciso innalzamento degli interessi. Si sono descritte nello scorso paragrafo le grandi preoccupazioni che sono sorte a tale proposito e i grossi pericoli che potrebbero derivare al sistema economico e finanziario.

Anche la necessità di controllare strettamente l'andamento del dollaro, di controbilanciare gli effetti sulla domanda aggregata della prospettata e necessaria riduzione del deficit federale, e di evitare un ritorno dell'inflazione, spingono la Federal Reserve a prestare una crescente attenzione all'andamento dei tassi di interesse (soprattutto a breve termine) per il loro aumentato ruolo nella trasmissione degli effetti della politica monetaria. Nel caso di un aumento delle pressioni inflazionistiche, la decisione di aumentare i tassi di interesse e l'intensità del loro incremento dipende dalla valutazione di tutta una serie di fattori quali la forza della crescita economica, la capacità del settore privato di sostenere finanziariamente l'aumentato onere del pagamento degli interessi, e gli effetti dell'aumento dei tassi di interesse sul dollaro¹⁷³. Ridurre la domanda aggregata nel contesto di un sistema finanziario "deregolamentato" può richiedere maggiori aumenti dei tassi di interesse rispetto al passato, perciò devono essere valutate attentamente le possibili conseguenze su altri aspetti del sistema economico. Allo stesso modo, riprendendo un esempio precedente, una riduzione del deficit federale potrebbe spingere la Federal Reserve a ridurre i tassi di interesse per compensare la minor forza espansiva della politica fiscale; oltretutto, considerata la maggior lentezza con cui una riduzione degli interessi agisce in senso espansivo sul sistema economico rispetto alla politica fiscale, può rivelarsi necessaria una loro notevole riduzione. Si pone immediatamente l'interrogativo se una tale riduzione possa rivelarsi adeguata per l'andamento del dollaro, il che chiama in ballo le politiche monetarie adottate dagli altri paesi industrializzati. La necessità di tener conto di una molteplicità di fattori contemporaneamente, tutti estremamente importanti, che possono anche richiedere interventi in direzione opposta, obbliga la Federal Reserve a non vincolarsi al raggiungimento di un predeterminato obiettivo intermedio. Mentre prima dell'ottobre 1979 l'obiettivo intermedio della Federal Reserve consisteva praticamente (anche se non

¹⁷³ Per non parlare degli effetti sul servizio del debito dei Pvs.

ufficialmente) nella stabilizzazione dei tassi di interesse, ora, pur essendo ridiventato molto importante il controllo dei tassi di interesse, esso avviene in maniera indiretta, senza fissare cioè esplicitamente un obiettivo da raggiungere. La Federal Reserve cioè ha in mente quale obiettivo ottenere di volta in volta; però non si né vincola ad un obiettivo dichiarato ufficialmente né alla stabilizzazione nel tempo dei tassi di interesse (attraverso ovviamente il tasso sui fondi federali)¹⁷⁴.

Rules vs/ discretion

Senza entrare nel dibattito relativo all'adozione, da parte delle banche centrali, di una regola fissa nell'esecuzione della politica monetaria, in contrapposizione ad un atteggiamento discrezionale, da valutare di volta in volta a seconda delle mutevoli condizioni, si può osservare come il comportamento della Federal Reserve sia notevolmente mutato nel periodo abbracciato da questa tesi.

Il triennio iniziato a partire dall'ottobre 1979 è stato caratterizzato dal tentativo di ottenere tassi di crescita degli aggregati monetari all'interno di un sentiero di crescita prefissato. Inutile descrivere nuovamente tutte le difficoltà incontrate dalle autorità monetarie nel controllare gli aggregati monetari in un contesto di rapida evoluzione finanziaria. Sebbene l'esperienza abbia evidenziato che è sconsigliabile aderire strettamente ai target monetari, soprattutto quando la velocità di circolazione degli aggregati monetari può variare imprevedibilmente e in misura notevole, l'aver spostato l'attenzione dai tassi di interesse agli aggregati monetari ha avuto innanzitutto lo scopo di drammatizzare davanti all'opinione pubblica l'intenzione di combattere l'inflazione e poi, il fatto di stabilire degli obiettivi intermedi in termini di aggregati monetari ha imposto precisi limiti all'espansione monetaria che sono serviti a dare maggiore credibilità alla Federal Reserve nella sua lotta contro l'inflazione. Secondo A. M. Solomon: “*Monetary targets provide necessary long-run discipline when applied with a measure of flexibility to deal with changes in velocity*”¹⁷⁵. Secondo A. M. Solomon perciò la credibilità della Federal Reserve è legata al successo nella lotta contro l'inflazione, al raggiungimento cioè dei suoi obiettivi ultimi, più che al mantenimento della crescita degli aggregati monetari all'interno di bande-obiettivo prefissate. In particolare, dal 1982 in poi è stato eliminato il meccanismo che permetteva una risposta automatica dei tassi di interesse in conseguenza della fluttuazione di breve periodo dei tassi di crescita della moneta; la risposta che viene data attualmente è molto più discrezionale e dipende da molti altri fattori.

L'approccio ora usato dalla Federal Reserve è perciò più flessibile sia di quello del periodo dell'esperimento monetarista, sia di quello usato alla fine degli anni '70 il quale, caratterizzato dal mantenimento del tasso sui fondi federali entro bande di oscillazione molto ristrette, aveva portato a deboli interventi del Fomc rispetto a quelli che sarebbero stati necessari per combattere in maniera credibile la crescente inflazione.

Anche il tentativo di stabilire una banda di controllo per il debito dei settori non finanziari interni a partire dal 1983 si è dimostrato poco felice. Dall'inizio degli anni '80, a differenza di quanto era avvenuto per decenni, la relazione stabile tra debito e PNL è venuta meno, con un forte aumento non solo dell'indebitamento federale, ma anche di quello di imprese e famiglie. Il diverso comportamento dei settori interni ha così dovuto essere attentamente valutato, per non cadere nell'errore di reagire automaticamente alle variazioni del rapporto suddetto.

¹⁷⁴ Cfr. A. M. Solomon, *ibid.*, p. 6.

¹⁷⁵ V. A. M. Solomon, *ibid.*, p. 4.

Considerando le crescenti difficoltà che impediscono alla Federal Reserve di aderire strettamente ad una qualche regola fissa, sia essa relativa agli aggregati monetari, al debito, a stabili tassi di interesse ecc., essa ha preferito optare per un approccio che tiene conto di tutte le informazioni che le pervengono dalle varie fonti e dalla molteplicità di problemi cui si trova di fronte.

Si è visto come sia aumentata l'importanza del controllo dei tassi di interesse, e come questo controllo avvenga in maniera molto diversa rispetto al periodo antecedente l'ottobre '79, in maniera cioè molto più discrezionale. In base a questo approccio la Federal Reserve dovrebbe essere valutata più per i risultati che per la sua aderenza ad una specifica formula. Come ha rilevato Preston Martin, un approccio di questo tipo può essere criticato per il fatto che esso rende più difficile controllare l'operato della Federal Reserve da parte del Congresso e dell'opinione pubblica. Quando la Federal Reserve si impegnava a garantire l'ottenimento di determinati tassi di crescita degli aggregati monetari la sua azione era più facilmente e immediatamente controllabile. Il fatto è che per la Federal Reserve risulta preferibile ottenere i suoi obiettivi ultimi per mezzo di un approccio più flessibile, cosicché essa dovrebbe essere giudicata non per la sua tattica (tactics), bensì sulla base dei risultati: "*Some argue that such an eclectic approach does not allow appropriate accountability to Congress and the American people. I disagree. We can and should be held accountable for the "results", not just the tactics. In judging monetary policy over the next decade, you should ask yourselves the following questions: has monetary policy prevented reacceleration of inflation to the ruinous rates of the 1970s? Has it also fostered the greatest degree of financial stability feasible under the circumstances? And finally, has the Federal Reserve operated in efforts to provide greater balance of policies, both domestically and internationally? In short, has the Federal reserve contributed to a climate for sustained growth in output and employment both here and abroad?*"¹⁷⁶.

¹⁷⁶ Tratto da Preston Martin: "Monetary Policy over the next decade", FRB of K. C. ec. rev., jan '86, p. 10.

CONCLUSIONE

LA POLITICA MONETARIA AMERICANA DALLA LOTTA ALL'INFLAZIONE AI PROBLEMI DELLA RIPRESA DEGLI ANNI '80

La politica monetaria americana è passata, dalla fine degli anni '70 ai nostri giorni, attraverso tre diverse fasi, caratterizzate dall'adozione di diverse procedure operative, le quali corrispondevano a differenti approcci, da parte della Federal Reserve, nella conduzione della politica monetaria. L'enfasi sul controllo degli aggregati monetari quali obiettivi intermedi della politica monetaria ha raggiunto il suo culmine durante il c.d. esperimento monetarista; poi è venuta meno, arrivando nell'87 all'abbandono di M1 come obiettivo della politica monetaria. Sono andati anche profondamente modificandosi i canali di trasmissione della politica monetaria, con la fortissima riduzione del canale disponibilità di credito e la crescente importanza del tasso di interesse nel trasmettere gli effetti della politica monetaria.

Il modo in cui era stata condotta la lotta contro l'inflazione e a favore di un rafforzamento del dollaro aveva portato, alla fine degli anni '70, al deterioramento della credibilità nella politica monetaria; essa non riusciva né a ridurre l'inflazione né a ridare stabilità al dollaro. Malgrado la pubblicazione di bande-obiettivo annuali relative ai tassi di crescita di M1, M2, M3, le procedure operative allora in vigore e la conduzione della politica monetaria che era loro peculiare portavano ad assegnare maggiore importanza, quale obiettivo intermedio della politica monetarista, ai tassi di interesse a breve termine. Il tasso sui fondi federali poteva variare entro una banda di oscillazione troppo ristretta per permettere ai tassi di interesse di aumentare in maniera tale da impedire agli aggregati monetari di aumentare oltre i livelli massimi consentiti. Malgrado un sostenuto aumento dei tassi di interesse nominali, quelli reali erano su valori prossimi allo zero mentre, a partire dall'ottobre 1979, essi divennero fortemente positivi per il forte aumento del grado di restrizione della politica monetaria. I livelli dei tassi di interesse riflettevano anche il forte rallentamento della crescita economica alla fine degli anni '70 e la riduzione del deficit federale a livelli molto bassi.

Ciò che spinse ad accentuare in senso fortemente restrittivo la politica monetaria fu anche la considerazione che, malgrado l'aumento dei tassi di interesse oltre ai tassi stabiliti dalla Regulation Q, le istituzioni di deposito venivano colpite molto meno che in passato, poiché sia l'innovazione finanziaria (vedi ad esempio il ricorso alle c.d. managed liabilities) che la deregolamentazione (ad esempio l'introduzione dei MMCS nel '78) permisero loro di continuare a raccogliere fondi sul mercato. Riducendosi l'importanza del canale disponibilità di credito nel trasmettere gli effetti restrittivi della politica monetaria, si dovevano aumentare ulteriormente i tassi di interesse. Aumentando la possibilità, per le istituzioni di deposito, di continuare a concedere prestiti anche in prevalenza di elevati tassi di interesse, la spesa privata veniva influenzata maggiormente dalla convenienza dei debitori ultimi a pagare alti tassi di interesse.

A partire dall'ottobre '79 obiettivi intermedi della politica monetaria divennero decisamente gli aggregati monetari. Ritenendo che, indipendentemente dalle cause dell'inflazione, essa potesse continuare a mantenersi su livelli molto sostenuti solo se veniva permessa una crescita eccessiva degli aggregati monetari, la Fed. Res adottò nuove procedure operative, le quali comportavano una variazione automatica del tasso sui fondi federali nel caso di crescita degli aggregati monetari al di fuori del sentiero programmato; in pratica non esistevano più limiti alla

fluttuazione del tasso sui fondi federali.

La Federal Reserve, nell'adottare nuove procedure operative, diede particolare enfasi alla sua ferma intenzione di ridurre l'inflazione e rafforzare il dollaro, allo scopo di convincere gli operatori che essi avrebbero dovuto sopportare sacrifici tanto maggiori quanto meno rapidamente si fossero ridotte le loro aspettative inflazionistiche e perciò quanto meno il loro comportamento si fosse dimostrato compatibile con un calo dell'inflazione.

L'inflazione venne sì ridotta e il dollaro incominciò ad apprezzarsi, ma a prezzo di una grave recessione e tramite meccanismi di trasmissione della politica monetaria molto differenti da quelli ipotizzati. In particolare il controllo degli aggregati monetari si dimostrò assai problematico. Già nel momento in cui erano state adottate le nuove procedure operative nell'ottobre del '79 gli aggregati monetari, così com'erano allora definiti, avevano perso molto del loro significato per gli effetti dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione. La Federal Reserve, anziché abbandonare completamente il loro controllo, decise proprio allora di assegnare a tale controllo un ruolo di primaria importanza nella conduzione della politica monetaria.

Essa fu così obbligata a ridefinire gli aggregati monetari, a causa della sostituibilità esistente tra componenti comprese in aggregati diversi. Il loro controllo però non migliorò: anzi, durante l'esperimento monetarista (ottobre '79 - ottobre '82) le bande-obiettivo relative a M1a, M1b, M2 e M3 non furono quasi mai raggiunte (in particolare quelle per M1b, principale obiettivo intermedio della politica monetaria).

Con l'innovazione finanziaria e la deregolamentazione che procedevano a scatti, con modificazione altrettanto improvvisa delle preferenze del pubblico, la velocità di circolazione dei diversi aggregati poteva variare in maniera imprevedibile e molto intensamente, rendendo privo di significato il mantenimento dei loro tassi di crescita all'interno di bande-obiettivo prefissate. Gli sviluppi tecnologici rendevano possibili nuove tecniche di cash-management, e l'introduzione di nuovi strumenti finanziari altamente liquidi rendeva difficile tracciare una precisa linea di demarcazione tra ciò che è moneta e ciò che non lo è. Non fu certamente un aggiustamento del portafoglio indotto da una variazione dell'offerta di moneta in presenza di una stabile e prevedibile domanda di moneta a trasmettere gli effetti restrittivi della politica monetaria. Furono invece gli alti tassi di interesse sia nominali che reali a ridurre la domanda aggregata e, per questa via, la domanda di moneta. Sia le procedure operative utilizzate che i forti disturbi alla domanda di moneta portarono ad una notevolissima oscillazione sia dei tassi di interesse che degli aggregati monetari, con effetti molto negativi sulle decisioni di investimento. In particolare i tassi di interesse reali e il dollaro furono spinti verso l'alto da un mix di politica fiscale espansiva e di politica monetaria fortemente restrittiva. S'è detto degli effetti negativi della reaganomics, che durante l'esperimento monetarista non poté far sentire gli effetti espansivi delle sue componenti per la restrizione della politica monetaria. Invece, i tagli d'imposte e la forte spesa per la difesa, assieme alla diminuzione dei trasferimenti a favore delle amministrazioni locali e degli stati, sommandosi alla recessione in corso, portarono all'ampliarsi abnorme del deficit federale. Quest'ultimo fu alla base di giganteschi afflussi di capitale dall'estero e del forte apprezzamento del dollaro, che caratterizzarono negativamente la ripresa incominciata nell'83.

Nell'ottobre dell'82 l'adozione di nuove procedure operative rappresentò ancora una volta un diverso approccio nella conduzione della politica monetaria. Il venir meno dell'inflazione quale obiettivo principale della politica monetaria e la perdita di importanza degli aggregati monetari (in particolare M1) quali obiettivi intermedi della politica monetaria, portarono all'adozione di procedure operative che permettevano alla Federal Reserve una maggiore flessibilità di azione. Tale flessibilità era indispensabile per la molteplicità di problemi che essa doveva affrontare; accanto al pericolo di un ritorno dell'inflazione vi era il problema di garantire una ripresa duratura dell'economia; ben presto anche il dollaro divenne un problema molto serio, così come

il fatto di riuscire a permettere una riduzione del deficit federale senza cadere nella recessione; e il forte debito del settore privato costituiva un vincolo sempre più importante per la politica monetaria

Con la politica monetaria che nell'82 incominciò gradatamente ad allentare i suoi freni, per divenire decisamente espansiva solo nell'85, il deficit federale fece sentire i suoi effetti espansionistici portando, a partire dall'83, ad una forte ripresa. Le caratteristiche positive di questa ripresa fu che essa si presentò senza un ritorno dell'inflazione, avvenne a tassi molto sostenuti (particolarmente nel 1983-84), e portò ad un notevole calo della disoccupazione (5,4% della forza-lavoro nell'aprile '88). Ma essa si manifestò associata a gravissimi squilibri: innanzitutto il gigantesco deficit federale, che se da un lato trainò la ripresa dell'economia, dall'altro richiese, per il suo finanziamento, un fortissimo afflusso di capitali dall'estero, attirati dagli alti tassi di interesse. Il dollaro fu così sospinto a livelli altissimi, contribuendo notevolmente al peggioramento dei conti con l'estero. Mentre fino all'inizio dell'85 l'apprezzamento del dollaro permise alla Federal Reserve di ridurre le pressioni inflazionistiche in presenza di una forte ripresa dell'economia, la grossa perdita di competitività che ne derivava per importanti settori industriali americani comportò l'adozione di una politica monetaria più espansiva per far fronte alle sempre più pressanti richieste protezionistiche. Per la Federal Reserve si pose così il problema di permettere una discesa controllata del dollaro, il che richiedeva una stretta coordinazione innanzitutto con le politica monetaria degli altri paesi industrializzati. Acquistava perciò grande importanza il controllo dei tassi di interesse a breve termine. La Federal Reserve doveva anche impedire che l'auspicata riduzione del deficit federale potesse gettare l'economia americana (oltreché quella mondiale) nella recessione. Doveva però stare attenta ad aumentare il proprio grado di restrizione non appena si presentasse il pericolo di un ritorno dell'inflazione. Oltretutto, il deterioramento della situazione finanziaria di famiglie e imprese, frutto soprattutto dell' aumentata propensione all'indebitamento a fronte di un sistema finanziario "deregolamentato" e molto più concorrenziale, obbligava la Federal Reserve ad aumentare con molta cautela i tassi di interesse.

In breve, i problemi che la Federal Reserve doveva e deve affrontare ne richiedono un intervento molto flessibile. Spesso risulta molto limitato il margine entro cui la Fed. Res desiderava far oscillare il tasso sui fondi federali. A volte i problemi suddetti possono richiedere interventi di segno opposto: ad esempio in una fase di eccessiva debolezza del dollaro può essere necessario un rafforzamento dei tassi di interesse, quando invece la riduzione del deficit federale ne esigerebbe un loro calo per controbilanciarne gli effetti negativi sulla crescita del sistema economico.

Un altro aspetto da rilevare è l'accresciuto ruolo svolto dai tassi di interesse nel trasmettere gli effetti della politica monetaria, frutto sia degli sviluppi relativi al sistema bancario (sua despecializzazione e maggiore concorrenza, eliminazione della Regulation Q e usury ceilings) che del maggiore peso del debito a breve (e a tassi variabili) sul totale delle passività delle imprese e delle famiglie, nonché della sua importanza per l'andamento del dollaro. Dopo l'esperimento monetarista gli aggregati monetari persero decisamente importanza come obiettivi intermedi della politica monetaria Soprattutto M1, il principale aggregato su cui puntava il controllo della Federal Reserve, è divenuto molto elastico alle variazioni dei tassi di interesse (le sue componenti non vengono più domandate solo a scopo di transazione ma anche a scopo di investimento); ne sono derivate variazioni della sua velocità di circolazione tali da renderne vano ogni controllo. All'inizio dell'87 non è più stata specificata una banda di controllo per M1. Il controllo monetario della Federal Reserve si concentrò così su M2 e M3, il cui andamento era più regolare; però il ruolo assegnato agli aggregati monetari come obiettivi intermedi della politica monetaria si è andato notevolmente riducendo. Essi sono diventati cioè solo uno dei fattori il cui andamento è valutato dalla Federal Reserve per decidere quali interventi adottare; tra gli altri la crescita del sistema economico (PNL reale e inflazione) e le tendenze dei tassi di interesse a breve termine. Per l'88 addirittura sono state fissate bande-obiettivo per M2 e M3

dell'ampiezza di ben 4 punti percentuali, a dimostrazione della ridotta importanza loro assegnata.

Il maggior ruolo attribuito ai tassi di interesse a breve termine si è associato all'abbandono di qualsiasi regola fissa nella conduzione della politica monetaria. Mentre le procedure operative adottate prima dell'ottobre '82 comportavano una reazione automatica in caso di crescita degli aggregati monetari al di fuori dei sentieri prefissati, con la procedura operativa attualmente in vigore l'azione della Fed. è molto diversa. La Federal Reserve mira, di volta in volta, all'ottenimento di uno specifico tasso sui fondi federali, però non dichiara ufficialmente il suo obiettivo e permette anzi alle forze di mercato di far variare il tasso sui fondi federali senza vincolarsi al suo mantenimento entro una ristretta banda di oscillazione (come avveniva prima dell'ottobre '79). Siccome la molteplicità di problemi cui la Federal Reserve si trova di fronte ne può richiedere un rapido intervento ora in un senso ora nell'altro, la Federal Reserve non può vincolarsi al raggiungimento di un obiettivo predeterminato in presenza di un cambiamento delle condizioni sottostanti. Come è stato dichiarato da autorevoli esponenti della Federal Reserve, essa non deve essere giudicata sulla base del rispetto o meno di una regola fissa nella sua azione, bensì sulla base dei suoi risultati¹⁷⁷.

Un particolare accento va posto sugli effetti dell'innovazione finanziaria e della deregolamentazione, e sul fatto che essi pongono all'ordine del giorno la necessità di una nuova e più efficiente regolazione del sistema bancario e finanziario nel suo complesso. Se da un lato è vero che questi processi hanno permesso alle istituzioni di deposito di continuare ad intermediare notevoli quantità di fondi anche in presenza di elevatissimi tassi di interesse (a differenza di quanto avveniva in precedenza), dall'altro ne è derivata una minor specializzazione tra le varie istituzioni creditizie ed è stata favorita, negli anni '80, una fortissima crescita del debito dei settori non finanziari interni. Quest'ultima è stata anche notevolmente accentuata dalla proliferazione di pratiche che creano l'illusione dell'abbattimento del rischio. Il forte aumento del peso dei prestiti a tasso variabile ha fatto apparentemente ridurre il rischio per le istituzioni creditizie; le variazioni dei tassi di interesse si scaricano automaticamente sul debitore ultimo; se però quest'ultimo risulta inadempiente, allora le sue difficoltà si trasmettono all'istituzione sua creditrice. Il deterioramento della situazione finanziaria del settore privato e l'adozione da parte delle istituzioni di deposito di pratiche caratterizzate da una maggiore propensione al rischio è rilevabile nel numero assai sostenuto di fallimenti bancari negli ultimi anni. Le stesse difficoltà del settore agricolo e di quello energetico, e i problemi relativi al debito dei Pvs, non sono certamente fattori di stabilità per il sistema finanziario.

I pericoli insiti in un quadro di questo tipo, nel caso di una situazione economica meno favorevole, quale si prospetta dopo il crollo della borsa dell'ottobre '87 hanno ovvie implicazioni per la politica monetaria. Vi sarebbe poco spazio per errori da parte della Federal Reserve, e soprattutto essa dovrebbe essere disposta a garantire bassi tassi di interesse, a costo di rialimentare l'inflazione, per evitare di incidere negativamente su una situazione finanziaria del settore privato già abbastanza difficile. È proprio per evitare il rischio di incorrere in una grave serie di fallimenti di imprese e di banche che si sono levate numerose voci a favore di una maggiore regolazione e supervisione del sistema bancario e delle pratiche finanziarie.

Kaufman ad esempio ha sostenuto la necessità dell'eliminazione di molti degli attuali corpi regolatori; in un sistema finanziario in rapida evoluzione e con istituzioni che forniscono un'ampia gamma di servizi, egli ritiene poco efficiente avere così tanti regolatori sia a livello statale che federale, frutto di passati sviluppi finanziari, a volte in contrasto tra loro, e che non

¹⁷⁷ Cfr. A. M. Solomon: "Some problems and prospects for mon. pol. in 1985", FRBNY quart. rev., winter '84/'85 e Preston Martin: "Monetary policy over the next decade", FBR of K. C. ec. rev., jan. '86, pp. 3-10.

hanno una visione globale dell'odierno mondo finanziario; essi dovrebbero essere sostituiti con una regolazione e supervisione più centralizzata del sistema bancario¹⁷⁸.

È stato anche rilevato come il venir meno della distinzione tra le varie istituzioni finanziarie rende obsoleta una struttura regolatoria designata a mantenere chiare distinzioni tra di esse¹⁷⁹. Lo stesso tentativo condotto da vari stati consistente nel liberalizzare le leggi bancarie allo scopo di rendere più attraente l'attività nel loro territorio ha certamente reso più difficile una regolazione bancaria più unitaria, oltre a facilitare l'adozione di comportamenti più rischiosi da parte delle istituzioni di deposito. Si è sostenuta così la necessità che, di fronte all'aumentata propensione al rischio, si risponda con un rafforzamento del processo di supervisione. Si dovrebbero spingere le istituzioni finanziarie ad adottare pratiche più tradizionali, in modo da rafforzare la loro situazione finanziaria e di renderle maggiormente in grado di fronteggiare eventuali difficoltà. In particolare le agenzie regolatorie ufficiali dovrebbero valutare lo stato di salute delle istituzioni finanziarie sotto la loro giurisdizione ed obbligarle a rimediare velocemente ad eventuali situazioni di debolezza.

In definitiva, coloro che richiedono un controllo più stringente ed un rafforzamento del processo di supervisione, non ritengono che la disciplina esercitata esclusivamente dal mercato sia sufficiente a garantire la stabilità del sistema finanziario. Ritengono invece indispensabile un rapido ammodernamento della struttura regolatoria, attualmente non in grado di controllare e di avere una visione globale di un sistema finanziario sempre più complesso e in rapido mutamento.

La perdita dell'egemonia da parte degli Stati Uniti e la politica monetaria

Come si è evidenziato all'inizio del cap. 3 il problema di fondo per gli S.U. è costituito dalla perdita della posizione egemonica che essi occupavano dopo la fine della seconda guerra mondiale. Il grosso tentativo compiuto dalla c.d. reaganomics è stato proprio quello di ridare maggiore competitività e stimolo alla crescita del sistema economico americano. Mentre la componente monetarista della reaganomics è riuscita, a prezzo di una forte recessione, a garantire che la ripresa avvenisse all'insegna di una inflazione abbastanza ridotta (grazie anche alla diminuzione del prezzo del petrolio e al dollaro elevatissimo), complessivamente la reaganomics ha avuto effetti perversi e destinati a produrre conseguenze negative ancora difficilmente valutabili. Il grosso deficit federale ha sì stimolato fortemente la crescita economica, facendo recuperare terreno agli S.U. rispetto agli altri paesi industrializzati, però ciò è avvenuto a prezzo di gravi squilibri.

Tutto l'opposto rispetto agli anni '50 e '60, gli S.U. si trovano ora con un gigantesco deficit commerciale e di partite correnti e con un parallelo saldo positivo della voce movimenti di capitale; sono i capitali esterni necessari per finanziare il deficit federale.

Mentre nel secondo dopoguerra era inizialmente indiscusso il primato degli S.U., così come la competitività delle loro merci, ora la situazione è completamente capovolta. Se allora l'attivo commerciale permetteva agli S.U. di esportare capitali ora avviene il contrario. La necessità di finanziare l'elevatissimo deficit federale, unita ad una politica monetaria fortemente restrittiva durante l'esperimento monetarista, hanno portato a notevolissimi innalzamenti dei tassi di

¹⁷⁸ Cfr. H. Kaufman: "Debt. the threat to economic and financial stability", FBR of K.C. ec. rev., dec. '86, pp. 3-11.

¹⁷⁹ Cfr. A.M. Solomon: "Banking Deregulation - Where do we go from here?", FRBNY quart. rev., aut. '84.

interesse; l'afflusso di capitali dall'estero che ne è derivato ha comportato un pauroso innalzamento del dollaro, che ha ridotto la competitività delle merci americane (aggravando la tendenza storica in atto). Gli S.U. sono così diventati crescenti debitori netti verso l'estero, e il pagamento di interessi sul loro debito estero è destinato a pesare in misura crescente sulle loro partite correnti.

Come è stato rilevato¹⁸⁰, l'afflusso di capitali dall'estero è andato solo in minima parte ad aumentare la capacità produttiva americana; esso è cioè servito a finanziare il deficit federale americano, il quale solo in piccola misura, attraverso soprattutto una parte delle spese per la difesa, si è tradotto in investimenti; in buona parte il capitale estero sono serviti a finanziare consumi attuali a scapito di quelli futuri. La stessa riduzione delle imposte, che nelle intenzioni dell'amministrazione Reagan doveva aumentare il risparmio privato ed accrescere le risorse destinate agli investimenti, non ha avuto molto successo. Il tasso di risparmio americano è rimasto su livelli strutturalmente molto più bassi di quelli degli altri paesi industrializzati, e le risorse rese disponibili alle imprese sono state destinate solo in limitata misura agli investimenti (soprattutto nel 1983-84); esse sono invece state indirizzate in buona parte ai profittevoli investimenti in attività finanziarie e in titoli azionari, date le attese di forti incrementi nelle loro quotazioni (a loro volta spinte verso l'alto dall'afflusso di capitali dall'estero); gli impieghi di tipo finanziario erano favoriti dal mix di politica fiscale e monetaria, che aveva spinto gli interessi sia nominali che reali a livelli altissimi.

La ripresa del sistema economico americano a tassi superiore a quelli degli altri paesi industrializzati era così avvenuta col presentarsi di gravissimi squilibri, primi fra tutti quello rappresentato dal deficit federale e quello commerciale, insostenibili nel più lungo termine. La loro eliminazione può richiedere sacrifici notevoli, non solo per gli S.U. ma evidentemente anche per il resto del mondo. In una situazione caratterizzata non più dalla posizione egemonica degli S.U. (sia a livello economico che politico), ma che può essere definita di interdipendenza oligopolistica, è indispensabile una fattiva collaborazione tra i principali attori della scena mondiale, soprattutto in una situazione come quella attuale, dove gli squilibri americani possono produrre pericolose conseguenze.

La strada seguita dagli S.U. è stata quella di un graduale deprezzamento del dollaro per ridare competitività alle proprie merci e ridurre così il deficit commerciale; a tale proposito si è rivelata indispensabile una coordinazione delle politica monetaria tra i principali paesi. Sono rimasti però grossi problemi di fondo, quali una sostanziale divergenza nella politica fiscale adottata dagli S.U. rispetto a quelle degli altri paesi industrializzati, ed anche il fatto che gli U.S. soffrono di un più basso tasso di risparmio privato, il che li obbliga a ricorrere a quello estero per finanziare il loro fabbisogno di risorse. Quest'ultimo potrebbe essere ridotto notevolmente da una redistribuzione delle spese militari in seno all'alleanza atlantica, con un aumento di quelle a carico degli alleati degli S.U.; ma gli S.U. si dimostrano evidentemente riluttanti ad intraprendere questa via, che significherebbe una loro progressiva rinuncia alla propria sovranità ed egemonia sia in campo finanziario che militare. Gli stessi paesi europei e il Giappone non vedono di buon occhio un deprezzamento del dollaro che colpisce essenzialmente le loro esportazioni ma non quelle dei paesi di nuova industrializzazione dell'Estremo Oriente; questi paesi hanno reagito al deprezzamento del dollaro adottando a loro volta svalutazioni competitive delle proprie monete.

Gli stessi Pvs devono continuare a realizzare surplus commerciali, soprattutto verso la loro principale controparte, gli S.U., per fare fronte al servizio del loro debito estero. Risulta così assai problematico il riequilibrio della bilancia commerciale americana in tempi non eccessivamente lunghi; ma soprattutto risulta sempre più evidente che il riequilibrio della situazione economica mondiale richiede non solo la collaborazione dei principali paesi

¹⁸⁰ Cfr. C. S. Hakkio e B. Higgins: "Is the U.S. too dependent on foreign capital?" FBR of K. C. ec. rev., june '85, p. 34.

industrializzati ma anche quella dei Nics. Il tentativo degli S.U. di riequilibrare i propri conti con l'estero attraverso il deprezzamento del dollaro ha soprattutto effetti negativi sulle esportazioni dei paesi europei e del Giappone. La stessa riduzione del deficit federale potrebbe avere conseguenze assai negative per l'economia mondiale. Risulta così sempre più indispensabile una collaborazione che coinvolga un numero maggiore di paesi e che sia relativa non solo alle politica monetaria ma alle politiche economiche nel loro complesso. Si tratta però di un risultato assai difficile a realizzarsi, proprio per la tendenza di ogni Stato a perseguire, accanto (o a scapito) all'interesse comune, anche o soprattutto quello nazionale. Basti pensare ai pericoli insiti nelle tendenze protezionistiche negli S.U., alle politiche monetarie dei Nics, ecc.

Del resto non esiste uno stato o un insieme di stati (tanto meno l'Europa) in grado di sostituire gli S.U. nel ruolo di paese egemone a livello mondiale, per cui la soluzione di gravi problemi americani (e più in generale di quelli mondiali) destinata ad avere le minori conseguenze negative per l'economia mondiale non può che passare attraverso una cooperazione più generale possibile.

BIBLIOGRAFIA

ABRAMS, Richard K.

"Federal Reserve Intervention Policy", FRB of Kansas City ec. rev., march '79 pp. 15-23

AKHTAR, M.A.

"Recent Experience with Monetary Growth and Inflation in Germany, Japan and The Usa", in Journ. of post Keynesian Econ., Summer '80, pp.585-92

AXILROD, Stephen H.

"Monetary Policy, Money Supply, and the Federal Reserve's Operating Procedures", FRB, 1/82, pp. 13-24

"U.S. Monetary Policy in Recent Years: an Overview", in "Economic Recovery", vol. II: "Monetary Conditions for Economic Recovery", edited by C. van Ewijk and J. J. Klant, 1985

AXILROD, Stephen H. e LINDSEY, David E.

"Federal Reserve System Implementation of Monetary Policy: Analytical Foundations of the New Approach", in "Papers and Proceeding of the Amer. Econ. Assoc", may '81, pp.246-252

BAILY, Martin Neil e CHAKRABARTI, Alock K.

"Innovation and Productivity in U.S. Industry", Brookings Papers on Econ. Acts., n°2, '85

BECHTER, Dan M.

"The Economy in 1980 and the Outlook for 1981", FRB of Kansas City ec. rev., dec. '80, pp. 14-17

BECHTHER, Dan M. e GAMBS, Carl M.

"Business and Financial Outlook of 1979", FRB of K.C. ec. rev., pp. 13-26., dec. '78

BERSON, David W.

"Money Growth Volatility, Uncertainty, and High Interest Rates", FRB of K.C. ec. rev., nov. '83, p. 23

BRANDOLINI, Dario

"L'innovazione finanziaria in Italia e all'estero: caratteristiche e vincoli", BCI, Ufficio Studi, marzo '87

BRYANT, Ralph C.

"Controlling Money" "The Federal Reserve and its Critics" The Brookings Institution, Washington D.C., 1983

CADY, J. A.

"Recent M1 Growth and Its Implications", FRB of K.C. EC. rev., dec. '85, p. 18-23

CACY, J. A.

"Monetary Policy in 1980 and 1981", FRB of K.C. ec. rev. dec. '80, pp. 18-25

"Monetary Policy In 1981 and 1982", FRB of K.C. ec. rev. dec. '81, pp. 3-14

CACY, J. A. and MILLER, Glenn H. jr.

"The US Economy and Monetary Policy in 1984", FRB of K.C. ec.rev., dec. '84, pp. 3-18

- "Review and outlook: a new approach to solving old problems"
- CACY, J. A. and WINNINGHAM Scott
 "Res. Requirements under the Deposit Institution Deregulation and Monetary Control Act of 1980", FRB of K.C. ec. rev., sept/oct '80, pp. 3-16
- CACY, J. A. - MILLER, Glenn H. - SEIBERT, Diane
 "The U.S. Economy and Monetary Policy in 1982" FRB of K.C. ec. rev., dec. '82, pp. 3-15
- CACY, J.A. - ROBERTS Richard
 "The U.S. Economy in 1987 and 1988", FRB of K.C. ec. rev. dec. '87, pp. 3-15
- CACY, J.A. - MILLER, Glenn H. - HOXWORTH, Dan H.
 "The U.S. Economy in 1985 and 1986", FRB of K.C. ec. rev., dec. '85, pp. 3-17
- CACY, J. A. - MILLER, Glenn H. - ROBERTS, Richard
 "The U.S. Economy in 1986 and 1987", FRB of K.C. ec. rev., dec. '86, pp. 12-27
- CECCHETTI, Stephen G.
 "High Real Interest Rates; Can They Be Explained?" FRB of K.C. ec. rev., sept/oct. '86, pp. 31-41
- CORRIGAN, Gerald. E.
 "A Framework for Reform of the Financial System", FRBNY Quart. rev., summer '87, pp. 1-8
 "Public and Private debt Accumulation: a Perspective", FRBNY quart. rev., aut. '85
- COX, Donald
 "The Decline in Personal Saving", FRBNY quart. rev., spring '81, pp. 25-32
- DE CECCO, Marcello
 "Moneta e Impero. Il sistema finanziario internazionale dal 1890 al 1914". Einaudi, 1979
- DE ROSA, Paul and STERM, Gary H.
 "Monetary Control and the Federal Funds Rates", Journ. of Monetary Economics, 3, '77, pp. 217-230
- DUESENBERY, James S.
 "The Political Economy of Central Banking in the US or Quis Custodiet Ipsos Custodies"
- EMMINGER, Otmar
 "The International Role of the Dollar", FRB of K.C. ec. rev., sept/oct. '85, pp. 17-24
 "Adjustments in World Payments: an Evaluation", in "The International Monetary System: 40 Years After Bretton Woods", Proceedings of a Conference Held at Bretton Woods May '84, pp. 196-297
- FELDMAN, Robert A.
 "Dollar Appreciation, Foreign Trade, and the U.S. Economy", FRBNY quart. rev., summer '82, pp. 1-9
- FRATESCHI, Carlo
 "Gli Usa", pp. 301-338

- FRIEDMAN, Milton
 "Lessons from the 1979-82 Monetary Policy Experiment", in "Papers and Proceedings of the Amer. Econ. Ass., may '84, pp. 397-400
- FRIEDMAN, Benjamin M.
 "Lessons From the 1979-82 Monetary Policy Experiment", *ibid.* pp. 382-57
- GAMBS, Carl M.
 "Federal Reserve Membership and the Role of Nonmember Bank Reserve Requirements", *FRB of K.C. ec. rev.*, febr. '79 pp. 3-13
- GARNER, Alan C.
 "Tax Reform and personal Saving", *FRB of K.C. ec. rev.* febr. '87, pp. 8-19
- GILBERT, R. Alton
 "Requiem for Regulation G. What it did and why it passed Away". *FRB of St Louis rev.*, febr. '86, pp. 22-37
 "Operating Procedures for Conducting Monetary Policy" *FRB of St. Louis*, febr. '85, pp. 13-21
- GUERRIERI, Paolo e PADOAN, Pier Carlo
 "L'economia Politica Internazionale dall'Egemonia all'Oligopolio", in "Un gioco senza regole: l'economia internazionale alla ricerca di un nuovo assetto", a cura di P. Guerrieri e P. C. Padoan. Centro di Studi Americani, Franco Angeli, 1984
- GUFFEY, Roger
 "The Federal Reserve's Roles in Promoting Economic Growth", *FRB of K.C. ec. rev.*, febr. '85, pp. 3-6
 "Regulation Tomorrow: Toward a New Frameword for Competition", *FRB of K.C. ec. rev.*, july/aug. '79, pp. 3-6
 "Conduct of U.S. Mon. Policy. Recent Problems and Issues", *FRB of K.C. ec. rev.*, dec. '79, pp. 26-29
- KAHN, George A.
 "Investment in Recession and Recovery: Lessons From the 1980s", *FRB of K.C. ec. rev.*, nov. '85, pp. 25-39
 "Dollar Depreciation and Inflation", *FRB of K.C. ec. rev.*, nov. '87, pp. 32-49
- KAUFMAN, HENRY
 "Comments of Credit", settimanale vari numeri dal 20/6/86 al 18/9/87. Salomon Brothers Inc.
 "Debt: The Threat to Economic and Financial Stability", *FRB of K.C. ec. rev.* , dec. '86, pp. 3-11
- KEETON, William R.
 "Deposit Insurance and the Deregulation of Deposits Rates", *FRB of K.C. ec. rev.*, april '84, pp. 28-45
 "Deposit Deregulation, Credit Availability, and Monetary Policy", *FRB of K.C. ec. rev.*, june '86
- KUCZYNSKI, Pedro-Pablo
 "International Emergency Lending Facilities. Are They Adequate?", in "The international

Monetary System: 40 Years After Bretton Woods", Proceedings of a Conference Held at Bretton Woods, may '84, pp. 84-98

LOMBRA, Raymond and STRUBLE, Frederick
"Monetary Aggregate Targets and the Volatility of Interest Rates", *Journal of Money, Credit, and Bank.*, vol. II, n. 3, aug. '79

LOMBRA, Raymond and MORAN, Michael
"Policy Advice and Policymaking at the Federal Reserve", *Journal of Monetary Economics*, aut. '80, pp. 9-68

MARTIN Preston
"Monetary Policy over the next Decade", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, jan '86, pp. 3-10

Mc CALLUM, Bennett T.
"Monetarist Rules in the Light of Recent Experience", in "Papers and Proceedings of the American Economic Association", may '84, p. 388-91

MICOSSI, Stefano e SANNUCCI, Valeria
"Le nuove procedure operative di controllo monetario negli Stati Uniti (1979-81)", *Giornale degli Economisti*, 1982, pp. 75-99

MILLER, Glenn H. - MITCHELL, Karlyn – HOXWORTH, Dan
"The U.S. Economy and Monetary Policy in 1983", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, dec. '83, pp. 3-21

MORRIS, Charles
"The Competitive Effects of Interstate Banking", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, nov., '84, pp. 3-16

PANIZZA, Roberto
"Congiuntura Internazionale", in *Osservatorio Economico. CRT*, n°1/1988, pp. 5-12
"Confronto tra sistemi bancari e creditizi dell'Italia e degli Stati Uniti", in "Italia-Usa: 2 sistemi a confronto", quaderno di Osservatorio Economico, CRT, 1986

PARBONI, Riccardo
"Le traversie del dollaro e la ripresa europea", *Politica ed Economia*, aprile '87, pp. 49-50
"Finanza e Crisi Internazionale", Etas Libri, 1980
"Moneta e Monetarismo. Da Keynes a Friedman", Il Mulino, 1984

PEARCE, Douglas K.
"Rising Household Debt in Perspective", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, july/aug. '85, pp. 3-17

PENNELLA, Giuseppe
"Le Politiche Monetarie e il Bilancio nei Principali Paesi Industrializzati. Aspetti Istituzionali e Quantitativi", Franco Angeli, 1985

PIERCE, James L.
"Did Financial Innovation Hurt the Great Monetarist Experiment?", in "Papers and Proceedings of the American Economic Association", may 1984, pp. 392-6

PIGOTT, Charles and REINHART Vicent
"The Strong Dollar and U.S. Inflation", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, aut. '85, pp. 23-9

POOLE, William

"Monetary Control in the United States", *Economies et Societes*, oct/dec. '78, n°12, pp. 1659-73

ROTH, Howard L.

"Has Deregulation Ruined M1 as a Policy Guide?", *FRB of K.C. ec. rev.*, , june '87, pp. 24-37

"Recent Experience with M1 as a Policy Guide", *FRB of K.C. ec. rev.*, march '84, pp. 17-29

"Effects of Financial Deregulation on Mon. Policy", *FRB of K.C. ec. rev.*, march '85, p. 17-29

SALANT, Walter S.

"The American Economy in Transition: A Review Article", *Journal of Econ. Literature*, june '82, pp. 564-84

SAVAGE, Donald T.

"Developments in Banking Struttore, 1970-81", *FRB*, febr. '82

SELLON, Gordon H. jr.

"The Instruments of Mon. Policy", *FRB of K.C. ec. rev.*, may '84, pp. 3-20

SIMPSON, Thomas D.

"Changes in the Financial System: Implications for Monetary Policy", *Brook. Papers on Econ. Act.*, 1/1984, pp. 249-72

SIX, Jean-Michel

"La Fin des Annees Volcker", *Rev. d'econ. pol.*, mars-avril '87, pp. 213-25

SOLOMON, Anthony M.

"Some Problems and Prospects for Mon. Policy in 1985", *FRB of NY quart. rev.*, winter '84/'85

"Unresolved Issues in Monet. Policy", *FRBNY quart. rev.*, spring '84

"Banking Deregulation. Where do We Go from Here?", *FRBNY quart. rev.*, aut. '84

SOLOMON, Robert

"Il Sistema Monetario Internazionale (1945-1981)", *Liguori Editore*, maggio '84

STONE, Courtenay C. and THORNTON, Daniel L.

"Solving the 1980s Velocity Puzzle: A Progress Report", *FRB of St. Louis*, aug./sept. '87, pp. 5-22

VACIAGO, Giacomo

"Evoluzione e Prospettive del Sistema Bancario Americano", *Bancaria*, vol. XLI, 1985, pp. 45-53

VALLI Vittorio

"Il Sistema Economico Usa. 1945-77. Le Tendenze del Capitalismo degli S.U.", *Etas Libri*, 1978

VOLCKER, Paul A.

"The Rapid Growth of Debt in the United States", *FRB of K.C. ec. rev.*, may '86, pp. 3-12

WALKER, John F. and VATTER Harold G.

"Stagnation - Performance and Policy: A Comparison of the Depression Decade with 1973-

84", Journal of post Keynes. econ., summer '86, pp. 515-30

WALLICH, Henry

"Recent Techniques of Monetary Policy", FRB of K.C. ec. rev., may '84, pp. 21-30

"Monetary Policy and Practice. A view from the Federal Reserve Board", Lexington Books
D.C. Heath & Comp. Lexing., Massach., Toronto, 1982

CH. 25: "Banks need more freedom to compete"

CH. 26: "Reflections on Glass-Steagall"

WALLICH, Henry and KEIR, Peter M.

"The Role of Operating Guides in U.S. Mon. Policy: A Historical Review", FRB, sept. '79,
pp. 679-691

WATKINS, Thomas G. and WEST, Robert Craig

"Bank Holding Companies: Development and Regulation", FRB of K.C. ec. rev., june '82,
pp. 3-13

WILSON, J. F. - FOGLER, E. M. - FREUND, J.L. - VAN DER VEN, G. E.

"Major Borrowing and Lending Trend in the U.S. Economy, 1981-85", FRB, aug. '86

WINNIGHAM, Scott

"The Effect of Money Market Certificates of Deposit on the Monetary Aggregates and Their
Components", FRB of K.C. ec. rev., july/aug. '79, pp. 20-9

WINNINGHAM, Scott and HAGAN, Donald G.

"Regulation G: An Historical Perspective", FRB of K.C. ec. rev., april '80, pp. 3-17

WOOLLEY, J. T.

"Monetary Politics. The Federal Reserve and the Theory of Monetary Politics", 1984

ZANETTI Giovanni

"Evoluzione tecnologica in atto nel sistema industriale italiano: opportunità ed ostacoli nei
rapporti con gli S.U.", in "Italia - Usa: 2 sistemi a confronto". Quad. di Osservatorio
Economico, CRT, 1986

ZELL, Steven P.

"Productivity in the U.S. Economy: Trends and Implications", FRB of K.C. ec. rev., nov. '79,
pp. 13-26

Monetary policy report to Congress, semestrali dal febr. '79 al luglio '86, in FRB, vari anni

"Etudes économiques de l'Ocde", Etats Unis, vari anni

International Financial Statistics, vari anni

"Perspective économiques de l'Ocde", vari anni

"Record of Policy actions of the Fomc", meeting held on 28 feb. '78, FRB april '78, pp. 290-
305