

RELAZIONI

ALBERTO SDRALEVICH - MARIO MONTI

I MODELLI MACROECONOMICI
PER LA POLITICA MONETARIA IN ITALIA:
AGGREGAZIONE E REALISMO *

1. Al momento di definire lo scopo — e quindi il contenuto — di questa relazione, è sembrato che essa dovesse soprattutto fornire uno schema di riferimento per una discussione organica dei problemi della politica monetaria in Italia.

Tale schema dovrebbe possedere due qualità: adattarsi per lo meno alle caratteristiche più peculiari dell'economia e dell'assetto istituzionale italiano; ed essere nello stesso tempo sufficientemente generale da consentire un aggancio con le teorie « ortodosse » sulla determinazione del reddito e dell'occupazione nel breve periodo.

Alla prima esigenza si potrebbe forse rispondere ricorrendo ad uno dei modelli econometrici disponibili — modelli costruiti e stimati per il sistema economico italiano. Scegliendo questa strada, tuttavia, non soltanto ci si muoverebbe su di un terreno eccessivamente « tecnico » per l'occasione; ma soprattutto si finirebbe col vincolare l'intera discussione alla particolare impostazione del modello prescelto.

È sembrata preferibile una soluzione diversa: quella di ricorrere ad uno strumento analitico dotato di un livello maggiore di generalità, e utilizzato abitualmente (in modo più o meno esplicito) da chiunque affronti analisi o decisioni connesse alla determinazione del reddito nel breve periodo. Una versione sufficientemente raffinata del modello convenzionale IS-LM poteva costituire un buon fondamento analitico per la discussione (sia pure non completamente sistematica) dei problemi fondamentali.

(*) Alcune sezioni di questa relazione sono state sviluppate prevalentemente da uno degli autori. Si tratta, in particolare, del paragrafi 7-16 (M. Monti) e 17-26 (A. Sdralevich).

Si trattava cioè di utilizzare — secondo una prassi che può essere ricondotta a precedenti autorevoli — uno schema generalmente accettato, non solo a livello didattico, come base concettuale per l'interpretazione dei fatti e per la sistemazione delle idee correnti nei dibattiti sulla politica monetaria italiana.

Su questa strada si incontrano tuttavia difficoltà non facilmente superabili. Troppo spesso, al momento di tradurre nel « modello » fatti e idee, ci si rende conto che ciò è possibile solo a prezzo di sforzi eroicamente riduttivi. Si provi, per esempio, a travasare in un modello macroeconomico aggregato il tipo di problemi discussi di solito nella « Relazione » della Banca d'Italia. Si verifica molto spesso uno di questi due casi. O le cose che interessano non entrano in nessun modo nel modello, nel senso che non si trova una funzione cui agganciarle; oppure — situazione anche più imbarazzante — si riscontra una corrispondenza semantica fra contenuto della « Relazione » e contenuto del modello; ma poi, al momento in cui si tenta un controllo, si scopre che il nome è veramente l'unica cosa in comune. È inevitabile un certo disagio quando ciò avviene per concetti come quello di « moneta » o di « imprese ».

È sembrato allora opportuno rinunciare al disegno originario, per dedicarsi ad un lavoro più umile, ma necessario. Abbiamo preferito cioè chiederci in che modo un modello macroeconomico del tipo convenzionale può essere modificato e disaggregato, per servire come termine di riferimento non occasionale ad una discussione organica sui problemi della politica monetaria italiana.

Un simile lavoro non può aspirare a risultati completi o sistematici: ma almeno è frutto di un'impostazione metodologica coerente. Solleva del resto una serie di dubbi, e di problemi, che meritano di essere discussi. Essi riguardano da un lato il funzionamento del settore « monetario » dell'economia; dall'altro, il comportamento delle imprese — specie per quanto concerne le attese sui prezzi e le decisioni di investimento.

Il livello di aggregazione e le variabili monetarie nei modelli correnti.

2. Quando non si faccia ricorso ad un modello econometrico, il quadro di riferimento analitico per le valutazioni relative agli interventi di politica monetaria rimane una qualche variante

della versione Hicks-Hansen del « modello » keynesiano: cioè, in sostanza, dello schema didattico IS-LM.

Si può affermare che questo schema possiede una struttura tale da renderlo difficilmente adeguato ad un simile compito. Alcune delle ragioni sono note da tempo; altre sono state messe in luce dalle polemiche recenti sulla rispondenza del modello all'autentico pensiero keynesiano (1). Tuttavia i meriti dello strumento analitico, la sua maneggevolezza, ed infine la consuetudine rendono per il momento inopportuno se non impossibile il suo abbandono.

La conferma più esplicita e più notevole di questo stato di cose si può ritrovare nel fatto che perfino i sostenitori di un punto di vista che vorrebbe presentarsi come alternativo a quello keynesiano, cioè i monetaristi, hanno finito col ritornare ad una struttura analitica che accetta la logica del modello IS-LM, almeno negli aspetti che qui ci interessano.

Un discorso non diverso vale, d'altra parte, per il filone che fa capo a Tobin, cioè per la teoria dell'equilibrio generale dei mercati finanziari. Anch'essa, nonostante per molti versi sembri promettere gli sviluppi più interessanti, non si sottrae alla logica di un modello macroeconomico del tipo IS-LM, con le implicazioni e le limitazioni che ne derivano.

3. Vale la pena, dunque, di soffermarsi brevemente almeno sugli elementi strutturali più importanti della versione Hicks-Hansen del pensiero keynesiano. Si tratta, d'altra parte, di temi abbondantemente discussi nella letteratura più recente; sulla scorta della quale anche una sommaria ispezione del modello consente di sollevare una serie di dubbi sulla sua capacità di fornire proprio le indicazioni che ci interessano. Ciò può essere mostrato sia ragionando in termini di mercati, sia considerando gli operatori; purchè si tratti di mercati e di operatori che partecipano effettivamente alla struttura del modello, e non di semplici giustapposizioni o interpolazioni, volte a renderlo più appetibile per gli usi pratici.

Dal punto di vista analitico, infatti, il problema consiste proprio nel vedere se tali giustapposizioni e interpolazioni non

(1) Oltre alle note critiche di A. Leijonhufvud, si veda K. BRUNNER, *A Survey of Selected Issues in Monetary Theory*, « Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik », 1971, 1-146.

implichino a loro volta il ricorso a modelli parziali non compatibili con il modello base. Tanto per cominciare dal lato del modello più direttamente utilizzato per l'analisi della politica monetaria, nello schema IS-LM non esiste la distinzione fra moneta contante e moneta bancaria. Allo stesso modo, il tasso di rendimento sui titoli a reddito fisso è rappresentativo di tutti i tassi rilevanti per le decisioni di investimento e più generalmente di portafoglio. Ciò richiederebbe, per rispettare le condizioni di aggregabilità di Hicks, di considerare perfettamente sostituibili dal lato degli utilizzatori, oppure prodotti a costi che stanno fra loro in rapporti fissi, prestiti obbligazionari e bancari, a breve e lungo termine.

In equilibrio (e le ipotesi sulle velocità relative di aggiustamento implicano che da questo lato il modello sia sempre in equilibrio) il rendimento corrente sulle obbligazioni è uguale al saggio di efficienza marginale del capitale; mentre rimane aperto il problema della sua relazione con il saggio di rendimento corrente del capitale, non definito in maniera esplicita.

Per quanto riguarda gli aspetti reali, l'adozione di una funzione di produzione aggregata e perciò di un unico indice dei prezzi rende di fatto arbitraria nel modello dei manuali qualunque distinzione fra beni di consumo e beni strumentali — nonostante la rilevanza della distinzione nel pensiero keynesiano (2).

Dal lato dell'offerta vi è in realtà un solo bene, e le componenti della domanda possono essere definite, di fatto, soltanto sulla base della loro diversa sensibilità alle variabili esplicative.

Sarebbe ingenuo, o addirittura presuntuoso, affermare che il grado di aggregazione del modello è *in assoluto* eccessivo. Esiste una relazione inversa tra realismo di uno schema analitico e sua capacità di rendere sinteticamente una visione del mondo. Quello che ci importa sottolineare è soltanto come un simile grado di aggregazione dei mercati finisca in realtà con lo svuotare le distinzioni che a livello verbale si ammette esistano tra operatori; e cui si ricorre tutte le volte che si cerca una giustificazione o una razionalizzazione delle funzioni aggregate in termini di comportamento.

Da un punto di vista rigoroso, sembra arbitraria rispetto alla logica del modello perfino la distinzione tra famiglie e im-

(2) J. M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan, 1936, pp. 136, 250, 252.

prese. Nel modello manca in effetti una qualunque definizione significativa dei rapporti finanziari all'interno del settore privato; e a maggior ragione la possibilità di stabilirne le dimensioni, sia in termini di fondi sia in termini di flussi. Non è dunque possibile introdurre la distinzione tra ricchezza lorda e ricchezza netta, e neppure si può porre un problema di composizione delle passività. Queste difficoltà appaiono chiare quando si cerchi di stendere delle equazioni di bilancio a livello disaggregato per il settore privato.

Nell'ambito del modello e nella sua logica sembra dunque molto difficile, o addirittura impossibile, discutere in modo significativo il problema della politica finanziaria delle imprese (la quale — secondo quella logica — non influisce nè sul livello degli investimenti nè sul tasso di rendimento delle obbligazioni). Ciò sembra confermato dalle polemiche recenti e meno recenti sull'operare della politica monetaria in Italia, e sulla relazione fra investimenti e distribuzione del reddito.

4. Come si è già osservato, il punto di vista monetarista è di fatto considerato oggi (non solo dai discepoli di Friedman) l'unica alternativa effettiva allo schema « ortodosso », almeno come guida ai giudizi sulla politica monetaria. In realtà, esso presta il fianco alle stesse obiezioni che valgono per il modello Hicks-Hansen.

In primo luogo, gli studi più recenti sembrano concordi nel mostrare come — al di là di un diverso giudizio sulla stabilità del settore privato dell'economia e sulla capacità delle autorità di adottare decisioni corrette e tempestive — la critica monetarista si svolga, pur con una logica non keynesiana, all'interno di uno schema del tipo IS-LM.

Da questo punto di vista, e nonostante certi dissensi nello stesso campo monetarista, è significativo che Friedman sia giunto a definire le divergenze tra la sua posizione e quella neokeynesiana addirittura sulla base della scelta delle variabili che devono essere considerate esogene in un modello IS-LM (3).

Ricordiamo, per quanto riguarda il funzionamento della parte reale del sistema, il riferimento di Friedman ad un modello

(3) M. FRIEDMAN, *A Theoretical Framework for Monetary Analysts*, « Journal of Political Economy », 1970, 193-238; K. BRUNNER, *op. cit.*

disaggregato di equilibrio generale di tipo walrasiano, dal quale egli ricava una singola variabile (il reddito reale) che entra come predeterminata nel sistema.

Quanto poi al settore monetario, benchè ciò sembri contraddire alla denominazione stessa della loro scuola, i monetaristi prediligono un livello di aggregazione estremamente elevato. La relazione significativa, e che merita di essere indagata, è per loro quella tra offerta di moneta e reddito monetario. L'inserimento di funzioni capaci di definire il comportamento degli operatori del settore monetario viene respinto non tanto in base a motivi di semplificazione dell'analisi, ma piuttosto sul fondamento di convinzioni di carattere propriamente metodologico che riguardano l'indesiderabilità da un lato e l'inutilità dall'altro di analisi disaggregate. Il problema dell'allocatione finisce con lo scomparire, di fronte a quello della determinazione immediata delle macrovariabili. Il livello di aggregazione assume così nel modello dei monetaristi, proprio perchè implica un preciso richiamo metodologico, un significato che va al di là di quello connesso all'analisi di tradizione keynesiana.

Sul piano pratico, cioè sul piano delle indicazioni immediatamente utilizzabili per la politica monetaria, e forse anche sul piano analitico, l'elemento più notevole della posizione monetarista sembra essere costituito dal rilievo attribuito alle attese, e in particolare alle attese che riguardano i prezzi. Da questo rilievo seguono, in particolare, la ripresa della distinzione fisheriana fra tasso di interesse reale e tasso di interesse di mercato, e le critiche all'impiego di quest'ultimo come indicatore della politica monetaria.

La reintroduzione del concetto di attese nello schema keynesiano (che per un certo verso pone Friedman più vicino a Keynes di quanto non siano i keynesiani ortodossi) sembra ravvivare il modello didattico IS-LM con elementi intrinsecamente dinamici.

Rimangono tuttavia due problemi. In primo luogo, quello che qui non possiamo affrontare, se davvero lo schema IS-LM sia utilizzabile in senso dinamico; poi l'altro, di quale sia il significato di una simile operazione nell'ambito di un modello estremamente aggregato.

Il valore da attribuire al recupero delle attese è infatti ridotto, quando esse finiscano col riguardare, in modo veramente poco significativo, il prezzo dell'unico bene prodotto, anche indi-

pendentemente dalla sua destinazione al consumo o all'investimento. Perfino l'attribuzione delle attese rimane determinata in modo impreciso, dal momento che il modello non consente di distinguere più di un operatore nell'ambito del settore privato.

5. Possibilità più promettenti, dal nostro punto di vista, sembra piuttosto offrire la struttura logica dei modelli proposti da Tobin e dalla corrente di pensiero che a lui fa capo. Questi modelli insistono esplicitamente sulla interdipendenza fra le strutture patrimoniali degli operatori (4).

La struttura logica del modello presenta peraltro due difficoltà. Anzitutto, i valori soluzione delle variabili sono ricavati sulla base di funzioni di comportamento derivabili da una teoria microeconomica di portafoglio in cui sono implicite ancora una volta ipotesi di concorrenza perfetta.

Per di più, le indicazioni operative del modello finiscono col riguardare soprattutto il funzionamento del mercato monetario-finanziario. All'attenzione rivolta alle decisioni nell'ambito del conto capitale (il cui tasso di interesse chiave, e cioè il tasso di rendimento richiesto sul capitale fisico, non è d'altra parte misurabile per sua natura) non corrisponde una preoccupazione analoga per il meccanismo che determina le variabili del conto del reddito. In pratica, questo meccanismo sembra coincidere con quello della tradizione keynesiana ortodossa.

Non si può dire dunque che, dal punto di vista della capacità di fornire suggerimenti e valutazioni per la politica monetaria, il modello (e neppure l'impostazione teorica) di Tobin offra soluzioni immediatamente utilizzabili alternative al modello IS-LM o a quello monetarista, anche se di entrambi contribuisce a porre in luce insufficienze e lacune.

Possibili criteri di disaggregazione.

6. Se dunque si accetta (e sembra difficile evitarlo) che il termine di riferimento sia costituito da modelli della famiglia IS-LM — e che in ultima analisi proprio su questi modelli venga lavorare per renderli meglio accettabili come pietra di pa-

(4) J. TOBIN, *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, « Journal of Money, Credit and Banking », 1969, 15-29.

ragione per le decisioni di politica economica e monetaria — passo successivo consiste nel decidere lungo quali linee la disaggregazione debba essere condotta. I criteri immaginabili sono naturalmente infiniti. Sarebbe impossibile, nell'ambito di questa relazione, esplorarne in modo adeguato un numero sufficiente. Sarebbe anche impossibile rispondere all'interrogativo se le linee di disaggregazione adottate siano tra loro tanto omogenee da poter dare luogo ad una struttura analitica compatta. Sembra perciò ragionevole muoverci entro un orizzonte più limitato.

È tuttavia importante enunciare il principio, secondo il quale i tipi e il grado di disaggregazione dovrebbero essere in ogni caso quelli minimi sufficienti a consentire una valutazione del grado di realismo delle ipotesi fondamentali del modello, soprattutto quando queste riguardino il *modus operandi*, e la stessa individuazione, delle variabili controllate dalle autorità monetarie.

Tale operazione, per quanto non direttamente intesa a ricostruire il modello sulle caratteristiche istituzionali di un particolare sistema economico, non può prescindere da una verifica di corrispondenza tra le categorie teoriche e quelle riscontrabili, nel nostro caso, nella realtà italiana.

A meno che non ci si voglia ridurre a un mero esercizio di logica, non si può trascurare di prendere in considerazione alcune caratteristiche, anche « tecniche », del sistema finanziario e bancario italiano; caratteristiche che non sembrano affatto trascurabili, quando si tratti di stabilire fino a che punto sia giustificabile la pretesa di impiegare modelli della famiglia IS-LM per valutazioni sulla politica monetaria.

Sembra per esempio necessario tenere conto, nell'ambito del settore monetario, dell'esistenza di operatori specializzati nel credito a medio e lungo termine, distinti dalle banche. Per quanto riguarda le attività, ci si può chiedere per esempio se le caratteristiche proprie della moneta nell'assetto istituzionale italiano (con un tasso di interesse positivo ed endogeno) siano tali da consentire ragionevolmente che essa sia identificata con la moneta di cui si parla nei modelli correnti.

Circa il mercato del credito, ci si può chiedere se sia giustificato ragionare come se le funzioni di domanda fossero tali da consentire variazioni nel volume del credito senza conseguenze sulla distribuzione dei finanziamenti per categorie di utilizzatori;

e tali da consentire la sostituibilità perfetta degli strumenti di credito (e quindi la loro aggregazione) dal lato dell'offerta.

A questo problema è strettamente connesso quello che riguarda le relazioni fra domanda di credito e mutamenti nella distribuzione del reddito tra profitti e salari. Che cosa avviene, una volta che si ammetta l'esistenza di un problema di equilibrio patrimoniale per le imprese e l'esistenza di relazioni fra questo equilibrio patrimoniale ed i flussi correnti?

Il problema della distribuzione non può essere disgiunto da quello dell'andamento dei prezzi relativi. E quindi dalle relazioni fra attese sui prezzi, struttura finanziaria e decisioni di investimento. La distinzione fra tasso di interesse monetario e tasso di interesse reale, quando si ammette l'esistenza di una pluralità di prezzi, diventa insufficiente per servire da guida a decisioni di politica monetaria.

Il settore finanziario e l'offerta di moneta.

7. Nella versione « didattica » del modello IS-LM, la politica monetaria è semplicemente il controllo dell'offerta di moneta (5). Nelle versioni più raffinate, si ammette che la moneta possa consistere di contante e di moneta bancaria; e perfino che il moltiplicatore del credito possa dipendere dal comportamento delle banche e dal comportamento del pubblico.

L'aggiunta di questi elementi, tuttavia, appare spesso dettata piuttosto dal desiderio di aggiungere un tocco di apparente realismo al modello, che da una piena consapevolezza delle implicazioni che tali distinzioni comportano.

Il meccanismo di trasmissione tra le decisioni delle autorità monetarie e la quantità totale di moneta a disposizione del pubblico è concepito in genere in modo rigido. In maniera impressionistica, si giunge ad ammettere che le banche, variando la loro preferenza per la liquidità, possono rendere più difficile alle autorità il controllo dell'offerta di moneta. Ma in realtà, così come

(5) Si veda, per esempio, G. ACKLEY, *Macroeconomic Theory*, Macmillan, New York, 1961.

Si veda anche F. MODIGLIANI, *The Monetary Mechanism and its Interaction with Real Phenomena*, « Review of Economics and Statistics », febbraio 1963, suppl., 79-107.

all'interno del settore reale non si distingue fra famiglie e imprese, all'interno del sistema monetario non si distingue in modo esplicito e operativo l'operatore « banche » dall'operatore « banca centrale »; ed eventualmente da un operatore « istituti di credito a medio e lungo termine ».

Per quanto riguarda gli strumenti, la base monetaria continua ad essere considerata come un aggregato omogeneo e direttamente controllato dalle autorità monetarie. E, una volta ammessa l'esistenza del credito bancario, si trascura di esaminare i rapporti di sostituibilità o di complementarità che esso presenta con il credito a lungo termine, sia dal lato dell'offerta sia dal lato della domanda.

Infine, si trascura di indagare quali siano le funzioni di comportamento dell'operatore « banche », in particolare per quanto attiene alla determinazione dei tassi di interesse.

Controllo e composizione della base monetaria.

8. Ci si può chiedere, in primo luogo, se una volta introdotte disaggregazioni che vorrebbero rendere il modello più realistico, e meglio utilizzabile per valutazioni sulla politica monetaria italiana, sia ragionevole continuare a considerare la base monetaria come direttamente controllabile da parte delle autorità.

Poichè si ammette che la base monetaria è creata attraverso diversi canali e che, nell'ambito di ciascuno, almeno alcune operazioni sono sottratte al controllo delle autorità, l'assunto che la base monetaria è esogena equivale all'affermazione che le autorità sono sempre in grado di compensare con i loro interventi variazioni autonome in queste componenti.

Una simile affermazione, soprattutto se confrontata con l'esperienza italiana, sembra suscitare almeno due ordini di problemi.

In primo luogo, molte delle operazioni compensatrici delle autorità monetarie possono attuarsi soltanto attraverso l'adesione volontaria di altri operatori. Questa, a sua volta, può spesso essere ottenuta soltanto con modificazioni del livello o della struttura dei tassi di interesse o di altre variabili: perciò in modo non neutrale, dal punto di vista del controllo monetario.

Sembra dunque fuorviante ridurre il problema del controllo della base monetaria ad un problema di natura essenzialmente tecnica. Il tipo di controllo che le autorità possono esercitare su molti dei flussi da cui risulta la formazione della base monetaria non è intrinsecamente diverso, o necessariamente più stretto, di quello che esse possono esercitare sulle propensioni del pubblico e delle banche a tenere le loro attività sotto forma di circolante o di riserve libere.

Il considerare esogena la base monetaria solleva perciò difficoltà non sostanzialmente diverse da quelle che si incontrano quando si pretende di considerare costante il moltiplicatore monetario o esogena la quantità complessiva di moneta.

9. La seconda difficoltà che nasce dal trascurare le modalità di controllo della base monetaria riguarda piuttosto la sua composizione. Anche ammesso, infatti, che le autorità siano in grado di determinare sempre l'ammontare totale della base monetaria, esse si troverebbero molto spesso nella condizione di dover rinunciare, per ottenere questo obiettivo, a controllarne la composizione: sia per tipo di impulso, sia soprattutto per canale di creazione. Se invece esse volessero considerare preminente l'obiettivo del controllo della composizione, potrebbero trovarsi a dover perdere quello del volume globale.

Il problema non si porrebbe soltanto ad una condizione; che ogni lira di base monetaria avesse, indipendentemente dalla sua origine, gli stessi identici effetti sul volume e sulla composizione sia dell'offerta di credito delle banche, sia della domanda di credito del pubblico.

Ma ciò non è, ed un esempio basta a dimostrarlo. Si supponga che, a parità di volume totale di base monetaria creata, la Banca Centrale accresca il suo finanziamento al Tesoro e riduca in pari misura quello alle banche. I flussi di fondi che hanno luogo in tale caso tra banca centrale, banche e pubblico, facilmente determinano una variazione nel volume e nella composizione della liquidità delle banche, tale da indurle a contrarre l'offerta di credito. Anche la domanda potrà ridursi, perchè sono aumentate le disponibilità liquide del pubblico, ed eventualmente la sua ricchezza. Incerto è dunque l'effetto ultimo sul tasso di interesse, ma certa la riduzione del volume effettivo del credito.

L'interesse sulla moneta.

10. Un altro punto che merita di essere affrontato riguarda l'assunto che la moneta (comunque definita), e *a fortiori* la base monetaria, comportino, come nel modello « didattico », un tasso di rendimento pari a zero; e soprattutto l'assunto che si tratti comunque di un tasso esogeno.

Almeno in Italia, nè la prima nè — soprattutto — la seconda proposizione sembrano sostenibili. È legittimo chiedersi se, quando si desidera utilizzare uno schema del tipo IS-LM per valutare o per suggerire decisioni di politica monetaria in Italia, la questione non debba essere affrontata.

Nel nostro paese, in effetti, anche senza considerare i depositi a risparmio, i depositi bancari a vista (che fanno parte dello stock di moneta) danno un rendimento positivo. Le riserve bancarie sono a loro volta fruttifere, a tassi particolarmente ragguardevoli quando si tratti di riserve obbligatorie. E rende un tasso di interesse positivo persino la base monetaria: della quale fanno parte sia le suddette riserve bancarie, sia i depositi postali. Avviene così che il solo circolante abbia, in Italia, quel carattere di « polo infruttifero » dello spettro delle attività finanziarie che nei modelli ortodossi è invece caratteristico dell'intera base monetaria, delle riserve bancarie e della moneta, cioè delle grandezze che la banca centrale tende a controllare. Quali conseguenze può comportare questa differenza, per il funzionamento della politica monetaria?

11. Ci limitiamo a poche osservazioni esemplificative. In primo luogo, l'esistenza della remunerazione delle riserve obbligatorie rende disponibile uno strumento addizionale per la politica monetaria. Un suo rialzo può infatti provocare un aumento dei tassi di interesse sui depositi e una crescita dello stock di moneta. Se poi avviene, come in Italia, che una parte della riserva obbligatoria sia costituita da titoli a lungo termine, il rendimento medio complessivo della riserva diviene funzione del rendimento dei titoli quotati sul mercato. Variazioni del tasso di interesse corrente sui titoli finiscono quindi per avere un effetto amplificato sul rendimento delle attività bancarie e per accentuare il ruolo di tale tasso nella determinazione dell'intera struttura dei tassi.

12. Conseguenze ancora più rilevanti, per quanto difficilmente analizzabili in questa sede, può avere l'esistenza di un tasso di interesse positivo, e per di più endogeno, sulla moneta. In effetti, il livello dei tassi sui depositi a vista, quando non è oggetto (come spesso avviene) di contrattazione tra le banche e i depositanti, è fissato dalle prime sulla base delle condizioni di mercato, oppure è stabilito da cartelli che, sempre che siano osservati, vengono frequentemente rivisti in relazione all'andamento del mercato.

Una simile situazione crea qualche difficoltà, quando sia riferita ad un modello della famiglia IS-LM. Nel modello, infatti, « il » tasso di interesse, cioè l'unico tasso considerato (che è quello sui titoli), ha la duplice veste di costo alternativo della moneta e di indice del costo del capitale. Ha dunque titolo, questo tasso, per figurare in ordinata sia della funzione LM, sia della IS, e consente così di individuare, insieme con il reddito reale, la posizione di equilibrio per il sistema.

Ma se la moneta presenta un rendimento positivo, la domanda di moneta sarà una funzione di esso, oltre che del tasso dei titoli. A parità di tasso sui titoli, un maggior tasso sulla moneta provocherà un aumento della preferenza per la liquidità e quindi la trasposizione a sinistra della LM. Diventa allora impossibile determinare il tasso di interesse sui titoli e il reddito se non si conosce il rendimento della moneta.

Questi esempi sembrano confermare come, una volta che ci si avvia verso l'utilizzazione del modello per l'analisi dei meccanismi di funzionamento della politica monetaria, si urti abbastanza presto in difficoltà che nascono proprio dalla sua struttura fondamentalmente aggregata. Nei limiti in cui il modello IS-LM è utilizzabile, si può tuttavia affermare che, considerando endogeno non solo il tasso di interesse sulle obbligazioni ma anche quello sulla moneta, si ha una riduzione della elasticità della domanda di moneta rispetto al tasso sui titoli. Diviene così meno probabile il manifestarsi di « trappole della liquidità »; in genere, risulta accresciuto l'effetto di variazioni nella quantità di moneta sul tasso di interesse e quindi — in condizioni normali — sull'investimento.

13. Ma soprattutto un simile esercizio mostra le limitazioni connesse a questo impiego del modello.

In primo luogo, è chiaro come la relazione fra tasso sui positi, e quindi sulla moneta, e tasso sui titoli sia particolarmente complessa. Essa dipende certamente sia dalla forma mercati dei titoli, dei depositi e dei prestiti bancari; sia dalla tipologia degli obiettivi delle banche — e quindi dalle funzioni di comportamento di queste ultime.

Ad un livello più fondamentale, ci sembra che, una volta conosciuta l'esistenza di una molteplicità di operatori finanziari organizzati o almeno di banche con funzioni di comportamento proprie — e non concepite soltanto come meccanismi di trasmissione delle decisioni della banca centrale al sistema — divenga poco realistica la visione del modello circa la determinazione dei tassi sul mercato dei titoli: imperniata sulla funzione di preferenza per la liquidità del pubblico.

L'introduzione di un insieme di interrelazioni fra operatori finanziari pone una serie di problemi circa la connessione fra struttura e livello dei tassi di interesse « di mercato » e loro strategie; nonché fra strategie degli operatori e strategie delle autorità monetarie.

Fino a quando questi elementi non siano stati compiutamente sviluppati e integrati tra loro, sembra impossibile pronunciarsi con sicurezza sugli effetti che l'esistenza di un tasso endogeno sulla moneta ha per il funzionamento della politica monetaria.

14. Sembra comunque sostenibile l'ipotesi che l'esistenza di un tasso endogeno sulla moneta accresca l'influenza delle operazioni di mercato aperto sui tassi di interesse; e riduca quella sulla quantità di moneta e di credito.

Dato infatti un certo volume di vendite di titoli sul mercato aperto contro ritiro di base monetaria, si giungerà in genere ad una nuova situazione di equilibrio, in cui il divario tra rendimento sulle obbligazioni e rendimento sulla moneta sarà maggiore. Ora — se il rendimento sulla moneta rimane costante — l'aumento del divario sarà dato interamente dall'aumento del tasso sulle obbligazioni. Ma se teniamo conto del comportamento delle banche, dobbiamo ritenere che queste, di fronte alla riduzione di liquidità provocata dagli acquisti di titoli (effettuati o dalle stesse banche o dal pubblico), tenderanno in generale a rialzare il tasso offerto ai depositanti.

L'aumento del tasso di equilibrio sulle obbligazioni sarà dunque pari all'aumento del divario, *più* l'aumento del tasso sulla moneta. Il rialzo di entrambi i tassi porterà poi ad un aumento del moltiplicatore (riferito alla consistenza della base monetaria), con un effetto riduttivo sulla caduta dello stock di moneta e di credito derivante dalla contrazione della base monetaria.

Il giudizio ultimo sulle conseguenze della presenza di un tasso endogeno, dal punto di vista dell'efficacia della politica monetaria, dipende quindi dal considerare la spesa per consumi e per investimenti più sensibile ai tassi di interesse o piuttosto alla quantità di moneta e di credito.

Altre implicazioni dell'esistenza di un tasso di interesse endogeno sulla moneta riguardano — a livello pratico e a livello teorico — la possibilità che esso si adegui (contrariamente alle ipotesi accettate di solito) alle attese inflazionistiche: con conseguenze sulle relazioni fra tali attese e l'intera struttura dei tassi.

Ma questo discorso porterebbe troppo lontano: tanto più che, sul tema delle attese, l'adozione di un modello più disaggregato che non sia quello IS-LM suscita interrogativi di portata anche maggiore, come sarà mostrato tra breve.

Problemi di disaggregazione sul mercato del credito.

15. Secondo lo schema « didattico » IS-LM, l'efficacia della politica monetaria sulle decisioni di investimento — e quindi sul settore reale — dipende essenzialmente dalla grandezza di due coefficienti di elasticità: l'elasticità della domanda di moneta al tasso di interesse, e quella della domanda di investimenti al tasso di interesse.

Nella misura in cui quest'ultima sia in qualche modo collegata alla domanda di credito, l'impiego di un modello del tipo IS-LM può creare difficoltà: in quanto esso postula che sia possibile una soddisfacente aggregazione delle funzioni di comportamento, anzitutto dal lato della domanda di credito.

Ci si deve chiedere, a questo proposito, fino a che punto rispondano alle condizioni necessarie per l'aggregazione funzioni relative a imprese da un lato, e dall'altro a enti pubblici: i quali pure ricorrono, e in misura abbondante, al mercato del credito.

Nell'ambito delle imprese, ovviamente, è possibile tutta una serie di suddivisioni, secondo linee che non si escludono reciprocamente: per esempio, a seconda della loro dimensione, o della loro localizzazione, o del loro potere contrattuale; o del tipo di mercato su cui operano; o addirittura a seconda dei loro obiettivi.

Si può supporre che questi elementi influiscano sulla elasticità della domanda di credito al tasso di interesse. Imprese tipo diverso possono reagire in modo diverso a politiche monetarie attuate alternativamente attraverso il controllo sui tassi o attraverso il controllo sulla quantità di credito.

Questo punto non può essere svolto in modo neppure approssimativamente adeguato in questa relazione. Quello che ci interessa è soltanto sollevare il problema, e sottolineare le relazioni fra possibili linee di disaggregazione del settore reale e valutazione degli effetti della politica monetaria.

Del resto, le difficoltà crescono rapidamente, una volta che si tenga conto, come sembra necessario, anche dell'esistenza di una molteplicità di strumenti di credito.

Dal lato dell'offerta sembra inevitabile distinguere per lo meno fondi che affluiscono alle imprese attraverso il mercato obbligazionario; fondi che hanno per contropartita debiti verso le banche; e fondi ottenuti con finanziamenti a medio e lungo termine da istituti speciali.

Il tener conto di questa molteplicità di strumenti, cui corrisponde d'altra parte una molteplicità di operatori, ha almeno due conseguenze importanti.

16. In primo luogo, richiede che si analizzino i rapporti di sostituibilità e di complementarietà fra le diverse forme di indebitamento, dal lato degli utilizzatori.

Si dovrà poi esaminare la natura dei rapporti che esistono tra i vari strumenti, considerati dal punto di vista dei portafogli dei risparmiatori e degli operatori finanziari che offrono credito. Ciò ha rilievo sia per le proprietà istituzionali e per il comportamento dei diversi operatori, sia per le stesse interconnessioni che hanno luogo tra le loro strutture patrimoniali e tra fonti di raccolta ed impieghi.

Per esempio: le fonti di raccolta delle banche — cioè i depositi — sono in concorrenza con quelle degli istituti speciali (depositi vincolati e soprattutto obbligazioni). I prestiti bancari

concorrono, dal lato degli utilizzatori, con quelli degli istituti speciali e con quelli obbligazionari.

A loro volta, le obbligazioni emesse dalle imprese sono in concorrenza con le obbligazioni emesse dagli istituti speciali. E queste ultime, per una parte cospicua, sono poi detenute dalle banche.

La teoria dell'equilibrio generale dei mercati finanziari ha mostrato che — anche quando l'ipotesi di sostituibilità fra attività o passività rimanga valida a livello di ciascun singolo operatore — si possono verificare casi di complementarità a livello del sistema. Ciò può accadere quando una attività sia detenuta e dai risparmiatori e dagli intermediari finanziari; oppure, quando un intermediario tenga come attività le passività di un altro intermediario (6).

Nel caso italiano, come si è visto, entrambi i fenomeni si verificano ampiamente. Le conseguenze possono essere significative: sia per la stabilità del sistema, sia per il suo comportamento in risposta a impulsi di politica monetaria.

L'eventuale complementarità fra attività e passività avrebbe infatti per conseguenza che la domanda complessiva di una attività aumenterebbe — anziché diminuire — al crescere del rendimento di un'altra attività; e che il credito domandato in una data forma si ridurrebbe — anziché espandersi — all'aumentare del costo di un'altra forma di credito, che pure continuerebbe ad essere sostitutiva rispetto alla prima, per il singolo debitore.

Si aggiunga che la logica di comportamento degli istituti speciali è probabilmente diversa da quella delle banche, date le differenze strutturali ed istituzionali e le differenze nelle forme dei mercati in cui i due tipi di intermediari operano.

Il fatto, poi, che una parte tutt'altro che trascurabile dei fondi offerti dagli istituti speciali presenti tassi fissati per legge — attraverso le norme sul credito agevolato — impedisce agli interventi di politica monetaria esercitati su variabili aggregate di diffondersi in maniera uniforme ai vari canali di finanziamento. Potrà invece verificarsi una concentrazione della loro ef-

(6) J. TOBIN, W. C. BRAINARD, *Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls*, « American Economic Review », Papers and Proceedings, 1963, 383-400.

ficacia sul credito bancario a breve termine, e d'altra parte diminuzione della efficacia complessiva di tali interventi.

Le attese sui prezzi in un modello disaggregato.

17. Mentre lo schema IS-LM « didattico » presuppone una struttura perfettamente concorrenziale del mercato dei beni, esistono diverse versioni alternative del modello che consentono, con strumenti analitici più o meno raffinati, di svincolare la distribuzione del reddito prodotto tra profitti e salari dall'accoglimento di ipotesi strettamente marginalistiche.

Una volta stabilite le ipotesi teoriche adatte a consentire la costruzione di una vera e propria teoria della distribuzione nell'ambito del sistema keynesiano ortodosso, lo sviluppo successivo ha riguardato quasi esclusivamente i rapporti fra distribuzione, risparmio e investimenti; ma a livello del sistema, e secondo un'ottica che trascura in complesso il settore monetario del modello (se non per le relazioni fra distribuzione del reddito e livello dei prezzi).

18. Questo scarso interesse per le variabili monetarie si riflette nel modo in cui si è sviluppata, negli ultimi anni, l'analisi degli effetti di attese relative ai prezzi sulla relazione fra tasso di interesse nominale e tasso di interesse « reale ». La ripresa l'approfondimento da parte dei monetaristi di questo vecchio tema fisheriano costituiscono probabilmente uno dei contributi recenti più notevoli sul tema della valutazione degli « indicatori della politica monetaria.

Si argomenta in sostanza, come è noto, che la formazione di attese circa tassi futuri di variazione del livello dei prezzi diversi da zero conduce mutanti e mutuatari a distinguere fra il tasso osservato sul mercato, e il tasso di rendimento o il costo del prestito in termini « reali ».

Può allora avvenire che un aumento del tasso di interesse corrente, considerato manifestazione di una politica monetaria restrittiva, si accompagni in realtà ad una diminuzione del tasso di interesse « reale »; e corrisponda di fatto ad una politica di espansione (7).

(7) W. E. GIBSON, *Price Expectations Effects and Interest Rates*, « Journal of Finance », 1970, 19-34.

L'analisi delle relazioni fra tasso di interesse « reale » e tasso di interesse monetario avviene di solito al di fuori di un modello di equilibrio generale; oppure nell'ambito di uno schema del tipo IS-LM più semplice. In tali modelli non è neppure possibile porre in modo significativo un problema di distribuzione del reddito; posto che in essi esiste una sola merce, e manca una distinzione effettiva tra famiglie e imprese.

Vale la pena di ricordare che, nella sua discussione dell'« effetto Fisher », Keynes mostrava di aver presenti non attese indifferenziate circa variazioni nel livello dei prezzi; ma attese circa variazioni del prezzo del bene capitale, o meglio del suo valore di sostituzione. Ciò implicava — secondo il punto di vista keynesiano originario — la distinzione fra prezzo del capitale e prezzo dei beni di produzione corrente (8).

Al livello di aggregazione raggiunto invece dell'analisi « monetarista », non solo si trascura questa distinzione; ma addirittura si trascura il fatto che, perfino nel modello IS-LM più semplice, esiste pur sempre un prezzo del lavoro distinto dal prezzo dei beni. Questo atteggiamento, del resto, è coerente con la prospettiva neoquantitativa — almeno nei limiti in cui essa accetta la dicotomizzazione del sistema, nel breve periodo.

19. Se le previsioni di aumento riguardano, come nel caso keynesiano, il prezzo di sostituzione del capitale, appare corretta la conclusione che non vi saranno cambiamenti nel tasso di interesse corrente. In effetti, dal lato delle imprese quello che muta è il saggio di efficienza del capitale per i nuovi investimenti, effettuati (ancora) al vecchio prezzo dei beni strumentali, e che dovranno concorrere durante la loro vita con investimenti effettuati successivamente ai costi più elevati che l'imprenditore si attende (9).

D'altra parte, i prezzi correnti del capitale fisico esistente si adegueranno immediatamente a quelli attesi, con una caduta del tasso di rendimento corrente. Non vi saranno motivi per sostituire capitale fisico ad obbligazioni; e il tasso di mercato su queste ultime rimarrà invariato se rimane invariata la preferenza per la liquidità.

(8) J. M. KEYNES, *General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London, 1937. p. 141 e segg.

(9) J. M. KEYNES, *op. cit.*, p. 141.

Spinte a mutamenti nei tassi correnti verranno non da mutamenti nella domanda degli stocks; ma dai flussi generati dalle mutate condizioni delle aspettative, per quanto riguarda gli investimenti; e quindi, eventualmente, dalle emissioni di nuove obbligazioni. E, in una prospettiva keynesiana, con un rapporto tra flusso e stock sufficientemente basso sul mercato obbligazionario, le variazioni dovrebbero comunque avvenire oltre l'orizzonte del periodo temporale considerato.

In una prospettiva più generale, il risultato ultimo dipenderà dalle ipotesi circa i rapporti di sostituibilità fra le diverse attività — reali, finanziarie e monetarie — in portafoglio; e anche da quelle circa l'elasticità della loro offerta al prezzo.

20. È chiaro, tuttavia, che un ragionamento come questo si regge sull'assunto che le attese rimangano invariate per quanto riguarda prezzi diversi da quelli che interessano il costo di sostituzione del capitale; e che riguardino i prezzi dei prodotti solo in quanto dipendano da quest'ultimo.

In realtà, superando le restrizioni implicite nel punto di vista keynesiano, sembra evidente che dal lato delle imprese le previsioni rilevanti per le decisioni di investimento e di indebitamento non sono quelle che riguardano il tasso di variazione di un solo prezzo — sia pure importante come quello dei beni strumentali — bensì quelle sui tassi relativi di variazione per il prezzo del prodotto venduto e per i prezzi degli *inputs*, secondo precisi criteri di ponderazione.

Se per esempio la previsione di aumento del valore di sostituzione del capitale discende da una previsione di aumento dei salari, e si accompagna ad una previsione di aumento dei prezzi per i beni venduti, diventa impossibile stabilire *a priori* se per le imprese il saggio di efficienza marginale del capitale aumenti o diminuisca.

Vi è poi certamente un altro modo in cui le attese circa variazioni dei prezzi influiscono sul comportamento delle imprese: in quanto modifichino il valore attuale dell'impresa, ricavato dal flusso dei rendimenti futuri attesi, rispetto al valore dell'indebitamento. Per affrontare questo argomento occorre stabilire ipotesi che consentano di introdurre in modo non contraddittorio il concetto che vi sia una qualche valutazione, da parte dell'impresa, del rapporto debiti-attività.

21. Se si distinguono le attese delle imprese da quelle delle famiglie — che, a questi fini, possono essere fatte coincidere con i detentori dei titoli obbligazionari esistenti — il problema sembra porsi in termini analoghi. Piuttosto che ad un tasso di variazione di un indice generale dei prezzi sembra necessario riferirsi a tassi di variazione previsti per i diversi prezzi: in particolare, per i prezzi delle attività reali che possono apparire sostituiti delle obbligazioni come forme di impiego della ricchezza e dei beni di consumo; al tasso di variazione previsto per il saggio di salario (o forse addirittura per il reddito monetario). Tutti insieme questi elementi determinano il tasso di variazione previsto per il reddito reale futuro.

In complesso, sembra evidente che le attese più importanti riguardano una gamma di indici dei prezzi ed il loro comportamento relativo; e che, quindi, in ultima analisi le previsioni rilevanti riguardano soprattutto variabili direttamente connesse alla distribuzione del reddito.

È appena il caso di ricordare che queste previsioni, proprio in quanto tali, non devono necessariamente essere compatibili fra loro. È del tutto possibile (e si tratta probabilmente del caso più frequente e più interessante) che le previsioni sui prezzi formulate dalle famiglie implicino un'evoluzione della distribuzione contraddittoria rispetto a quella che discende dalle previsioni delle imprese.

Attese sui prezzi e struttura dei tassi di interesse.

22. Le considerazioni svolte sembrano promettenti anche per quanto riguarda l'effetto di attese sui prezzi, nei confronti di tassi relativi a crediti di diversa lunghezza e soprattutto di diverso tipo.

Il riflesso di mutamenti nella stima dell'efficienza marginale del capitale — determinati da attese sui prezzi — sul « tasso di mercato » muterà a seconda del rapporto fra stock di credito esistente e nuova domanda di credito generata nel periodo. È probabile che tale rapporto sia diverso, a seconda che si consideri il mercato obbligazionario o quello dei prestiti bancari. Sulla linea di questa distinzione va sottolineato che attese di variazione nel costo di sostituzione del capitale costituito da scorte modificano il suo saggio di efficienza marginale in modo praticamente indi-

pendente dalle attese circa i prezzi degli altri *inputs* (e in particolare del lavoro).

Supponendo che una quota, non necessariamente elevata, dei prestiti bancari sia destinata al finanziamento di scorte, attese sui prezzi si rifletteranno direttamente sulla domanda e quindi sul tasso dei prestiti.

In questa prospettiva (e tenendo conto del comportamento delle banche) può sembrare più interessante e più utile studiare il modo in cui spinte sui tassi che partono dal settore del breve termine si diffondono all'intero sistema, e da ultimo al lungo termine, che non impostare l'intero discorso tenendo conto soprattutto della diversa lunghezza dell'orizzonte temporale cui si riferiscono le attese dei richiedenti, e della sua relazione con la lunghezza delle fasi cicliche (10).

Parallelamente, potrebbe essere riconsiderato il problema della differenziazione tra imprese: una volta accertato che le imprese di minori dimensioni dipendono in misura maggiore, anche per gli investimenti fissi, dal prestito bancario. D'altra parte la rinegoziazione praticamente continua delle condizioni dei prestiti bancari (vecchi e nuovi) fa sì che un mutamento nel tasso corrente di interesse sia sempre anche un mutamento nel costo di *tutto* l'indebitamento esistente a breve termine (a differenza di quanto avviene per l'indebitamento a media-lunga scadenza).

La politica di finanziamento delle imprese.

23. Come si è osservato, l'individuazione di nessi più interessanti fra distribuzione e politica monetaria richiede l'introduzione di ipotesi esplicite sulla politica di finanziamento delle imprese.

Nei modelli della famiglia IS-LM non esiste la possibilità di determinare la composizione delle passività delle imprese o il rapporto fra debiti e attività se non — in modo abbastanza banale, e comunque per i soli flussi — assumendo che i nuovi investimenti siano interamente finanziati con l'emissione di obbligazioni. Ciò discende dall'aggregazione di attività e passività all'interno del settore privato; aggregazione che impedisce una di-

(10) Così W. GIBSON, *op. cit.*, p. 29.

stinzione operativa tra bilancio delle famiglie e bilancio delle imprese.

Modigliani e Miller hanno mostrato quanto siano restrittive le condizioni che consentono di giustificare questo procedimento (11). Tutte le volte che sia lecito dubitare che simili condizioni si verifichino, e si debba al contrario ritenere che le imprese non sono indifferenti al livello relativo del loro indebitamento, diventa necessario chiedersi se ciò non abbia conseguenze sulle modalità di azione e sull'efficacia della politica monetaria.

24. Supponiamo dunque (seguendo il punto di vista « tradizionale ») che l'impresa non sia indifferente al valore del « *leverage* »: definito come rapporto tra debiti e attività.

Le ragioni possono essere molte. Ad esempio, l'esistenza di imperfezioni sul mercato dei capitali; la possibilità di fallimento; il fatto che — a torto o a ragione — i finanziatori non considerano irrilevante la distinzione tra un prestito ad un'impresa « sana » o già pesantemente indebitata.

Se si accetta, comunque, questo punto di vista, sembra ragionevole supporre che un'impresa il cui assetto patrimoniale sia caratterizzato da un determinato rapporto considerato « soddisfacente » fra debiti e attività all'inizio del periodo considerato, sarà disposta a mantenere lo stesso rapporto — a parità di tutte le altre condizioni — anche sui nuovi investimenti.

Una diminuzione del rapporto debiti-attività — che chiameremo d'ora in avanti q — resa possibile da un aumento nella quota di finanziamento con fondi propri migliorerà la situazione — e quindi il valore attuale — dell'impresa. Un aumento di q , cioè del *leverage*, la peggiorerà.

Ciò significa che, di fronte a nuove occasioni di investimento, l'impresa sarà disposta ad aumentare il ricorso all'indebitamento oltre una quota q del *costo* del nuovo capitale, soltanto se l'aumento del valore attuale delle attività, sulla base dei rendimenti futuri attesi, sarà *maggiore* di questo costo.

Ciò equivale ad affermare che il saggio di efficienza marginale del capitale deve essere più elevato del tasso di interesse corrente.

(11) F. MODIGLIANI, M. H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, « American Economic Review », 1958, 261-297.

Solo così può essere mantenuto il rapporto considerato adeguato fra indebitamento complessivo e valore attuale dell'impresa.

Per non complicare eccessivamente il discorso, evitiamo di considerare il problema del valore di mercato delle azioni. È comunque chiaro che tale valore non deve necessariamente coincidere con il valore in rapporto al quale i responsabili delle decisioni di investimento giudicano dell'entità del *leverage*. Il saggio di efficienza marginale del capitale è tipicamente una variabile soggettiva — e in questo caso i soggetti sono gli « imprenditori » e non gli azionisti.

Attese sui profitti e decisioni di investimento.

25. L'accettare ipotesi come questa, o ipotesi analoghe, porta ad alcune interessanti conseguenze.

In primo luogo, non vi è più motivo per cui il saggio marginale di efficienza del capitale si identifichi in equilibrio con il tasso di rendimento corrente delle obbligazioni: anche quando questo coincida con il costo dell'indebitamento. Non solo: la relazione fra i due tassi varierà da impresa a impresa. Imprese che trovano possibilità di investimento più promettenti (cioè con un più elevato saggio di efficienza marginale del capitale) saranno disposte più delle altre ad aumentare la quota di indebitamento in confronto alla quota di investimento finanziata con fondi propri, ad un determinato tasso di mercato.

In secondo luogo, mutamenti nella distribuzione del reddito, in quanto si accompagnano a variazioni nei profitti, conducono a mutamenti nella capacità o nella disponibilità dell'impresa ad indebitarsi, di fronte alle stesse occasioni di investimento.

Ciò avviene per due vie distinte.

Se infatti la variazione dei profitti modifica il valore attuale dell'impresa (calcolato scontando i flussi di profitto attesi) ne segue una modificazione del rapporto q fra i debiti (invariati) e attività. Esso si allontanerà da quello iniziale in un senso o nell'altro, e con effetti asimmetrici sulle decisioni dell'impresa, a seconda che aumenti o diminuisca.

Un mutamento nei profitti modicherà però, probabilmente, anche il flusso di fondi disponibili per l'autofinanziamento. Supponendo invariato il rapporto q « marginale » desiderato, vi sarà

un aumento o una diminuzione nel costo effettivo dei nuovi investimenti.

Posto che i due effetti vengano tenuti distinti — come sembra corretto fare — il primo (cioè quello che riguarda il rapporto fra lo stock di debiti e lo stock di attività) dipende soprattutto dai *rendimenti futuri attesi* per l'intero « capitale » dell'impresa. Il secondo, invece, dall'andamento *corrente* dei profitti.

La distinzione è importante perchè le attese sui profitti futuri — che riguardano un orizzonte temporale abbastanza lungo — si modificano verosimilmente in modo meno rapido. Per contro il loro effetto è quantitativamente più rilevante, proprio perchè si esercita su di uno stock anzichè su di un flusso.

Si può dunque ritenere che, finchè rimangono invariate le attese di lungo periodo, una caduta dei profitti costringerà le imprese a modificare il rapporto marginale debiti-investimenti (sopportando un « costo » in termini di allontanamento dalla struttura finanziaria ottimale, pur di attuare i programmi di investimento già in corso).

Ciò avrà effetti, deboli all'inizio ma cumulativi, sul rapporto fra debiti e attività (definiti come stock); l'effetto complessivo crescerà gradualmente se le imprese non modificheranno la loro politica.

Al contrario, un peggioramento delle attese circa i profitti di lungo periodo (anche rimanendo invariato il flusso di profitti attuale) conduce immediatamente ad una caduta del valore che l'« imprenditore » attribuisce all'impresa; e quindi ad un aumento del rapporto che definisce il *leverage*. Questo aumento — che riguarda direttamente gli stocks — potrà essere corretto soltanto da un notevole e continuato spostamento del rapporto debiti-attività per i nuovi investimenti, in direzione opposta.

A parità di tasso di interesse di mercato e di costo dell'indebitamento, l'impresa sarà dunque disposta ad effettuare lo stesso ammontare di investimenti solo per un più elevato saggio di efficienza marginale del capitale (e, nelle condizioni ipotizzate, è probabile che esso sia invece inferiore).

Si noti che non solo non vi è alcun motivo perchè le attese delle imprese siano compatibili con quelle delle famiglie, ma neppure perchè le previsioni delle imprese siano coerenti quanto ad implicazioni per la distribuzione del reddito. A differenza di quanto avviene per i profitti correnti, una variazione nei profitti at-

tesi non deve essere necessariamente controbilanciata, in tutto o in parte, da una variazione di segno opposto nella domanda attesa.

Distribuzione del reddito ed efficacia della politica monetaria.

26. Si può allora giungere alla conclusione che il tasso di interesse di mercato, anche quando può essere controllato dagli interventi delle autorità monetarie, non è poi a sua volta in grado di controllare in modo univoco le decisioni di investimento (invariate le altre condizioni) se non rimanendo invariato il flusso dei profitti, attuali e soprattutto attesi. E molto probabilmente, a condizione che rimanga invariata anche la distribuzione del reddito, attuale e attesa.

Sulla base delle considerazioni svolte è ragionevole attendersi che una politica monetaria restrittiva abbia poca efficacia sugli investimenti, nella fase iniziale di una inflazione, quando le attese non sono ancora mutate.

Se l'inflazione è da costi, e conduce ad una caduta del profitto, la politica monetaria acquisterà tuttavia una efficacia crescente — al di là delle stesse intenzioni delle autorità monetarie — dovuta simultaneamente alla revisione delle attese ed al peggioramento « oggettivo » del rapporto fra debiti e attività.

Il contrario potrà avvenire in presenza di inflazione « da domanda » se essa fa salire i profitti e le aspettative di profitto delle imprese.

Ma è bene sottolineare come, nelle condizioni ipotizzate, una politica di espansione abbia sempre meno efficacia di una politica restrittiva. Si può infatti supporre che per le imprese esista un rapporto debiti-attività che non può essere superato in assoluto; alternativamente, e in modo più realistico, che si raggiunga abbastanza rapidamente un rapporto debiti-attività che potrebbe essere accettato dalle imprese soltanto se si creasse tra saggio di efficienza marginale del capitale (supposto invariato) e suo costo un divario maggiore di quello che mutamenti ipotizzabili nel tasso di interesse possono consentire, quale che sia l'energia degli interventi di politica monetaria.

Inoltre, la durata della fase di espansione o di contrazione dei profitti — dall'inizio fino al momento in cui si decide l'inter-

vento di politica monetaria — potrà essere estremamente rilevante per l'efficacia dell'intervento stesso.

Queste considerazioni potrebbero aprire la strada ad una discussione sugli effetti differenziali della politica monetaria, nei confronti di imprese che si trovino ad avere o diversi livelli di indebitamento iniziale; o diverse valutazioni del *leverage* ottimale; o anche diversi tassi « normali » di sviluppo.

Il discorso potrebbe anche essere sviluppato nella direzione dell'analisi degli effetti differenziali della politica monetaria, nel controllo delle spese delle famiglie rispetto a quelle delle imprese. Qui giocano non soltanto la sensibilità a tassi di interesse diversi, ma anche, verosimilmente, la diversa estensione dell'orizzonte temporale sul quale si formano le attese circa prezzi e distribuzione.