

Alti tassi d'interesse e funzionamento dei mercati finanziari.

Alcune riflessioni sul caso italiano*

1. Introduzione

I paesi occidentali hanno sperimentato nell'arco degli ultimi decenni livelli dei tassi d'interesse reali assai diversi e spesso negativi. Con la svolta nella politica monetaria inaugurata dagli Stati Uniti all'inizio degli anni ottanta è iniziato un periodo caratterizzato da tassi d'interesse reali elevati. Il rialzo dei tassi si è trasmesso, pur con notevoli differenze interne, ai paesi europei, e si è protratto ben oltre il periodo di stretta monetaria. L'Italia ha condiviso questa sorte, distinguendosi anzi per livelli particolarmente elevati che, in presenza di un debito pubblico considerevole, determinano effetti di autoalimentazione del debito e pongono seri problemi di sostenibilità (Spaventa 1987).

Se l'aumento dei tassi nel corso di una politica monetaria disinflazionistica non pone particolari problemi interpretativi, vanno invece ricercate le ragioni della persistenza dei tassi reali a livelli storicamente alti.¹ Queste sono solitamente ricercate o in fattori che possono avere rallentato il processo di aggiustamento delle elasticità, o in fattori che hanno determinato uno spostamento delle funzioni di

* Desidero ringraziare G. Bonifati, P. Bosi, A. Campus, A. Ginzburg, M. Marcuzzo, A. Rosselli, F. Vianello per commenti e critiche a una precedente versione. La ricerca si è avvalsa dei contributi del Ministero della Pubblica Istruzione.

¹ L'aumento dei tassi conseguente a una manovra restrittiva è spiegato dalla scarsa elasticità della domanda di credito al tasso d'interesse nel breve periodo, elasticità tanto minore quanto maggiore è il peso di finanziamenti speculativi e quanto maggiore è l'impatto della recessione sui ricavi delle imprese (MINSKY 1982, WOJLINOWER 1985 e per l'Italia SANNUCCI 1983). La ricostituzione di margini di profittabilità dovrebbe tuttavia restituire elasticità alla domanda di credito, mentre la flessibilità del credito bancario e le innovazioni finanziarie dovrebbero influire sull'elasticità dell'offerta. La combinazione dei due effetti dovrebbe tendere a riabbassare i tassi.

domanda e di offerta, inducendo variazioni opposte e durature nell'offerta e nella domanda di fondi. Fra questi ultimi, un ruolo di primo piano è assegnato all'espansione dei disavanzi pubblici. Con una elasticità al tasso d'interesse nulla se non positiva, per il crescere dell'incidenza degli oneri per interessi al crescere dei tassi, il fabbisogno finanziario pubblico prosciugherebbe i risparmi, lasciando la domanda privata a contendersi i residui.² La spiegazione che viene offerta è dunque che i tassi riflettono l'eccesso di domanda di risparmio determinata dai disavanzi pubblici. La necessità di finanziare i disavanzi e di assicurare il rinnovo del debito pubblico, garantendo nel contempo condizioni ordinate sui mercati monetari, imporrebbe di mantenere elevati tassi reali.

La relazione fra debito pubblico e tasso d'interesse, con i corollari di spiazzamento degli investimenti, riduzione dei risparmi (conseguenti a effetti reddito) o instabilità finanziaria, si fonda sulle teorie di formazione e allocazione del risparmio che si rifanno al ciclo di vita e al modello di portafoglio. Su questa relazione però non vi è tuttora un consenso unanime, né gli studi empirici che hanno tentato di verificarla hanno raggiunto risultati univoci. Anche uno sguardo superficiale ai dati mostra che non solo in diversi paesi elevati tassi coesistono con diversi rapporti debito/prodotto interno lordo ma, cosa che qui più ci interessa, l'evoluzione della situazione debitoria non sembra riflettersi in una corrispondente variazione dei tassi (v. tabella). Rimane perciò aperta la possibilità di un'ipotesi alternativa capace di spiegare il persistere di elevati tassi d'interesse reali.

Il presente lavoro tenta di analizzare la relazione fra debito pubblico e tassi d'interesse in Italia alla luce di questa ipotesi alternativa. Nel secondo paragrafo si mostra come le basi teoriche che giustificano le ipotesi su cui si fondano la relazione fra debito pubblico e tasso d'interesse e il funzionamento dei mercati finanziari dipendano in modo cruciale dalla teoria della determinazione e della distribuzione del reddito sottostante. Una costruzione teorica basata su ipotesi alternative può condurre a conclusioni differenti sul livello e sulla stabilità del rapporto ricchezza-reddito, e dunque sul livello del tasso d'interesse di equilibrio. L'attenzione per aspetti istituzionali e sociali e per il ruolo che su questi comportamenti svolge

² La ripresa degli investimenti, stimolati dal miglioramento della redditività (agevolazioni fiscali, miglioramenti nei margini, riduzione dell'incertezza), avrebbe accentuato la pressione sull'offerta di risparmio.

TABELLA

DEBITO PUBBLICO E TASSI D'INTERESSE

	1986		1970-80		1980-86	
	Debito/GNP	Tasso di interesse reale	Variazioni Debito/GNP	Tassi di interesse ¹ reali	Variazioni Debito/GNP	Tassi di interesse ² reali
USA	50.5	2.9	- 7.5	-1.0	12.8	4.4
Giappone	69.1	2.7	39.9	-2.6	17.2	3.2
Germania	42.2	1.7	14.1	0.8	9.9	3.9
Francia	36.4	3.3	- 4.4	-1.1	11.4	3.3
UK	53.8	7.9	-31.0	-4.9	-1.2	4.3
Italia	88.6	2.8	23.2 ³	-3.1	30.2	3.0
Canada	67.4	5.3	- 9.2	-0.5	22.8	5.7

Note: 1. 1974-79
2. 1981-86

3. Vecchia serie di contabilità nazionale.

Fonte: BANCA D'ITALIA e GIAVAZZI-SPAVENTA 1988.

l'incertezza inoltre può ridimensionare l'importanza del processo di arbitraggio fra i mercati.

Nei paragrafi successivi l'esperienza italiana è discussa alla luce di queste considerazioni. Si vuole mostrare come l'aggiustamento dell'economia al mutamento della politica monetaria abbia finito per creare un fronte a difesa della rendita finanziaria che include famiglie, imprese, banche. Il permanere di queste rendite è tanto più probabile quanto maggiori sono gli interessi che si sono coagulati e quanto minore la percezione dei costi da parte di coloro che ne sono danneggiati. Data la diffusione capillare (ancorché asimmetrica) dei titoli pubblici fra tutte le classi di reddito, le famiglie, secondo un processo già magistralmente illustrato da Keynes, sono propense infatti a interpretare ogni riduzione dei tassi come un attacco ai propri risparmi mentre accettano con rassegnazione le decurtazioni di reddito che possono conseguire da politiche volte a difendere la rendita finanziaria.³ Il riaggiustamento verso tassi più bassi dipenderà perciò dalla capacità d'influire sui vantaggi e sui costi delle principali coalizioni d'interessi. Si conclude che il *livello* del tasso d'interesse che tende a prevalere sul mercato non è comunque spiegabile con il modello teorico fondato sull'equilibrio di domanda e offerta di fondi determinato dall'equilibrio walrasiano.

³ Descrivendo il conflitto fra Tesoro e Federal Reserve sulla politica monetaria alla fine degli anni quaranta, STEIN (1969) nota che il grado di partecipazione del pubblico in difesa di una politica di bassi tassi d'interesse sarebbe stato assai diverso se il conflitto gli fosse stato posto chiaramente in termini di scelta fra tassi d'interesse e occupazione.

2. Agenti, mercati, istituzioni

La relazione aggregata fra tasso d'interesse e bilancio pubblico affonda le radici nella teoria del comportamento individuale: la più accreditata è tuttora quella descritta dalla teoria del ciclo di vita.⁴ Da questa si risale all'andamento del risparmio aggregato, alla relazione di equilibrio di *steady state* della ricchezza rispetto al reddito, e si traggono conclusioni sugli effetti del debito pubblico sull'accumulazione.⁵ La teoria di portafoglio integra le decisioni di risparmio con le decisioni di allocazione della ricchezza fra le diverse attività. Il risparmio corrente, deciso in funzione della stima del reddito di lungo periodo, determina l'incremento di ricchezza desiderata; i rendimenti relativi (valutati al lordo delle variazioni in conto capitale) determinano l'allocazione fra le diverse attività (Tobin 1982). Il mercato, determinando prezzi e rendimenti, coordina la domanda e l'offerta dei flussi di risparmio e d'investimento e la ricomposizione del portafoglio.

Le critiche a questa impostazione si muovono sui due fronti della funzione di comportamento individuale, che porta alla determinazione del rapporto ricchezza-reddito di equilibrio, e del funzionamento dei mercati, che regola l'allocazione del portafoglio fra le

⁴ L'egemonia di questa spiegazione è stata posta in discussione dall'ipotesi della neutralità del debito, che sostiene l'esistenza di una "legge di Say" dei disavanzi: «La domanda di titoli del debito pubblico cresce sempre a equilibrare l'indebitamento pubblico» (BERNHEIM 1987). Tuttavia, come osserva Modigliani (MODIGLIANI et al. 1985, pp. 129-30), le diverse conclusioni cui giungono i due modelli non discendono da una differenza sostanziale nell'impianto teorico. L'aumento del risparmio privato al variare del debito, ipotizzato dalla teoria della neutralità, riflette infatti soltanto la volontà di mantenere inalterato il rapporto desiderato ricchezza-reddito, determinato sulla base di un comportamento ottimizzante non affetto da alcun tipo di illusione sul modo in cui il disavanzo è finanziato. Le osservazioni critiche riportate in questo paragrafo si applicano pertanto a entrambi gli approcci. Su questo punto cfr. SIMONAZZI 1988.

⁵ Nella teoria del ciclo vitale l'individuo prende in esame il reddito totale della vita e definisce in base a questo la migliore distribuzione del consumo nel tempo. Poiché i risparmi privati sono regolati dal comportamento del ciclo vitale, il loro valore è largamente indipendente dallo stato del bilancio pubblico, e le forze che controllano la ricchezza complessiva sono indipendenti dalla dimensione del debito pubblico (MODIGLIANI 1986, p. 363). Ne segue che un aumento della spesa pubblica finanziata in disavanzo spiazza gli investimenti privati e, viceversa, una riduzione del debito pubblico (attraverso un aumento delle imposte o attraverso l'inflazione) ha un effetto positivo sul tasso di crescita poiché la riduzione del rapporto ricchezza-reddito effettivo rispetto al valore desiderato induce un aumento dei risparmi (MODIGLIANI 1961). Il *crowding out* non è limitato a situazioni di pieno impiego: i titoli pubblici accumulati nella fase ciclica di sotto-occupazione spiazzerebbero infatti titoli rappresentativi di investimenti privati una volta che si tornasse in pieno impiego; è pertanto auspicabile una politica di pareggio di bilancio nel ciclo. Sul ruolo giocato nella discussione teorica sul debito pubblico dall'ipotesi di pieno impiego nel breve e nel lungo periodo si rimanda a MATTEUZZI e SIMONAZZI (1988).

diverse attività. Per quanto riguarda il primo aspetto, sono le ipotesi di comportamento individuale e di atomismo⁶ e le ipotesi sulla distribuzione del reddito a essere messe in discussione. Si fa osservare che questa teoria richiede una dose notevole di conoscenze e di calcoli e un grado considerevole di certezza per poter pianificare il consumo sulla base dei redditi percepiti in decenni futuri e prevede che le persone risparmino solo, o principalmente, per finanziare il risparmio negativo specificamente pianificato nel periodo futuro. Nella realtà l'incertezza può accentuare forme di comportamento consuetudinario piuttosto che ottimizzante (Heiner 1983); incisivi vincoli di bilancio (o di liquidità), accentuati dalla concentrazione della ricchezza finanziaria e dalla diseguaglianza nella distribuzione del reddito, possono influire sulle funzioni del consumo e della domanda aggregata di attività finanziarie. Più in generale, il riconoscimento che consumo e risparmio sono forme di comportamento sociale, prima ancora che individuale, sembra essere l'elemento discriminante rispetto all'impostazione dominante:⁷ il desiderio o l'abitudine ad accumulare ricchezza, la completa ignoranza sul futuro possono lasciare indefinito il rapporto ricchezza-reddito, mentre variazioni nella distribuzione possono indurre variazioni notevoli nel rapporto stesso, cosicché non è possibile definire un unico limite superiore all'accumulazione di ricchezza rispetto al reddito indipendentemente dalla distribuzione. Se variazioni del reddito, della distribuzione e del comportamento sociale possono determinare forti variazioni del rapporto desiderato ricchezza-reddito, almeno nel breve periodo, variazioni del rapporto debito-prodotto interno lordo non possono più essere univocamente associate a variazioni del rapporto debito-ricchezza (Casarosa 1988). Viene corrispondentemente indebolita la spiegazione che riconduce gli alti tassi sui titoli alla crescita della quota del debito sulle attività complessive, desumendola semplicemente dalla crescita del rapporto debito-prodotto interno.

⁶ Razionalità, calcolo, previsione perfetta, e, più in generale, la possibilità di ridurre l'incertezza a rischio da un lato e il comportamento collettivo, sociale, come derivante dalla semplice somma dei comportamenti individuali dall'altro (VON FÜRSTENBERG, 1988). I problemi che incontra il modello del ciclo di vita basato sul "consumatore rappresentativo" sono analizzati in DEATON (1986). Sulle difficoltà che sorgono, in un contesto dinamico, nel ricondurre le relazioni aggregate a riproduzioni in scala di microequazioni che descrivono il comportamento di un singolo agente ottimizzante cfr. LIPPI (1985).

⁷ Cfr. ACKLEY (1978). Era proprio questo tipo di motivazioni che Modigliani intendeva superare con la teoria del ciclo di vita, sostituendo alla "legge psicologica" su cui si fondavano le motivazioni keynesiane una legge economica basata sul comportamento massimizzante di agenti razionali (MODIGLIANI 1986).

È a quest'ultima relazione che si rivolge il secondo ordine di critiche. Quando si assuma per ipotesi il funzionamento del mercato, il differenziale fra i tassi può essere interpretato come il prezzo necessario a riequilibrare domanda e offerta per le diverse attività, dato il premio per il rischio. L'interpretazione del tasso d'interesse come corrispondente all'equilibrio walrasiano è stata tuttavia posta in discussione dalle recenti teorie dell'informazione asimmetrica, che hanno esteso anche al mercato dei capitali il funzionamento di meccanismi allocativi non di prezzo. In questi modelli non è più possibile mantenere il paradigma dell'agente rappresentativo. Ciascuna impresa ha caratteristiche sue proprie: è infatti proprio questa diversità che dà luogo all'insorgere dell'incertezza e determina l'esigenza di raccogliere informazioni per ridurre il rischio.⁸ Come è stato correttamente osservato (Chick 1977), nei modelli di portafoglio non ci sono attori, ma solo attività finanziarie. La distinzione per soggetti, considerata nella matrice settori per mercati, viene eliminata sommando le diverse domande in ciascun mercato: scompaiono persone e istituzioni, cosicché la politica monetaria può operare attraverso la domanda e l'offerta di differenti tipi di attività finanziarie e reali. È pertanto evidente che in queste teorie non vi è spazio per comportamenti di "relazione" o di clientela. Se tuttavia si interpreta l'evoluzione dei sistemi finanziari nel dopoguerra come lo sviluppo intorno a un'organizzazione di imprese piuttosto che di mercati (De Cecco 1983), non solo risulta difficile continuare a considerare la domanda del mercato delle singole attività finanziarie come somma delle funzioni di domanda di "agenti" omogenei, ma la considerazione di singoli operatori, o di gruppi di agenti, con diverso potere di mercato e interessi divergenti, può mutare fundamentalmente le leggi di funzionamento del mercato. Se, uscendo dallo schema di concorrenza, si riconosce all'organizzazione d'impresa o di gruppi un potere di pressione, il tasso d'interesse può divergere dal livello

⁸ Per quanto riguarda il credito bancario, il fatto che l'acquisizione di informazioni sulla solvibilità dei debitori sia un processo costoso, specifico a ciascun caso, e dunque non generalizzabile né facilmente vendibile, determina le condizioni per la creazione di un "mercato di clientela", cioè di relazioni personali fra banca e cliente (*principal-agent*). In questo caso, il razionamento del credito può essere un meccanismo allocativo più conveniente del prezzo, in quanto consente alla banca di eliminare i clienti meno sicuri, riducendo la rischiosità del portafoglio (BLINDER-STIGLITZ 1983). Il tasso d'interesse prevalente sul mercato del credito può pertanto essere minore di quello necessario a equilibrare domanda e offerta (cioè al livello che prevarrebbe nell'equilibrio walrasiano).

walrasiano non solo per le influenze sui costi derivanti dai problemi d'informazione, ma anche per le influenze esercitate dalla struttura dei mercati.⁹ Considerati congiuntamente, questi due ordini di critiche mettono in discussione le basi microeconomiche della determinazione della domanda di attività e lasciano aperta la determinazione del livello del tasso d'interesse.

3. Le famiglie

Fra il 1976 e il 1988 il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo è passato da 59 a 96%. Nello stesso periodo la composizione delle attività finanziarie delle famiglie ha subito una profonda trasformazione: la quota delle attività monetarie sulla ricchezza finanziaria complessiva (al netto delle azioni) è scesa dal 66,5 al 46,3% a vantaggio della quota dei titoli, che è salita dal 4,5 al 40,5%. Il tasso reale sui titoli è passato corrispondentemente da valori negativi verso la fine degli anni settanta a valori intorno al 5% negli ultimi anni ottanta. La spiegazione di questo enorme mutamento è solitamente ricercata all'interno del modello tradizionale. L'aumento della quota del debito sul reddito, assunto costante il rapporto ricchezza-reddito, richiede un aumento dei tassi d'interesse per indurre la compensazione dei disavanzi, mentre l'allocazione di una quota crescente di titoli pubblici nei portafogli richiede una variazione nei tassi relativi.

⁹ L'economia politica neoclassica già da tempo ha affrontato l'analisi delle implicazioni che l'azione collettiva, organizzata in gruppi d'interesse, ha sulle istituzioni economiche. Questi sviluppi hanno trovato numerose applicazioni nella teoria delle scelte pubbliche, del commercio internazionale e, più recentemente, del mercato del lavoro. In quest'ultima, il perdurare di elevati tassi di disoccupazione è attribuito agli ostacoli che si frappongono all'aggiustamento del prezzo, impedendo alle imprese di spostarsi lungo la curva di domanda, fino al punto di equilibrio con l'offerta (BLANCHARD, SUMMERS 1986). Fenomeni d'isteresi sul mercato del lavoro (quelli che nel modello tradizionale keynesiano si chiamavano equilibri di sotto-occupazione) sono più facilmente identificabili per la visibile, ingombrante presenza di disoccupati (involontari), difficilmente riconciliabili con concetti di disoccupazione naturale. Rigidità dei prezzi sui mercati finanziari sono assai più difficili da rilevare, per l'impossibilità di osservare le funzioni di domanda e di offerta nozionali. Si conclude perciò, assumendolo per ipotesi, che l'unica variabile osservabile, il prezzo, svolga efficacemente la funzione di equilibrare il mercato: il tasso d'interesse prevalente sul mercato viene allora identificato con il tasso di equilibrio, così come, nei modelli neoclassici walrasiani, il tasso di disoccupazione effettivo viene identificato con il tasso naturale. Ogni aumento del tasso d'interesse è interpretabile come l'aggiustamento necessario a riassorbire un eccesso di offerta di attività finanziarie rispetto alla domanda.

L'intenso processo di redistribuzione del reddito che si è avuto in Italia nell'ultimo decennio (da percettori di reddito da lavoro dipendente a percettori di redditi diversi, da occupati a disoccupati, tra regioni e tra settori) dovrebbe tuttavia suggerire cautela nel considerare costante il rapporto ricchezza-reddito. Il considerevole mutamento nella concentrazione della ricchezza e nella quota della povertà che ne è seguito¹⁰ può aver indotto mutamenti nella quantità e nella composizione delle attività domandate a parità di tassi d'interesse. Le pur scarse informazioni sulla composizione della ricchezza in Italia sembrano indicare che il tipo di attività, reali e finanziarie, domandate varia al variare del valore della ricchezza individuale (Morciano 1986). Casa, depositi e titoli pubblici nell'ordine esauriscono quasi interamente la gamma di attività detenute ai livelli di ricchezza più bassi, dove le attività finanziarie svolgono più una funzione di riserva di valore (gli orfani e le vedove di keynesiana memoria) che una vera e propria funzione speculativa.¹¹ Questa assume invece maggiore rilevanza quando la gamma delle opzioni si allarga al crescere della ricchezza. La polarizzazione nella distribuzione del reddito e della ricchezza può aver reso ancora meno rilevante l'effetto di sostituzione intertemporale nel ciclo di vita, e dunque meno sensibile l'offerta di risparmio a variazioni nei livelli dei tassi d'interesse, rendendo rispettivamente più stringenti i vincoli di liquidità a un estremo del ventaglio distributivo, accentuando invece l'elasticità della composizione delle attività ai rendimenti relativi all'altro estremo.

Con riferimento a quest'ultimo punto, l'aumento spettacolare della quota di titoli detenuti da agenti non bancari viene addotto a sostegno della tesi della (accresciuta) concorrenzialità del mercato dei titoli e dunque della determinazione di "equilibrio" del tasso d'interesse. Nei modelli di diversificazione ottima del portafoglio si assume che gli investitori, avversi al rischio, allochino il loro

¹⁰ Si vedano i dati riportati in BANCA D'ITALIA (1989), la ricerca dell'ISPES-ABI (1988), e il *Rapporto sulla povertà*. Dalla ricerca ISPES-ABI, in particolare, risulta che fra il 1984 e il 1987 si è accresciuta la polarizzazione del reddito e della ricchezza: nel 1987 il 20% delle famiglie più povere percepiva il 7,6% del reddito, mentre il 20% delle famiglie più ricche contava per il 40% del reddito. In termini di ricchezza, queste ultime avrebbero raddoppiato il patrimonio, arrivando a controllare nel 1987 il 50% della ricchezza; aumenta inoltre il peso del reddito da capitale, che passa dal 25 al 35% fra il 1974 e il 1984.

¹¹ Cfr. i dati pubblicati nell'ultima indagine della BANCA D'ITALIA (1989) sui bilanci delle famiglie, da cui risulta che mentre l'80% delle famiglie ha dichiarato di possedere almeno un deposito bancario o postale, solo il 18,8% dichiara di possedere titoli di stato e il 6,4% azioni, obbligazioni o altri titoli.

portafoglio fra le attività disponibili in modo da massimizzare una funzione della media e della varianza della ricchezza di fine periodo. Le percezioni di rischio degli investitori giocano un ruolo centrale nel determinare la variazione dei rendimenti attesi richiesti per riportare in equilibrio i mercati in conseguenza di variazioni delle quantità offerte. Dunque l'aumento di offerta di titoli pubblici ne farà aumentare il tasso in relazione al rendimento atteso delle altre attività. L'impossibilità di predire come la variazione delle quantità influenzi le variazioni nella percezione del rischio costituisce tuttavia la principale difficoltà nell'uso empirico di questi modelli. Né sembra più soddisfacente il ricorso al metodo alternativo di inferire le percezioni di rischio dai rendimenti effettivi osservati e usare queste stime per ricavare i parametri della funzione di domanda.

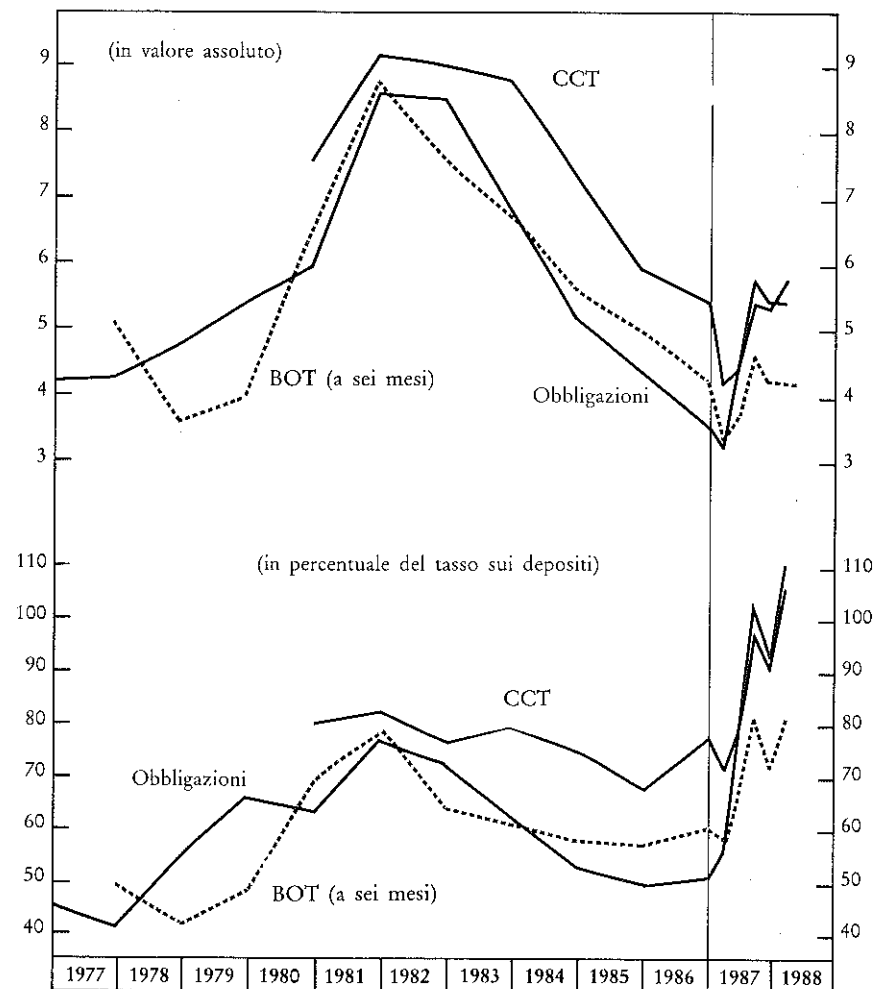
Prendendo atto delle difficoltà di trattare econometricamente l'incertezza, sono stati sviluppati modelli di domanda di attività finanziarie a breve che la escludono espressamente.¹² I risultati cui giungono queste analisi indicano un'elevata elasticità di sostituzione fra moneta (depositi) e titoli a breve, e dunque un'elevata elasticità della domanda a variazioni nei prezzi relativi, spiegata dall'alto grado di "liquidità" e dal basso grado di rischio dei titoli pubblici a breve (BOT e CCT), in questo largamente comparabili ai depositi. Questi risultati, tuttavia, sollevano più problemi di quanti ne risolvano. Ci si può chiedere infatti perché, data questa elevata elasticità, il processo di sostituzione abbia proceduto così lentamente e il differenziale fra il tasso sui depositi e quello sui titoli pubblici si sia mantenuto su livelli così alti per tutto il periodo (fig. 1). La spiegazione implicita nel modello di portafoglio fa riferimento a fenomeni di apprendimento in mercati sostanzialmente efficienti. Una spiegazione alternativa sottolinea invece la capacità delle banche di segmentare il mercato e di opporre elevate barriere all'entrata di nuovi prodotti in concorrenza con i depositi. Secondo Munari (1988) per esempio, sebbene le condizioni per la competitività dei titoli pubblici fossero presenti fin dal 1975, si è dovuto attendere la fine degli anni settanta perché se ne dispiegassero interamente gli effetti.¹³ Secondo questa

¹² In BOLLINO e ROSSI (1988), per esempio, la quota delle attività finanziarie a breve, per le quali il rischio di variazione dei rendimenti è meno pronunciato (essenzialmente M2, BOT e CCT), viene spiegata dai rendimenti relativi e dall'ammontare complessivo di ricchezza finanziaria, corretto per l'incidenza della quantità delle diverse attività finanziarie tenute indipendentemente dai rendimenti (*committed quantities*), che varia nel tempo secondo un parametro che ne misura la velocità di aggiustamento.

¹³ Il sistema bancario — scrive MUNARI (1988, p. 71) — ha sfruttato la barriera all'entrata del canale distributivo (rete degli sportelli). «Ci sono volute le modifiche apportate al vincolo

FIGURA 1

DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO FRA LE ALTRE ATTIVITÀ FINANZIARIE E I DEPOSITI BANCARI



Medie annue fino al 1986; in seguito dati di fine trimestre.

Depositi: tasso medio su depositi e conti correnti liberi e vincolati di almeno 20 milioni rilevati dalla Centrale dei rischi; al netto della ritenuta fiscale. **Obligazioni:** rendimento netto sulle obbligazioni emesse dagli istituti di credito mobiliare. **CCT:** rendimento atteso, nell'ipotesi di invarianza dei tassi. **BOT (a sei mesi):** tasso di rendimento netto annuo composto posticipato determinato sulla base dei risultati dell'asta di fine mese.

Fonte: *Tendenze Monetarie*, n. 57, giugno 1988.

interpretazione dunque, il differenziale fra i tassi è un elemento che spiega la variazione della composizione della ricchezza finanziaria, ma un fattore ben più importante è dato dalla struttura competitiva e dall'assetto istituzionale entro cui questa si gioca.

Queste osservazioni aiutano anche a capire le ragioni della volatilità dei tassi. Si è soliti ritenere infatti che le famiglie rappresentino una quota di domanda di attività finanziarie relativamente stabile. La riduzione della concentrazione di titoli nelle mani d'investitori con forti propensioni speculative avrebbe dovuto contribuire perciò a una maggiore stabilità della domanda dello *stock* del debito, riducendone la sensibilità alle aspettative di breve periodo sui tassi. Con il progressivo aumento della quota di titoli detenuti dalle famiglie dunque, una politica di *stabilità* dei tassi avrebbe potuto dimostrarsi più efficace di una politica di *aumento* dei tassi.¹⁴ Sebbene la quota di titoli detenuta direttamente dalle banche sia scesa dal 68,7% nel 1976 al 19,4% nel 1988, contro un aumento della quota detenuta dalle famiglie dal 28,9 al 65,1%, si è corrispondentemente accresciuta la quota di titoli gestiti dalle banche per conto della clientela. La sostituzione dell'attività d'investimento in proprio con i servizi di gestione dei titoli per conto della clientela ha consentito alle banche di estendere il campo dei servizi offerti, continuando a esercitare un certo controllo sui flussi finanziari complessivi dei clienti. Alcuni studi che hanno analizzato le relazioni fra banche (soprattutto, ma non necessariamente) regionali e la clientela, sottolineano come le relazioni di clientela possano assumere un carattere "sistemico" permettendo di condizionare significativamente i percorsi e la circolazione dei flussi finanziari e monetari locali.¹⁵

Quando dunque si tenga conto e della raccolta fiduciaria e

di portafoglio e le condizioni di convenienza economica poste dal massimale sull'espansione degli impieghi per indurre le banche a ridimensionare la portata della suddetta barriera. Attualmente, tolto il vincolo di portafoglio e ricondotto il massimale a strumento straordinario di intervento di politica monetaria, sono le condizioni di concorrenza instauratesi all'interno dei canali distributivi di servizi finanziari a mantenere in vita la capacità competitiva del debito pubblico nei confronti dei depositi bancari».

¹⁴ Questo è quanto si è verificato nella seconda metà degli anni sessanta, quando la politica di stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo termine posta in essere dalla Banca d'Italia aveva creato una domanda di titoli di queste scadenze, che fu spazzata via dall'aumento e dalla volatilità dei tassi degli anni settanta.

¹⁵ Cfr. MAINO (1988). La riduzione dei depositi sulle attività finanziarie si accompagna a una diffusione dei conti correnti tra la popolazione. Data la modesta entità delle somme, questo processo può aver determinato un allargamento della base della clientela con minore forza contrattuale. Al ridimensionamento del ruolo di investimento finanziario non corrispon-

dell'attività di negoziazione e di custodia dei titoli, la quota di risparmio gestita direttamente e indirettamente dal sistema bancario si mantiene relativamente stabile. Le banche non solo hanno fatto da intermediari fra Tesoro e famiglie per le nuove emissioni nette, consigliando cosa e quando comprare, ma hanno anche gestito i tempi e i modi del processo di riduzione dei titoli in portafoglio. Non si è pertanto sostanzialmente ridotto il grado di monopolio che le banche possono esercitare nella fissazione dei tassi sui titoli. Esse hanno anzi trasmesso, direttamente e indirettamente, un comportamento speculativo anche alla quota dei titoli tenuti dalle famiglie. Questo mutato atteggiamento dei risparmiatori nei confronti degli investimenti finanziari costituisce, secondo Munari, l'elemento cruciale di cambiamento.¹⁶ Se, come osservava Keynes (1930), perfino l'investitore meglio informato, avvolto nella totale ignoranza sul futuro, si lascia guidare in modo spropositato da pochi indizi, l'effetto sulla stabilità del mercato può essere disastroso quando questo comportamento si estenda a tutti i risparmiatori.¹⁷ Nel nostro caso, la speculazione non consiste più nel prevedere le aspettative della massa anticipandole, ma nell'assecondare la pavidità e l'impazienza del risparmiatore influenzandone le aspettative stesse e nell'usare il potere di pressione che deriva dal controllo della domanda per

de quindi un ridimensionamento delle banche come fornitrici di servizi finanziari. «La ristrutturazione delle attività finanziarie delle famiglie è stata infatti per la maggior parte dei casi "mediata" dalle banche, che hanno sviluppato l'attività di consulenza e di assistenza finanziaria, soprattutto nel campo di gestione individuale dei patrimoni, specialmente di piccola e media consistenza» (MUNARI 1988).

¹⁶ Scrive MUNARI (1988, pp. 62-3): «Una volta superata l'abitudine rassicurante al deposito bancario si è fortemente accentuata la *mobilità* tra le varie forme di investimento: tale comportamento manifesta una marcata tendenza a diffondersi all'interno della massa dei risparmiatori. La suddetta mobilità pare prevalentemente guidata da aspettative di rendimento spesso fondate su estrapolazioni di esperienze passate. Non pare diffusa la capacità di collegare le caratteristiche di rendimento con quelle di liquidità e rischio... l'abbinamento di una diffusa mobilità finanziaria con una scarsa cultura in materia, se verificata, potrebbe comportare non poche difficoltà sia per l'ordinato sviluppo dei mercati finanziari, sia per l'operare degli investitori istituzionali e dei gestori di patrimoni».

¹⁷ Continuava infatti KEYNES (1930): «Ma se questo è vero per i meglio informati, la grande maggioranza di coloro che acquistano e vendono titoli non sa quasi nulla del tutto circa ciò che sta facendo. Non possiede neppure i rudimenti di quanto si richiede per un giudizio valido e resta continuamente in preda a speranze ed a timori facilmente originati da contingenze transitorie e che con la stessa facilità si dissipano... Inoltre, a parte quanto è dettato dalla maggiore o minore ignoranza, il grosso del pubblico è troppo timido e troppo avido, troppo impaziente e troppo indeciso riguardo ai propri investimenti — le fluttuazioni del cui valore carta possono così facilmente cancellare i risultati di tanti onesti sforzi — per assumere una prospettiva di lungo periodo».

determinarle.¹⁸ Quando "il mercato" sa che la banca centrale persegue prioritariamente l'obiettivo del controllo della liquidità, diventa relativamente agevole e poco rischioso speculare al rialzo. Se l'astensione speculativa da un'asta costringe la banca centrale a intervenire (direttamente o attraverso il conto corrente di tesoreria), si potrà sempre contare su operazioni di sterilizzazione della liquidità così creata che annullino i costi della preferenza per la liquidità degli speculatori. Principali intermediari fra il risparmiatore e il Tesoro, le banche possono esercitare nei confronti di quest'ultimo lo stesso potere di controllo e di coercizione che le recenti teorie dell'informazione asimmetrica riconoscono agli azionisti di maggioranza per il mercato dei capitali di rischio.¹⁹ Se il livello dei tassi d'interesse è stabilito, o difeso, dalla fascia speculativa,²⁰ non è più possibile parlare di "preferenza intertemporale", ma di vera e propria rendita, ottenuta dall'estensione all'intero mercato del potere monopolistico della fascia speculativa. L'organizzazione del "risparmio" attuata dagli istituti finanziari e dai fondi di gestione può essere letta pertanto come un fattore che aumenta le rigidità del mercato e ne riduce il grado di concorrenza e di efficienza.

4. Le imprese

Il capitale industriale è solitamente indicato come il naturale avversario della rendita finanziaria. Elevati tassi d'interesse reali si

¹⁸ Già nel 1963, con riferimento alla situazione americana dell'immediato dopoguerra, Schlesinger osservava che se i titoli pubblici dominano il mercato, la certezza del fabbisogno pubblico, inelastico rispetto al tasso d'interesse, può determinare un'astensione speculativa dal credito con effetti dirompenti sul mercato monetario e con fluttuazioni erratiche nei tassi d'interesse.

¹⁹ I principali azionisti hanno interesse a investire un ammontare adeguato nell'acquisizione delle informazioni necessarie a esercitare un controllo effettivo sulla gestione dell'impresa. Così facendo viene creato un vantaggio per i piccoli azionisti, che beneficiano dell'azione di controllo degli azionisti di maggioranza senza sostenerne i costi (*free-riders*) (STIGLITZ 1985, p. 144).

²⁰ «Il valore di un titolo è determinato non dalle condizioni alle quali sembrerebbe di potere acquistare in blocco gli interessi futuri, ma da quel piccolo margine che è oggetto di transazioni effettive... Ora, questo margine è soprattutto trattato da professionisti della finanza — speculatori, se volete — che non hanno alcuna intenzione di tenersi i titoli abbastanza a lungo da consentire che l'influenza di eventi remoti possa esercitare i suoi effetti; il loro obiettivo è soltanto quello di rivenderli alla massa dopo qualche settimana o, al massimo, dopo qualche mese» (KEYNES 1930, pp. 515-6).

traducono direttamente in un aumento dei costi delle imprese per oneri finanziari. Se inoltre la riduzione del valore attuale dei profitti attesi induce una riduzione degli investimenti e del reddito, la conseguente riduzione dei profitti correnti può determinare difficoltà di servizio del debito. In periodi di stretta creditizia dunque si accentua l'inelasticità della domanda di credito delle imprese e, al crescere dell'incidenza dell'indebitamento e degli oneri finanziari sul valore aggiunto, cresce anche il rischio di insolvenza.²¹

L'incisività di elevati tassi d'interesse sui conti economici delle imprese dipende tuttavia da diversi fattori, fra questi il grado di indebitamento dell'industria, il grado in cui le imprese possono traslare sui prezzi i maggiori oneri finanziari, l'esistenza di politiche fiscali compensative. Quanto maggiore è il grado di esposizione verso il sistema bancario, tanto minore la capacità di resistenza del sistema industriale a politiche monetarie restrittive e dunque tanto maggiori i rischi di deflazione da debiti cui è esposto il sistema industriale e finanziario. In questa situazione, una politica di restrizione non può che essere graduale e accompagnare, più che imporre, il riaggiustamento dei conti finanziari. Una politica del cambio accomodante può consentire di traslare sui prezzi gli aumenti degli oneri finanziari, riducendo nel contempo il valore reale del debito.²² Una generosa politica di sgravi, di deduzioni e di fiscalizzazioni può inoltre contribuire a contenere la contrazione dei profitti netti.

Questa, a grandi linee, sembra essere stata la politica monetaria e fiscale perseguita in Italia negli anni settanta, quando i vari *shock* che avevano colpito il sistema produttivo italiano avevano portato il peso dell'indebitamento bancario delle imprese a valori superiori al 50% del totale. La stabilità del sistema — industriale e finanziario — imponeva l'esclusione di ogni manovra di stabilizzazione mo-

²¹ Poiché le banche si frappongono fra debitori e detentori di ricchezza, condividono con le imprese i rischi insiti in una deflazione. Questa considerazione induceva Keynes a osservare che vi è un grado di deflazione che nessuna banca può sopportare. La deflazione infatti, riducendo i prezzi delle attività a garanzia, volatilizza i margini e lascia scoperto il banchiere. E tuttavia banche e banchieri, ciechi per natura, non prevedono il pericolo e anzi auspicano politiche capaci di minacciare la solvibilità collettiva. Essi sono dunque propensi al suicidio. E concludeva: «Una cospirazione di banchieri: che idea assurda! Vorrei proprio che fosse vero! Ma temo piuttosto che se si salveranno, ciò avverrà nonostante le loro azioni, e non grazie ad esse». (KEYNES 1931, p. 158).

²² Anche in cambi fissi non è interamente preclusa alle imprese la possibilità di trasferire maggiori oneri finanziari sui prezzi: ai fini della competitività, infatti, è il differenziale fra i tassi (interni e internazionali) che importa: se i tassi d'interesse sono elevati a livello internazionale, si riducono notevolmente gli ostacoli a traslare sui prezzi i maggiori oneri finanziari.

netaria.²³ Una politica monetaria accomodante ha così accompagnato la ristrutturazione produttiva della seconda metà degli anni settanta. Le imprese, non meno del bilancio pubblico, hanno tratto vantaggio dal processo inflazionistico, che ha contribuito ad alleggerire la loro situazione patrimoniale. Sorretta dalla politica di bilancio²⁴ e agevolata da mutate relazioni industriali (Barca-Magnani 1989), la ristrutturazione ha posto le premesse per un rapido miglioramento dei margini di profitto.

Il mutamento d'intonazione della politica monetaria e valutaria dell'inizio degli anni ottanta si è inserito perciò su una situazione assai diversa. La ridotta incidenza dell'indebitamento sul prodotto, l'aumentato ricorso al mercato azionario, l'espansione del margine di profitto lordo hanno condotto a un minor ricorso al credito bancario²⁵ e a una riduzione pronunciata dell'incidenza degli oneri finanziari. Nel 1986 il tasso d'interesse reale sugli impieghi sfiora ancora il 15%, ma l'incidenza degli oneri finanziari è crollata al 7,9% (dal 14,9% nel 1982) mentre la quota dei profitti sul valore aggiunto (per le imprese con oltre 200 addetti) supera il 35%, un valore mai toccato neppure nei mitici anni cinquanta.²⁶ Solo una parte dei maggiori profitti è stata usata per finanziare l'accumulazione,²⁷ mentre una quota crescente viene assorbita dalle transazioni finanziarie (acquisizioni di attività finanziarie e di imprese, all'interno e

²³ Questa preoccupazione — che si concretizzò nella proposta avanzata da un ex-governatore di ricapitalizzare le imprese con il contributo delle banche — piuttosto che considerazioni sui costi sociali e sul debito pubblico sembra essere stato l'elemento cruciale nel determinare la posticipazione delle politiche anti-inflazionistiche.

²⁴ In questo periodo, il bilancio pubblico ha svolto il duplice ruolo di ridurre i costi delle imprese e di assorbire le tensioni sociali che avrebbero potuto originare dal processo di ristrutturazione. Nella fase di risanamento finanziario delle imprese l'espansione del disavanzo pubblico ha comportato un vantaggio anche per le banche: convalidando i profitti industriali ha ridotto il rischio di fallimenti delle imprese e le sofferenze delle banche; in momenti di espansione più moderata degli impieghi ha fornito un investimento alternativo per la liquidità bancaria, a tassi sempre più remunerativi. Negli anni più critici di assenza di massimali fra il 1983 e il 1985, per esempio, il rendimento del portafoglio titoli ha contribuito notevolmente a sostenere il livello del margine d'interesse e ad attenuare, per questa via, l'impatto delle pressioni competitive interne al settore bancario (MUNARI 1988).

²⁵ Il segno più evidente è dato dalla caduta del grado di utilizzo dei fidi, pari a circa 10 punti percentuali fra il 1977 e il 1985 (cfr. MUNARI 1988). Come riflesso della concorrenza fra le banche per conservare i migliori clienti e dell'aumentato potere contrattuale delle grandi imprese, con l'abolizione del massimale si accresce considerevolmente la quota di prestiti concessi a tassi inferiori al *prime rate*, si riduce il margine fra tasso d'interesse sugli impieghi e tasso d'interesse sui depositi, e aumenta la resistenza delle banche a pressioni di *moral suasion*.

²⁶ I dati sono diversi per classi di dimensione e risentono della non completa corrispondenza fra dati di contabilità e dati finanziari. Fonte: BARCA-MAGNANI (1989) per i profitti e il tasso sugli impieghi, GAROFALO (1988) per gli oneri finanziari.

²⁷ A partire dal 1982-83 il grado di autofinanziamento sugli investimenti fissi supera infatti l'unità e raggiunge il valore di 133 nel 1987 (GAROFALO 1988).

all'estero). Tutte le analisi sui risultati economici e sui saldi finanziari delle imprese in Italia inducono a ritenere che una parte rilevante dell'industria sia riuscita a trasformare la composizione del proprio bilancio, mettendosi al riparo dalle conseguenze derivanti da un periodo prolungato di alti tassi.²⁸ Il peso crescente delle attività finanziarie nei bilanci delle imprese, incentivato anche da una legislazione fiscale che consentiva di ottenere facili guadagni finanziari grazie a fenomeni di elusione, ha sollevato anzi preoccupazioni per un processo troppo spinto di "finanziarizzazione", e può legittimare il sospetto che una parte almeno del grande capitale industriale sia ormai passata dalla parte dei *rentiers* in difesa di elevati tassi d'interesse.²⁹ Si sarebbe così modificato il tradizionale andamento prociclico dei profitti, che era stato riscontrato in alcune indagini della Banca d'Italia, così come sembra essersi attenuata anche un'altra relazione che si era presentata nel passato, quella cioè di un andamento anticiclico dei profitti bancari rispetto ai profitti industriali.³⁰

5. Le banche

Le osservazioni fin qui svolte convergono nel suggerire che nel bilancio delle banche confluiscono e vengono mediati gli impulsi che

²⁸ Tutti gli studi (cfr. per esempio BANCA D'ITALIA 1988, BARCA-MAGNANI 1989) concordano nel rilevare che il processo di risanamento finanziario, così vistoso per le grandi imprese, sia pubbliche che private, non sembra aver interessato in egual misura le imprese di minore dimensione. Queste valutazioni vanno tuttavia qualificate: innanzitutto, come ha osservato Sebastiano Brusco, questi studi coprono solo le imprese con più di 20 addetti, imprese cioè qualitativamente diverse dalle imprese di minori dimensioni che caratterizzano il distretto industriale marshalliano, per le quali non esistono dati. All'interno delle imprese analizzate, inoltre, l'analisi separata dell'efficienza produttiva e dell'efficienza nella gestione finanziaria sembra indicare in quest'ultima il principale fattore di differenziazione fra classe grande e media. Le difficoltà incontrate dalle imprese di media dimensione nel ristrutturare la gestione finanziaria hanno cioè influito sulla loro *performance* complessiva.

²⁹ Eliminate alcune smagliature nel sistema fiscale che consentivano di speculare sul differenziale fra tasso sugli impieghi e tasso sui titoli a breve (MATTEUZZI 1988), le operazioni finanziarie delle imprese si sono spostate sul mercato valutario, speculando sulla differenza fra i tassi interno e internazionale. Il conseguente afflusso di capitali tende a rafforzare il cambio, riproponendo così alle imprese il dilemma fra rendite finanziarie e profitti industriali.

³⁰ Torna alla mente quanto scritto da Kalecki sulla sostenibilità del pieno impiego: «I lavoratori diventano in tale situazione 'recalcitranti' e i 'capitani d'industria' diventano ansiosi di 'dar loro una lezione'. Inoltre la crescita dei prezzi in tempo di boom agisce a svantaggio dei redditi piccoli e grandi, cosicché oggi essi cominciano ad avversare l'alta congiuntura. In tale situazione si forma probabilmente un blocco del grande capitale e delle rendite, e tale blocco trova probabilmente più di un economista pronto a dichiarare che la situazione è estremamente poco sana. La pressione di tutte queste forze, e in particolare del grande capitale, induce sicuramente il governo al ritorno alla politica tradizionale di pareggio del bilancio» (KALECKI 1943, p. 144; p. 42 della traduzione italiana).

provengono dal mercato del credito, dal mercato dei titoli e dalla banca centrale e sollecitano perciò un'analisi più approfondita del comportamento delle banche rispetto al livello dei tassi.³¹ Nella gestione del bilancio le banche devono trovare un equilibrio fra la minimizzazione dei costi di raccolta, soggetta al vincolo rappresentato dalla perdita di depositi, dal lato del passivo, e la massimizzazione del rendimento dell'attivo (titoli, impieghi e altri servizi), soggetto al vincolo rappresentato dal grado di rischiosità ritenuto accettabile. Nella gestione complessiva dell'attivo e del passivo il sistema bancario deve comunque tenere conto di quelli che sono i vincoli macroeconomici imposti dalla banca centrale, il cui potere di "moral suasion" è reso più efficace dalla minaccia di misure di controllo diretto.

Con il ritorno a controlli indiretti, uno strumento, il tasso d'interesse, deve prendersi cura di due obiettivi, l'equilibrio esterno (in questa fase la stabilità del cambio) e l'equilibrio interno (il livello di crescita compatibile con la stabilità dei prezzi). Il livello del tasso d'interesse sarà di volta in volta determinato dal più stringente dei due vincoli. Fissato un obiettivo di crescita di base monetaria compatibile con la stabilità dei cambi, risulta determinato il canale di creazione interna e dunque, dato il disavanzo pubblico, l'emissione netta di titoli.³² Nell'interpretazione ufficiale il tasso d'interesse deve

³¹ Nell'analizzare la relazione fra tassi d'interesse e profitti bancari occorre distinguere fra il processo di aumento dei tassi e il permanere di un *plateau* fissato ad alti livelli. L'affermazione tradizionale che, svolgendo una funzione d'intermediazione delle scadenze, le banche sarebbero danneggiate da *aumenti* dei tassi d'interesse, che era già stata qualificata da Samuelson nel 1945, è stata largamente svuotata di rilevanza dall'adozione generalizzata di tassi variabili. Il problema non è più ormai una questione di scadenze relative, ma di velocità relativa di aggiustamento dei rendimenti, cioè della sensibilità relativa delle attività e delle passività a variazioni dei tassi d'interesse e di composizione dell'attivo e del passivo.

³² La creazione di base monetaria è data dal saldo della bilancia dei pagamenti (al netto della variazione dell'esposizione bancaria sull'estero), dal saldo di bilancio pubblico non finanziato con titoli (emissioni nette più operazioni temporanee in titoli), raccolta postale e estero, e dai finanziamenti della banca centrale. $\Delta BM = (BP + \Delta PNE) + (B-T) + A$. Dati B e A, e un obiettivo di crescita di BM, le pressioni del saldo attivo della bilancia dei pagamenti si riflettono sul grado di monetizzazione del disavanzo, esercitando una pressione crescente sul mercato dei titoli. Questo è evidente nei dati relativi agli ultimi anni:

CANALI DI CREAZIONE DI BASE MONETARIA

	1980-84 ¹	1985	1986	1987	1988	1989 ²
Estero	1813	-13677	3543	6756	10947	11460
Tesoro	10307	27519	10994	9240	2677	-3636
Altri	-1443	5233	-5338	-2050	-667	-3553
Totale	10676	19076	9200	13946	12957	4273

¹ Media annua

² Gennaio-maggio

Fonte: BANCA D'ITALIA

essere alto a sufficienza da garantire la sottoscrizione dei titoli e da contenere l'espansione degli impieghi entro i limiti programmati. Si spiega così perché, nella situazione attuale, il livello dei tassi interni (e di conseguenza il differenziale fra tassi interni e internazionali) possa essere ricondotto al mancato aggiustamento fiscale.

L'analisi del comportamento dei mercati finanziari qui proposta, tuttavia, tende a qualificare il funzionamento e l'efficacia del meccanismo di trasmissione. Dal lato dell'attivo, secondo le teorie del razionamento, le banche sono restie a lasciare che le condizioni del mercato monetario si riflettano interamente sul tasso sugli impieghi, soprattutto in una fase in cui le condizioni finanziarie delle imprese pongono queste ultime in una situazione di maggior forza. Dal lato del passivo, le banche potrebbero cercare di influire sul grado effettivo di monetizzazione contrastando con un aumento del tasso d'interesse sui depositi lo spostamento dell'offerta di risparmio delle famiglie dai depositi ai titoli. Come si è visto, il controllo dei canali distributivi e le relazioni di clientela consentono alle banche di mantenere bassi i tassi sui depositi, segmentando il mercato e sfruttando il potere monopolistico sulla clientela e le inerzie dovute alla scarsa comprimibilità dei *trading balances* (differenziando per esempio i depositi in c/c dai depositi a risparmio e dai certificati di deposito e esercitando la concorrenza sui tassi solo su questi ultimi). Possono altresì ricorrere all'alternativa di ridurre il proprio portafoglio, procurandosi base monetaria sia direttamente, nel caso di mancato rinnovo dei titoli in scadenza, sia indirettamente, nel caso di vendita al pubblico.³³ Questo processo di sostituzione dell'attivo converrà alla banca fino a che vi è un margine insoddisfatto di domanda di impieghi (per fini produttivi o finanziari), e può

³³ A parità di debito pubblico, la sostituzione di depositi con titoli produce effetti diversi a seconda di chi è il venditore. Solo se venditore è il Tesoro o la banca centrale, si avrà una riduzione netta di base monetaria e, a parità di altre condizioni, un impatto sugli impieghi. Se venditore è una banca o un privato, non muta la base monetaria dell'economia, ma può mutare il volume degli impieghi. Anche nel caso estremo in cui il sistema bancario non abbia riserve libere, infatti, una banca che venda titoli a un cliente, che paga riducendo i propri depositi, libera riserve che le consentono di espandere gli impieghi. Per il sistema bancario nel suo complesso, attraverso l'azione del moltiplicatore, i depositi possono ritornare al valore precedente. Muta tuttavia la qualità, se non la quantità del passivo (M2), con una riduzione dei depositi corrispondenti a finalità di risparmio a favore dei depositi operativi (*trading balances*): aumenta cioè la velocità di circolazione della moneta. Fra il 1979 e il 1987 i depositi registrano un tasso medio di crescita del 12,4% contro un tasso di aumento degli impieghi del 14,4%. Questo andamento è stato consentito dal processo di sostituzione dei titoli nell'attivo bancario: la minor crescita dei titoli (11,3%) porta a una crescita dell'attivo (12,8%) in linea con quella del passivo. Questo spiega perché una rapida espansione degli impieghi sia stata compatibile con il rispetto degli obiettivi di crescita della moneta.

procedere speditamente fino a che le banche hanno *stock* di titoli di cui disfarsi, dopodiché dipenderà più strettamente dalla capacità di introdurre innovazioni finanziarie³⁴ (o da una più accesa concorrenza dei certificati di deposito ai titoli). Anche per quanto riguarda la gestione delle passività, dunque, elevati tassi d'interesse non sembrano porre particolari problemi alle banche. La possibilità di attingere al portafoglio titoli quando si presentino opportunità di espansione degli impieghi consente notevoli gradi di autonomia rispetto agli obiettivi della banca centrale, ma non è senza conseguenze né sulla domanda di titoli (gestita di fatto in gran parte dalle banche), né sull'intera politica monetaria.³⁵ Se il meccanismo che regola ormai la domanda di titoli pubblici è quello descritto in queste pagine, è improbabile che i margini che ancora esistono per ulteriori sostituzioni fra depositi e titoli nei portafogli dei privati, anche se incentivati da politiche di diversificazione dei titoli, possano portare a una riduzione considerevole dei tassi, se questo contrasta con gli interessi delle banche. Diventa allora cruciale controllare il comportamento del sistema bancario e il processo attraverso il quale esso favorisce o contribuisce alla formazione delle aspettative sui tassi.³⁶

6. Conclusioni

La spiegazione del livello dei tassi d'interesse è solitamente ricondotta alla domanda e all'offerta di attività finanziarie. Questo

³⁴ Includo innovazioni meno canoniche come quelle introdotte dalle banche nelle operazioni su titoli con la clientela — operazioni pronto contro termine, concessione di scoperti a valere su titoli in custodia — volte a risparmiare riserve, richiamate nella circolare della Banca d'Italia del luglio 1988.

³⁵ La modificazione della composizione dell'attivo bancario, particolarmente accentuato negli ultimi anni, ha trasferito l'onere della copertura del fabbisogno statale interamente sulle famiglie, come mostra la seguente tabella.

EMISSIONI NETTE DI TITOLI PER CATEGORIE DI INVESTITORI¹

	1985	1986	1987	1988
Totale	107254	97459	83987	102544
Settore privato	57017	52744	83946	110868
Aziende di credito	16277	9313	-1631	-6189
Banca d'Italia-UIC	18875	7412	3084	-17
Altri*	15085	27990	-1412	-2118

¹ Al netto delle operazioni temporanee in titoli.

* Include i Fondi comuni di investimento.

Fonte: BANCA D'ITALIA.

³⁶ In particolare, si dovrebbe puntare a separare nuovamente la fascia speculativa dall'area del risparmio (famiglie, investitori istituzionali), differenziando i titoli per tipo di sottoscrittore.

lavoro voleva mostrare che sebbene variazioni della domanda e dell'offerta possano indurre variazioni dei tassi, il *livello* del tasso d'interesse non è univocamente riconducibile al prezzo che porta in equilibrio la domanda e l'offerta nozionali di attività finanziarie. In questo schema alternativo, un aumento della domanda di attività finanziarie (o una riduzione dell'offerta) non è incompatibile con il permanere di elevati livelli dei tassi. La spiegazione del permanere dei tassi d'interesse reali a livelli storicamente elevati può essere ricondotta alla rigidità verso il basso dovuta al prevalere di comportamenti collusivi sui mercati finanziari, guidati dal settore bancario e non ostacolati dalle imprese.

Se i mercati finanziari sono governati da gruppi ristretti d'investitori, piuttosto che dal "risparmiatore", una politica che pretenda di sfruttare la flessibilità dei mercati, o che si comporti come se i mercati fossero efficienti, può risultare estremamente costosa, sia per la gestione del debito, che per la gestione della politica monetaria. Le soluzioni proposte per il rientro (cfr. per esempio *Rapporto CER*) partono dalla premessa che la riduzione del tasso d'interesse è impraticabile se non si agisce prima sul fabbisogno. Strumenti amministrativi e misure straordinarie per ridurre lo *stock* del debito (anche a prescindere dai loro effetti traumatici) sarebbero pertanto inutili. Solo una riduzione del fabbisogno primario, ottenuta con un aumento delle imposte e una riduzione della spesa, potrebbe ridurre i tassi reali (anche se non nella stessa misura i tassi nominali, a causa di una probabile accelerazione dell'inflazione "da fisco"). D'altra parte, come riconosce lo stesso rapporto, il fabbisogno risulta significativamente correlato al tasso d'interesse reale, in un processo di autoalimentazione del debito ormai ben noto. Solo se si ritiene di poter convincere il mercato che il fattore determinante per la solvibilità pubblica è dato dall'incremento del solo fabbisogno primario, trascurando l'aumento dell'offerta di attività finanziarie indotto dall'incremento complessivo del debito, si può sperare in una riduzione dei tassi d'interesse. In caso contrario, saranno richiesti avanzzi crescenti del fabbisogno primario semplicemente per frenare la crescita del rapporto del debito sul prodotto interno lordo.³⁷

³⁷ Questo è quanto si è puntualmente verificato alla fine del 1989: il confronto fra le previsioni contenute nei due piani di rientro del maggio 1988 e 1989 mostra infatti un ridimensionamento del fabbisogno primario più che compensato dall'aumento della spesa per interessi. Se ne conclude (cfr. per es. *Tendenze Monetarie* maggio 1989) che sforzi maggiori sono necessari per il contenimento del fabbisogno primario.

D'altra parte, se l'azione della politica monetaria non agisce dal lato del costo dei prestiti, dissuadendo i debitori marginali, ma dal lato della disponibilità, il ruolo di cuscinetto svolto dall'ammontare di titoli detenuti dal pubblico e dalle banche può allentare notevolmente l'efficacia della politica monetaria. Il tasso d'interesse, eliminato come fattore di costo, può essere rilevante, ai fini del controllo delle riserve bancarie, solo se riesce a congelare le attività in titoli nel portafoglio dei privati e delle banche. Ma un aumento del tasso d'interesse può rallentare il processo di sostituzione nei portafogli solo se influenza le aspettative sui tassi, se cioè riesce a stroncare le attese di ulteriori aumenti.³⁸ Se tuttavia le "aspettative" possono essere in qualche modo rafforzate da un comportamento collusivo, l'azione della politica monetaria risulterà notevolmente indebolita e corrispondentemente maggiori saranno le dimostrazioni di buona volontà richieste al Tesoro. Si rischia così di entrare in un circolo vizioso in cui la ricerca di autonomia della banca centrale consegna il Tesoro nelle mani del mercato e l'esistenza di un debito crescente indebolisce l'autonomia della politica monetaria.

Non si intende affermare che si possa ridurre impunemente il livello dei tassi, soprattutto in presenza del vincolo rappresentato dai tassi d'interesse internazionali. Si è voluto invece sottolineare il rischio di affidarsi unicamente a un aggiustamento di mercato (o di legarsi le mani, come si usa dire ora), soprattutto in una fase in cui molti interessi sono stati costruiti e si sono cementati attorno alla difesa di tassi d'interesse elevati.

ANNAMARIA SIMONAZZI

BIBLIOGRAFIA

- ACKLEY G. (1978), *Macroeconomics*, Macmillan, London.
 BANCA D'ITALIA (1988), *Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese*, Roma.
 BANCA D'ITALIA (1989), "I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 1987", *Supplemento al Bollettino Statistico*, n. 5, XLII, Roma.
 BARCA F., MAGNANI M. (1989), *L'industria fra capitale e lavoro*, Il Mulino, Bologna.

³⁸ Le esperienze recenti sembrano mostrare che, ormai scontato il processo di aggiustamento del fabbisogno primario, le aspettative siano sensibili a variazioni nell'onere per interessi. Aumenti dei tassi, aggravando l'onere, tenderebbero perciò a essere destabilizzanti.

- BERNHEIM B.D. (1987), "Ricardian Equivalence: an Evaluation of Theory and Evidence" *NBER Working Paper Series*, no. 2330, July.
- BLANCHARD O.J., SUMMERS L.H. (1986), "Hysteresis and the European Unemployment Problem" in Fisher S. (ed.) *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge Mass.
- BLINDER A.S., STIGLITZ J.E. (1983), "Money, Credit Constraints, and Economic Activity", *American Economic Review*, vol. 73, no. 2, May.
- BOLLINO A., ROSSI N. (1988), "Public Debt and Households' Demand for Monetary Assets in Italy: 1970-86", in Giavazzi F., Spaventa L. (eds.) *High Public Debt: the Italian Experience*, CUP, Cambridge.
- CASAROSA C. (1988), "Il significato economico del rapporto fra debito pubblico e prodotto interno lordo: un'analisi critica" in Graziani A. (a cura di), *La spirale del debito pubblico*, Il Mulino, Bologna.
- CER (1988), *Rapporto*, n. 2, Roma.
- CHICK V. (1977), *The Theory of Monetary Policy*, Blackwell, Oxford.
- DEATON A.S. (1986), "Life-Cycle Models of Consumption: Is the Evidence Consistent with the Theory?" *NBER Working Paper Series* n. 1910.
- DE CECCO M. (1983), "Italian Monetary Policy in the 1980s", *EUI Working Paper*, no. 64.
- FÜRSTENBERG (VON) G.M. (1988), "Life Cycle Saving: a General Paradigm or a Caricature of the Petite-Bourgeoisie?" *Annales d'Economie et de Statistique*, n. 9.
- GAROFALO G. (1988), "Dalla 'via finanziaria allo sviluppo' allo sviluppo centrato sulla finanza: riflessioni sulla politica finanziaria delle imprese", *L'industria*, vol. 9, n. 2, aprile-giugno.
- GIAVAZZI F., SPAVENTA L. (eds.) (1988), *High Public Debt: the Italian Experience*, CUP, Cambridge.
- GORRIERI E. (a cura di) (1985), *La povertà in Italia*. Rapporto conclusivo della Commissione di studi istituita presso la Presidenza del Consiglio dei ministri, Roma.
- HEINER R.A. (1983), "The Origin of Predictable Behavior", *American Economic Review*, vol. 73, no. 4.
- ISPES-ABI (1988), *La distribuzione del reddito in Italia: sperequazione e nuovi poveri*, Roma.
- KALECKI M. (1943), "Political Aspects of Full Employment", in *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933-1970*, CUP, Cambridge, 1971; traduzione italiana in *Sul capitalismo contemporaneo*, a cura di A. Chilosì, Editori Riuniti, Roma 1975.
- KEYNES J.M. (1930), *Treatise on Money*, Macmillan, London; traduzione italiana *Trattato della moneta*, Feltrinelli, Milano 1979.
- KEYNES J.M. (1931), "The Consequences to the Banks of the Collapse of the Money Values", ristampato in *The Collected Writings of J.M. Keynes*, vol. ix, 1972, Macmillan, London.
- LIPPI M. (1985), "Sulla dinamica delle relazioni tra variabili aggregate", *Politica Economica*, vol. 1, n. 2.
- MAINO R. (1988), "Scelte allocative, comportamenti gestionali e specializzazioni operative sui mercati creditizi in presenza di consolidati rapporti di clientela", *Banca Impresa Società*, vol. 7, n. 3, dic.

- MATTEUZZI M. (1988), "Nota sulla tassazione dei titoli pubblici e incentivi alla speculazione per le imprese", *Politica Economica*, vol. 4, n. 3, dicembre.
- MATTEUZZI M., SIMONAZZI A. (1988), "Introduzione" a *Il debito pubblico*, Il Mulino, Bologna.
- MINSKY H.P. (1982), *Inflation, Recession and Economic Policy*, Wheatsheaf Books, Brighton.
- MODIGLIANI F. (1961), "Long-run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt" *Economic Journal*, vol. 71, December.
- MODIGLIANI F. (1966), "The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital" *Social Research*, vol. 33, Summer.
- MODIGLIANI F. (1986), "The Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations" *American Economic Review*, vol. 76, June.
- MODIGLIANI F., JAPPELLI T., PAGANO M. (1985), "L'impatto della politica fiscale e dell'inflazione sul risparmio nazionale: il caso italiano", in questa *Rivista*, n. 150.
- MORCIANO M. (1986), "Un modello econometrico delle scelte di portafoglio delle famiglie: stime basate sulla prima Indagine Filiali BNL" in *Le indagini campionarie sui bilanci delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Roma.
- MUNARI L. (1988) "La concorrenza nell'attività bancaria: considerazioni sull'evoluzione dell'ultimo decennio", *Rivista Milanese di Economia*, n. 28, ott.-dic.
- SANNUCCI V. (1983), "L'andamento dei profitti bancari rispetto al ciclo economico", *Bancaria*, vol. 39, novembre.
- SIMONAZZI A. (1988), "Fenomeni di isteresi nella spiegazione degli alti tassi di interesse reali", *Materiali di Discussione*, n. 41, Dipartimento di Economia Politica, Modena.
- SPAVENTA L. (1987), "The Growth of Public Debt" *IMF Staff Papers*, vol. 34, June.
- STEIN H. (1969), *The Fiscal Revolution in America*, The University of Chicago Press, Chicago.
- STIGLITZ J.E. (1985), "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, no. 2, May.
- TOBIN J. (1982), "Money and Finance in the Macroeconomic Process", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, no. 2, May.
- WOJNLOWER A.M. (1985), "Private Credit Demand, Supply, and Crunches- How Different are the 1980's?", *American Economic Review*, vol. 75, no. 2, May.