

La spesa pubblica per interessi in un sistema a forte intermediazione finanziaria

1. La crescita della spesa pubblica per pagamento di interessi sulle varie forme di indebitamento è stata, negli ultimi anni, assai forte. In termini assoluti gli interessi passivi iscritti nel bilancio dello Stato nel 1977 (consuntivi di cassa) superano di diciotto volte quelli del 1968: sono passati da 440 miliardi a 7.962 miliardi. Quelli contabilizzati per la Pubblica Amministrazione nel suo insieme hanno registrato un incremento di circa 13 volte, salendo da 815 a 10.514 miliardi. Se alla P.A. aggiungiamo le Aziende Autonome e l'Enel, si arriva a stimare che nel 1978 l'esborso per interessi del settore pubblico allargato sfiorerà i 15.500 miliardi, e si prevede che salga a 18.500 miliardi nel 1979; valori, questi, compresi tra il 7 e l'8% del prodotto interno lordo.¹

Le cause di questa crescita sono ben note: al presentarsi di una serie ininterrotta e crescente di disavanzi (anche al netto della spesa per interessi) si sono accompagnate una situazione di crescente onerosità, in termini nominali, dell'indebitamento, e una struttura del debito caratterizzata da una accresciuta presenza di passività a breve e perciò poco adatta a trarre partito dagli effetti di sgravio che l'inflazione può avere per i debitori. Per l'insieme del settore pubblico, infatti, la struttura dell'indebitamento si è così modificata: i titoli a breve sono cresciuti fra il 1970 e il 1977 dal 7,4 al 21,0% del totale;

¹ Le cifre degli interessi passivi qui riportate, che si basano sui conti ufficiali, vanno lette con qualche cautela soprattutto per quanto riguarda in passato la possibilità di stimare con esattezza il pagamento di interessi degli enti locali, in assenza di bilanci consuntivi completi e adeguati, e per motivi di sottostima dell'indebitamento e del servizio del debito nei bilanci preventivi. Inoltre, per il settore pubblico allargato, del quale manca a tutt'oggi un conto ufficiale di entrate e spese, sorgono vari problemi di consolidamento e di duplicazione, tra cui quello che concerne gli interessi pagati dalla tesoreria (e dal bilancio) sui conti correnti che le Aziende Autonome e altri enti pubblici hanno con il Tesoro.

TAB. 1

SPESA PER INTERESSI NELLA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE

Anno	Miliardi di lire	Percentuale del PIL
1968	815	1,7
1969	937	1,8
1970	1.080	1,8
1971	1.343	2,2
1972	1.642	2,4
1973	2.157	2,6
1974	3.108	3,1
1975	4.939	4,3
1976	7.551	5,3
1977	10.514	6,1
1978 (*)	14.000	7,0
1979 (*)	17.000	7,2

(*) Secondo le stime effettuate per la Relazione Previsionale e Programmatica e per il Bilancio (settembre 1978).

quelli a lungo termine sono passati dal 27,1 al 19,9% e gli altri debiti relativamente poco onerosi, come la raccolta postale, dal 21,4 al 16,3%. A loro volta, gli impieghi degli istituti di credito (a breve e a lungo termine) passavano dal 19,6 al 13,1%, ma solo perché nell'ultimo anno sono stati consolidati parte dei debiti dei comuni.²

Il problema degli effetti di una spesa pubblica per interessi di dimensioni, nominali e reali, tanto imponenti è, in verità, ancora poco studiato. La crescita dei disavanzi in tutti i paesi, in questo decennio, ha certo stimolato una importante letteratura sugli aspetti di gestione monetaria della politica fiscale; non si può dire però che da essa si sia avuto un aiuto sufficiente a capire a quali condizioni la crescita di questi deficit (via pagamento degli interessi, appunto) può essere bloccata, o comunque quali effetti produce.

Nei modelli macroeconomici usuali, la spesa pubblica viene scissa in due componenti: una, la spesa per consumi e investimenti, che entra direttamente nell'equazione di definizione del reddito; l'altra, quella per trasferimenti e per pagamenti di interessi, che concorre a determinare il reddito disponibile e perciò entra nella funzione del consumo. Nei primi modelli con vincolo di bilancio

² Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale 1977*, Tav. a G9 (p. 58).

(Silber 1970, Christ 1967, 1968), tale distinzione non veniva introdotta, e la spesa pubblica, implicitamente, veniva a coincidere con la spesa per consumi e investimenti. A questa si applicavano i vari moltiplicatori, secondo le diverse ipotesi sul finanziamento, e la funzione del consumo era legata alle ipotesi di finanziamento esclusivamente attraverso gli effetti di ricchezza (e su questi effetti, sulla loro rilevanza teorica ed empirica, si è svolto infatti tutto il dibattito).

L'innovazione dei modelli più recenti³ consiste nel mettere in evidenza che se la spesa pubblica viene finanziata con titoli, occorre introdurre nel vincolo di bilancio la necessità di assicurare anche il pagamento di interessi. Poiché cioè il disavanzo può essere finanziato o con titoli o con moneta, se si vuole analizzare il caso in cui non si crea base monetaria occorre supporre che il sistema privato non solo sia disposto a finanziare tutta la differenza tra spesa pubblica ed entrate fiscali, ma sia anche disposto ad accettare in pagamento di interessi (spesa da aggiungere a quella già considerata) altri titoli. Avremo così non la tradizionale equazione $G - T = \dot{M} + \dot{B}$,

ma l'equazione $G - T + B = \dot{M} + \frac{\dot{B}}{r_B}$, dove B indica il numero di

titoli recanti cedola 1 necessari ad assicurare, per un dato tasso r_B dei titoli pubblici, il valore di titoli da emettere; B rappresenta in tal caso gli interessi da pagare, in misura *interdipendente* con la struttura della copertura prescelta.⁴

Se la spesa pubblica viene finanziata con titoli, gli interessi vanno portati *in aumento* del reddito personale nella funzione del consumo, e in aumento del reddito tassabile. Se invece la spesa è finanziata con moneta, non si ha aumento del reddito spendibile. Da ciò deriva un impulso espansivo del deficit finanziato con titoli che va ad aggiungersi agli altri impulsi generati dalla spesa.

³ A. S. BLINDER e R. M. SOLOW, "Does fiscal policy matter?", *Journal of Public Economics*, 1973; J. TOBIN e W. BUTTER, "Long-run effects of Fiscal and Monetary Policy on Aggregate Demand", in J. L. STEIN, *Monetarism*, Amsterdam, 1976; W. M. SCARTH, "A note on the 'crowding out' of private expenditures by bond-financed increases in government spending", *Journal of Public Economics*, 1976; C. F. CHRIST, "Some dynamic theory of macroeconomic policy effects on income and prices under the government budget restraint", *Journal of Monetary Economics*, n. 4 (1978); R. MASERA, "La spesa pubblica, l'imposizione fiscale esplicita e da inflazione, e la creazione di moneta: le implicazioni del vincolo di bilancio", dattiloscritto, 1978.

⁴ La dimensione del deficit da finanziare, in questi modelli, non è indipendente dalla struttura del finanziamento anche perché T, cioè le entrate fiscali, vengono poste come funzione della quantità di interessi pagati.

Poiché però il fabbisogno da finanziare è più ampio, sono anche più forti gli effetti di ricchezza derivanti dall'aver finanziato con titoli tale fabbisogno: e questi effetti ricchezza, essendo diversi e di segno opposto, possono nel complesso aggiungersi, o sottrarsi, all'effetto sul consumo, a seconda dei loro valori rispettivi. È una questione empirica più che teorica (come risulta, del resto, da tutto il dibattito sull'argomento). Il fatto nuovo è che non solo nel periodo iniziale il deficit è più ampio quando la spesa è stata finanziata con titoli anziché con moneta; anche nei periodi successivi un "deficit aggiuntivo" si ha per il pagamento di interessi, e questo produce, ogni volta, gli stessi effetti.⁵

Se quindi si finanzia un deficit con titoli, la chiusura del "budgetary gap", ossia il ritorno al pareggio, è resa più difficile dal fatto che l'aumento di gettito fiscale dovrà essere sufficiente a pagare il servizio del debito. Avviene cioè che, anche se l'impatto complessivo degli effetti ricchezza non è negativo (se si rifiuta cioè il punto di vista monetarista), il ritorno del bilancio all'equilibrio sarà possibile solo se l'incremento di gettito derivante dall'impulso "iniziale" della spesa e dai successivi impulsi del pagamento di interessi supera l'ammontare annuo di servizio del debito. Il che sembra essenzialmente una questione di grandezza dei parametri.

In sintesi: il pagamento di interessi genera impulsi aggiuntivi, via finanziamento in quanto richiede più titoli (o più moneta), e via reddito in quanto accresce il reddito spendibile e quindi il consumo. Questi secondi effetti sono tanto più determinanti, quanto più incerto è il segno e l'intensità dell'impulso totale proveniente dal lato "finanziamento". Emerge allora un nesso importante da rilevare: che gli effetti reddito in tanto hanno modo di manifestarsi, in quanto gli interessi sul debito pubblico vengano pagati ad agenti in grado di consumare. Il che avviene, ovviamente, quando finanziatori del deficit pubblico sono le famiglie o le imprese. Su tale ipotesi poggiano ugualmente gli effetti ricchezza (positivi) derivanti dalla maggiore disponibilità di titoli. Cosa avverrebbe — ed è questo il quesito al

⁵ In pratica, sotto il profilo degli effetti derivanti dalla copertura, il pagamento di interessi corrisponde, interamente, ad un'ipotesi di spesa addizionale e richiama tutti i problemi riguardanti gli effetti di una spesa in deficit. A questo proposito — osservano Tobin e Buiter — può non essere teoricamente del tutto corretto analizzare, come fanno Blinder e Solow, gli effetti di lungo periodo di diverse alternative di finanziamento della spesa immettendo nel modello impulsi successivi (il pagamento di interessi, appunto equivale a introdurre nel modello una spesa crescente, o un gettito fiscale decrescente).

quale vorremmo tentare di dare una risposta in questo studio — se venissero meno questi effetti espansivi, e il finanziamento con titoli generasse solo effetti di spiazzamento in ragione del fatto che *non* sono i consumatori a tenere i titoli finanziatori del deficit?

2. Quando si isolano, per la loro importanza, i pagamenti di interessi, ma nel settore privato non si distinguono gli agenti che consumano e investono da quelli che compiono solo intermediazione finanziaria, implicitamente si suppone che tutto il debito pubblico stia nelle mani delle famiglie, sicché i consumi vengono positivamente influenzati, via reddito disponibile, da tali pagamenti. Quando però avviene (come in Italia, cfr. tab. 2) che una parte tanto cospicua del debito pubblico — oltre il 70% — sta in mano agli intermediari finanziari (compreso l'Istituto di emissione) ci si chiede se non sia irrealistico — anche se teoricamente lecito — proporre una analisi degli effetti della spesa per interessi che poggi su un'ipotesi di espansione del reddito via espansione dei consumi. È del pari inadeguato cercare di individuare gli effetti di "spiazzamento" del deficit inserendo sì il sistema bancario, ma poi assumendo esplicitamente l'ipotesi che tutto il debito pubblico stia in mano alle famiglie: è chiaro che in questo modo si cattura solo una parte degli effetti.⁶ Può essere allora interessante provare a vedere che cosa implica l'ipotesi opposta, e cioè che tutto il debito stia in mano al sistema bancario. Si può, a tal fine, ipotizzare un sistema di questo tipo: le famiglie investono la loro ricchezza finanziaria solo in moneta (circolante e depositi bancari); le imprese finanziano i propri investimenti con credito bancario, senza emettere passività finanziarie di altro tipo; le banche sono gli unici acquirenti di titoli pubblici e gli unici finanziatori delle imprese. Il grado di intermediazione finanziaria, cioè, è il massimo raggiungibile.

⁶ B. HANSEN, ("On the Effects of Fiscal and Monetary Policy: a Taxonomic Discussion", *American Economic Review*, 1973), aveva lasciato alle banche solo la scelta tra crediti agli investimenti e liquidità: l'effetto di "crowding out" avveniva quindi attraverso una sostituzione, nei bilanci delle famiglie, tra depositi e titoli, che influenzava la dimensione delle disponibilità che le banche potevano impiegare in assenza di risorse loro fornite dalla Banca centrale. L. H. MEYER e W. R. HART, nella nota pubblicata ad integrazione del modello di Hansen ("On the Effects of Fiscal and Monetary Policy: completing the Taxonomy", *American Economic Review*, 1975) hanno introdotto la possibilità, sia per le banche, sia per il pubblico, di tenere titoli pubblici. Ciò rafforza, ovviamente, gli effetti di spiazzamento, in quanto il saggio d'interesse sui prestiti bancari viene ad essere influenzato dal saggio d'interesse sui titoli pubblici.

STRUTTURA DELL'INDEBITAMENTO PUBBLICO (miliardi di lire e composizione percentuale)
PER CATEGORIE DI CREDITORI - DICEMBRE 1977

Investitori	Titoli di Stato					CCT Enti mutua- listici	Enti territo- riali	F.S.	Obbligazioni p/c Tesoro		Totale titoli di Stato e obbli- gazioni	BOT	Depositi postali	Crediti bancari (3)	Totale
	BTP	CCT a tasso variabile	Certificati ordinati	Cartelle Cassa DD.PP.	Altri				Ferro- viarie	Altre					
Economia ed estero (1)	3.830,0	1.333,5	—	166,5	33,8	102,2	249,4	119,5	267,6	909,7	7.012,2	6.384,0	19.218,0	—	32.614,2
Aziende di credito	2.389,7	2.256,6	6,8	6.495,2	243,0	1.965,0	253,6	679,6	380,0	3.134,9	17.804,3	17.132,8	—	15.361,0	50.298,1
Altri intermediari (2)	94,4	—	—	664,2	14,0	—	28,0	69,3	49,8	166,2	1.085,9	1.193,0	—	—	2.278,9
Banca d'Italia e UIC	1.254,6	1.910,0	8.200,7	678,5	996,1	2.171,4	—	1.212,0	289,7	8.169,2	24.882,2	8.065,7	—	—	32.947,9
Totale	7.568,7	5.500,0	8.207,5	8.004,4	1.286,9	4.238,6	531,0	2.080,4	987,1	12.380,0	50.784,6	32.774,5	19.218,0	15.361,0	118.139,1
Economia ed estero	51	24	—	2	3	2	47	6	28	7	15	19	100	—	27,6
Aziende di credito	32	41	—	82	19	47	48	33	38	25	34	52	—	100	42,6
Altri intermediari	—	—	—	8	1	—	5	3	5	2	2	4	—	—	1,9
Banca d'Italia e UIC	17	35	100	8	77	51	—	58	29	66	49	25	—	—	27,9
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,0

(1) Compresi Istituti di previdenza e di assicurazione.

(2) Cassa depositi e prestiti e Istituti di credito speciale.

(3) Corrisponde alle voci « Impieghi degli Istituti di credito » e « altri debiti » nella tav. aG9 della Relazione della

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia.

Le conseguenze più importanti di questa impostazione, facilmente traducibili in termini di modello macroeconomico, sono le seguenti:

— primo, il consumo non può essere stimolato da un finanziamento con titoli del disavanzo pubblico, né attraverso un effetto ricchezza, né attraverso un effetto reddito legato al pagamento di interessi. Vi può essere, invece, un effetto ricchezza dovuto all'ampliarsi delle disponibilità monetarie (effetto che però dipende tutto, come si vedrà, dalla politica della Banca centrale). Già questo toglie ogni possibilità di utilizzare le discussioni citate in precedenza, relative alle implicazioni del vincolo di bilancio nei sistemi economici, in quanto esse vertono tutte sulla rilevanza, teorica ed empirica, dell'effetto ricchezza sul consumo connesso ad una maggiore acquisizione di titoli da parte delle famiglie, rispetto agli altri effetti di ricchezza di segno contrastante sulla crescita del reddito.

— Secondo, la domanda di moneta da parte del pubblico deve assumere una forma particolare. Essa non può essere influenzata, né

Banca d'Italia. Non distingue perciò aziende di credito da altri intermediari.

per la parte "circolante", né per la parte "depositi bancari", da scelte di portafoglio relative alla possibilità di acquistare titoli. Nel suo complesso, quindi, dipende esclusivamente dal reddito, per il venir meno del motivo speculativo (e quindi dell'argomento tasso d'interesse) e per il permanere soltanto del motivo "transazionale".⁷ Al suo interno, la composizione tra circolante e depositi può essere considerata costante nel breve periodo, secondo i risultati della maggior parte delle analisi empiriche.⁸ Questa struttura della domanda di moneta fa sì che tra i vari effetti connessi al finanziamento del deficit esclusivamente con titoli (quando si escludano altri canali di immissione di base monetaria) permangono quelli contrattivi, legati al rapporto moneta-reddito, mentre scompaiono quelli espansivi, che

⁷ Si esclude il motivo precauzionale, principalmente perché non si introducono qui i prezzi e le aspettative relative all'inflazione.

⁸ Il tasso d'interesse sui depositi, mentre non può influenzare il consumo, potrebbe influenzare la composizione del "risparmio" tra circolante e depositi. Si prescinde da questo aspetto per non appesantire l'esposizione con un elemento non strettamente necessario ai fini del ragionamento.

si danno quando vi sia la possibilità di far variare la velocità di circolazione mediante adeguati movimenti del saggio di interesse.

— Terzo, poiché sono gli intermediari finanziari ad effettuare scelte di portafoglio tra moneta, crediti per gli investimenti privati e titoli pubblici, emerge con immediatezza il ruolo del tasso d'interesse bancario per la funzione d'investimento, e quindi il canale attraverso il quale si può realizzare un immediato effetto di spiazzamento. Una esatta valutazione dell'effetto di spiazzamento richiede peraltro qualche approfondimento sul comportamento delle banche quando vi sia una situazione di deficit e questo venga finanziato con titoli.⁹

3. In una situazione di "deficit spending", un acquisto di titoli da parte del sistema bancario non ha lo stesso effetto di un acquisto di titoli effettuato in contropartita di operazioni di mercato aperto con la Banca centrale. In questo secondo caso, infatti, il sistema bancario è indotto (dal nuovo differenziale fra i tassi sulle varie attività) a sostituire titoli a liquidità, senza aumento alcuno della dimensione totale delle sue attività, ossia della sua "ricchezza"; si ha pure una riduzione della base monetaria esistente nel sistema, e se non si alza il valore del moltiplicatore dei depositi, si può giungere ad una riduzione complessiva dei bilanci bancari. Invece, nel caso di "deficit spending", a fronte dell'acquisto di titoli sta una massa di pagamenti monetari aggiuntivi che, se pure "recuperati" in termini di base monetaria dal Tesoro (che contestualmente la spende e la riottiene dal sistema bancario), danno comunque luogo al crearsi di una quota aggiuntiva di depositi nel circuito Tesoro-pubblico-banche.¹⁰ Il pubblico, cioè, trattiene in forma di depositi addizionali una quota delle disponibilità messe in circolo dal Tesoro se la spesa

⁹ Prima di affrontare questo tema, un'ultima osservazione va fatta riguardo all'impossibilità di utilizzare, nel caso italiano, una funzione fiscale che abbia, tra i suoi termini, il pagamento di interessi sul debito pubblico. Dal gennaio 1974, infatti, tutti i titoli emessi dallo Stato e dagli enti del settore pubblico allargato sono esenti sia dall'ILOR, sia dall'IRPEF e dall'IRPEG. Di conseguenza non vi è nessun automatismo fiscale legato al tipo di copertura del disavanzo prescelto — a differenza di quanto avviene in sistemi diversi dal nostro, e tipicamente nel sistema americano, cui si ispira la funzione fiscale di molti dei modelli sopra citati.

¹⁰ Il Tesoro "tira" base monetaria dal suo conto corrente presso la Banca d'Italia; con questa moneta effettua le spese; i destinatari della spesa trattengono in base monetaria solo la percentuale di contante normale, e riversano nelle banche il resto in forma di depositi; le banche sottoscrivono titoli pubblici; il Tesoro riversa tali disponibilità sul proprio conto corrente con la Banca centrale.

del Tesoro ha determinato una crescita del reddito (nominale o reale). Questo potrà avvenire, naturalmente, sempre che la maggiore domanda di depositi da parte del pubblico possa essere soddisfatta mediante una maggiore offerta di depositi.

Due sono qui i casi: uno, che ciò possa avvenire a base monetaria invariata; l'altro, che ciò richieda un aumento della base monetaria. Per i Keynesiani¹¹ l'elasticità della domanda di riserve libere delle banche al saggio d'interesse è sempre positiva e abbastanza alta da consentire che alla maggiore domanda di moneta connessa all'effetto esercitato dal "deficit spending" sul reddito si faccia fronte, senza eccessivi rialzi dei tassi d'interesse, con una maggiore offerta di depositi. Per i monetaristi estremi vale l'ipotesi opposta, e cioè quella di una totale anelasticità del rapporto di riserva delle banche.¹² Non è però chiaro perché questa anelasticità debba richiedere, affinché la politica fiscale produca i suoi effetti, senza incontrare l'ostacolo di una insufficiente offerta di moneta, che l'espansione della base monetaria sia pari al deficit. Quel che risulta evidente è che, per aversi una espansione dei bilanci bancari in misura sufficiente ad accogliere l'acquisto di titoli pubblici, basta che le riserve libere (e mobilizzabili con rialzi dei tassi d'interesse così piccoli da rendere trascurabile l'effetto riduttivo sugli investimenti) siano almeno uguali alla quantità di riserve obbligatorie che i depositi aggiuntivi indotti dalla spesa in deficit rendono necessario.

Qualora la tesi keynesiana non risultasse fondata, qualora cioè l'elasticità della "domanda di moneta" da parte delle banche fosse insufficiente ad assicurare un adeguato spostamento di base monetaria dalle riserve libere a quelle obbligatorie, sarebbe sufficiente che la Banca centrale accrescesse l'offerta di base monetaria in misura pari all'ammontare di riserva obbligatoria richiesta dall'espansione dei depositi e dal mantenimento del rapporto di contante del pubblico (ossia del rapporto tra circolante e depositi). Tale ammontare dovrebbe equivalere a una frazione del deficit da finanziare, e non alla sua totalità. Questo avverrebbe solo nel caso estremo, e particolarissimo, in cui il deficit sia di ammontare esattamente uguale al prodotto della percentuale di riserva obbligatoria per i depositi aggiuntivi richiesti — a moltiplicatore del reddito completo — dal

¹¹ Cfr. W. L. SMITH, "A neo-Keynesian view of monetary policy", in *Monetary Economics*, McGraw-Hill Book Company, 1971.

¹² Definito da J. L. JORDAN "the least volatile of the behavioral parameters", in "Elements of money stock determination", *Monetarism Economics*, cit.

mantenimento di un certo rapporto tra moneta e reddito, ossia pari alla domanda aggiuntiva di riserve obbligatorie.

È da aggiungere che un finanziamento monetario diretto del deficit pubblico, che sia superiore alla quota di riserva obbligatoria addizionale richiesta, si traduce in un accrescimento della liquidità bancaria che può innescare, esso stesso, un effetto moltiplicativo sul credito (e sul reddito) "indipendente" dalla politica di bilancio.¹³

La funzione di domanda di titoli pubblici da parte delle banche dovrebbe allora considerare tra i suoi fattori esplicativi la stessa spesa pubblica in deficit, in quanto causa di allargamento della "ricchezza" che la banca deve ripartire tra i vari usi. Solo infatti nel caso di una politica monetaria del tutto restrittiva, che cioè neghi quell'aumento di offerta di base monetaria necessario a sostenere l'aumento dei depositi, o che addirittura contrasti lo spostamento dalle riserve libere alle riserve obbligatorie per mantenere invariata l'offerta complessiva di moneta, sarebbe aderente alla realtà usare una funzione che ponga come dato il totale di bilancio della banca.

L'identità di un bilancio in cui vi sia un certo ammontare di titoli pubblici finanziatori di un nuovo deficit (B) deve cioè indicare come totale delle disponibilità sia i depositi "esistenti" (αM^b) sia i nuovi depositi connessi alla maggiore domanda di moneta bancaria attivata dal moltiplicatore della spesa in deficit, siano essi resi possibili da un coefficiente di moltiplicatore dei depositi più alto, per il passaggio di base monetaria da riserve libere a riserve obbligatorie ($\alpha^1 M^b$), o siano essi dovuti ad una espansione della base monetaria stessa (αM^{b1}). Da questo totale si detraggono gli impieghi verso i privati [I].

$$B = [\alpha M^b + \alpha M^{b1} + \alpha^1 M^b] - I$$

Ne deriva che l'aumento dei saggi d'interesse necessario perché le banche accolgano nei loro portafogli nuovi titoli pubblici, che deve essere molto alto quando ha come scopo una sostituzione di detti titoli ad altri impieghi, è più moderato quando si tratta, in

¹³ Può essere interessante osservare, per inciso, che la decisione delle autorità monetarie italiane circa la quantità di BOT da offrire ogni mese si basa proprio sul calcolo della differenza tra la quantità di base monetaria messa in circolo sia dal deficit del Tesoro, sia dal saldo di bilancia dei pagamenti, e la quantità da lasciare al mercato, necessaria per consentire alle banche il versamento della riserva obbligatoria proporzionata alla quantità di depositi che il pubblico desidera tenere, e al pubblico una certa espansione del circolante — in rapporto, per banche e pubblico, all'espansione del reddito nominale.

presenza di una maggiore disponibilità di depositi, di un semplice mantenimento di proporzioni tra impieghi e titoli, e cioè di un problema non di disponibilità, ma di struttura del portafoglio.¹⁴

Se supponiamo però che il fabbisogno da finanziare mediante emissione di titoli dipenda soltanto dal pagamento di interessi al sistema bancario, vi è una importante differenza: non entrando questa spesa nella domanda aggiuntiva, non ne deriva un aumento del reddito che richieda un aumento della domanda di moneta bancaria da parte del pubblico. Il bilancio delle banche, in assenza di altri interventi, non può espandersi in misura da accogliere, assieme al finanziamento degli investimenti privati, il finanziamento della nuova spesa pubblica. Si potrebbe verificare che: $B > [\alpha^1 M^b + \alpha M^{b1}]$ in quanto, non essendovi aumento del reddito nominale, non vi è aumento della moneta endogena. In tal caso, potrebbe sembrare evidente un effetto di spiazzamento più forte, e quindi un più evidente effetto perverso della spesa pubblica per il pagamento di interessi.

Come ho già detto, quando acquirente unico dei titoli sia il sistema bancario non possono manifestarsi quegli effetti del pagamento di interessi, che, essendo sicuramente "espansivi", possono compensare (o eventualmente rafforzare) gli effetti complessivi dei parametri (di quelli in particolare della funzione di domanda di moneta) che, in un modello con vincolo di bilancio, determinano il segno, espansivo o restrittivo, della politica fiscale. La spesa pubblica per beni e servizi resta invariata; e invariato resta il reddito spendibile da parte dei consumatori; l'unico effetto del pagamento di un flusso di interessi è quello di porre alle banche una scelta di portafoglio, nel senso che l'obbiettivo di collocamento di titoli in pagamento di interessi richiede, da parte del sistema bancario, una risposta positiva che può implicare solo una rinuncia ad altri impieghi potenziali (crediti o liquidità), e perciò un effetto di spiazzamento.

4. In sostanza, quel che emerge dal ragionamento sin qui fatto è che la spesa pubblica per interessi si configura, nel caso di un sistema a forte intermediazione finanziaria, come una spesa che incide sulla domanda non direttamente, ma solo indirettamente, attra-

¹⁴ Può esservi una parziale sostituzione qualora il moltiplicatore del reddito nominale non sia tale da attivare una domanda di depositi sufficiente a consentire l'intera sottoscrizione di titoli richiesta dal deficit (o dalla quota di deficit non coperta con moneta).

verso alcuni seppure modesti effetti finanziari, come il rialzo dei tassi d'interesse. Si tratta però di effetti che è comunque possibile, e conveniente, evitare.

In primo luogo, è bene evitarli perché la spesa per interessi rende assai problematico un ritorno automatico al pareggio del bilancio. Risulta chiaro da tutta la letteratura sull'argomento che la condizione necessaria per assicurare il ritorno al pareggio è che l'impulso *iniziale* della spesa, che è stata finanziata con titoli (e dalla quale è derivata una serie di "spese in deficit" corrispondenti al pagamento di interessi), sia stato tanto forte da generare un aumento del reddito abbastanza grande, data una certa sensibilità fiscale, da far sì che la crescita del gettito sia maggiore degli interessi annuali, e cioè il deficit si vada riducendo. È ovvio che, non essendovi impulsi aggiuntivi a quello iniziale, la crescita del gettito è minore quando gli interessi sono pagati al sistema bancario che quando sono pagati all'economia. Il ritorno all'equilibrio di bilancio è quindi più difficile.

In secondo luogo, è possibile e conveniente evitare gli effetti di "spiazzamento" finanziario della spesa privata connesso al pagamento di interessi, perché questi non possono essere considerati come compensativi di un eccesso di domanda. La riconduzione della spesa in deficit nell'ambito della teoria della domanda aggregata ha senso in quanto, ovviamente, tale spesa genera domanda aggiuntiva. Infatti, i modelli che usano il disavanzo come valore da rapportare al reddito, ad esempio, al fine di individuare quali livelli tale disavanzo può raggiungere se alla crescita del reddito nominale si vuol porre un vincolo di crescita dei prezzi, implicitamente assumono tutti un'identità tra dG (variazione della spesa) e $G-T$ (disavanzo o variazione del disavanzo), assimilando gli interessi, quando li considerino, alle tasse. Quando gli interessi non possono essere trattati in questo modo, appunto perché vanno al sistema bancario, il legame tra disavanzo e domanda aggregata si rompe.

È allora da chiedersi se possa essere una conveniente terapia, per ricondurre in equilibrio il bilancio o il sistema economico, quella di ridurre le spese diverse dagli interessi, o di aumentare le entrate, al fine di evitare che la somma di quelle spese più gli interessi meno le entrate superi un certo rapporto col reddito nazionale.

Dall'insieme della discussione teorica sul vincolo di bilancio sembra potersi ricavare la conclusione che, nel lungo periodo, una

spesa in deficit tanto più rischia di determinare instabilità nel sistema quanto più il suo finanziamento con titoli *non* accresce la spesa privata, e quanto più la politica monetaria è restrittiva mentre la politica fiscale viene condotta in maniera espansiva.

La ragione di ciò, già si è detto, è proprio connessa al problema del debito. Il servizio del debito determina un susseguirsi di deficit che possono essere "bloccati" solo da un'espansione *automatica* del prelievo fiscale, connessa cioè a più alti livelli del reddito. Se si dovesse ricorrere a successivi aumenti del prelievo, si avrebbe un susseguirsi di impulsi restrittivi, che, riducendo il prelievo fiscale "automatico" potrebbe impedire il chiudersi del deficit di bilancio. Naturalmente, tutto è affidato al valore dei parametri: se la spesa in deficit iniziale è *fortemente espansiva* per il reddito, e se il prelievo fiscale è *fortemente elastico* al reddito, il rischio che il gettito fiscale sia talmente inferiore alla spesa per il servizio del debito da generare una pericolosa ed esplosiva instabilità può considerarsi trascurabile.

Se queste condizioni non si verificano e in particolare se il pagamento di interessi è *demand poor*, i deficit non saranno bloccati ma andranno crescendo; tuttavia, secondo Goodhart, che ha fatto un'intelligente e interessante sintesi del dibattito sull'argomento,¹⁵ l'effetto sul reddito non potrà essere positivo, nel senso di provocare un'"esplosione cumulativa", ma negativo. Il pagamento di interessi, infatti, non impedisce i vari effetti di spiazzamento connessi al finanziamento con titoli, e quindi non impedisce quel rialzo dei tassi d'interesse che, riducendo la domanda per investimenti, riduce il reddito e il gettito fiscale.

Ora, se c'è un caso in cui il pagamento di interessi è *demand poor* (o nullo), questo è il caso in cui sono le banche a tenere i titoli pubblici. Nell'esperienza italiana questo fenomeno è quantitativamente — come si è visto — molto rilevante. Facendo una rozza ipotesi di esatta proporzionalità tra quota di debito e quota di interessi, può dirsi che il 70% della spesa pubblica per interessi, e cioè, nel 1978, 9.800 miliardi circa, non va alle famiglie. Va aggiunto che una parte non trascurabile degli interessi pagati dal Tesoro e da altri soggetti pubblici (ad esempio dalle Aziende Autonome) affluisce alla Banca centrale.¹⁶ Ancora meno degli interessi pagati

¹⁵ Cfr. C.A.E. GOODHART, "The public sector borrowing requirement", dattiloscritto, febbraio-marzo 1976.

¹⁶ Poiché parte degli interessi ricevuti riguardano i BOT, sui quali vige la convenzione Tesoro-B.I. che ne prevede un ristorno in entrata al bilancio, occorre

alle banche ordinarie, gli interessi netti pagati alla (o, per lo più, trasformati in debiti verso la) Banca d'Italia non possono essere assimilati, come effetti, ad altri tipi di spesa pubblica, o agli interessi pagati a famiglie e imprese. Per essi dovrebbe valere — come in genere per la contabilizzazione del debito esistente — una più netta separazione della Banca centrale dagli altri operatori del mercato.

5. Sarebbe ugualmente una discutibile politica economica quella che tentasse di "compensare" con impulsi monetari restrittivi i supposti impulsi "espansivi" provenienti da un bilancio in cui tanto forte è la componente di spesa pubblica per interessi pagati al sistema bancario.

Quanto meno "espansivi" di quel che comunemente si suppone siano gli effetti della spesa in deficit, risulta chiaro dall'osservazione che, se si sottrae dal deficit (e cioè dalla spesa che entra nel moltiplicatore del reddito) l'ammontare degli interessi pagati al sistema bancario, il rapporto tra questo deficit e il PIL, su cui tanto si va orientando la politica economica italiana, scende di circa 4 punti percentuali nel 1976 e nel 1977, e di circa 5 punti nel 1978. Ciò aiuta a spiegare lo scarso effetto espansivo esercitato dal disavanzo in Italia, che ha sempre sorpreso gli osservatori esterni (ad esempio la missione del FMI) portati a confrontare il nostro rapporto disavanzo/PIL con quello di altri paesi occidentali.

Chi sostiene che il saldo di pieno impiego è in Italia maggiore che in altri paesi normalmente spiega questo fatto con l'ampiezza relativa del settore pubblico rispetto a quello privato, e quindi con la "necessità" che i deficit finanziari che pareggiano i surplus finanziari delle famiglie si formino in maggior misura nel settore pubblico. Una spiegazione aggiuntiva è lo stretto legame esistente tra la formazione dei surplus finanziari, e in particolare del risparmio delle famiglie, e la formazione del deficit: quanto più si rinuncia ad usare il prelievo fiscale, ma contemporaneamente per qualche motivo non cresce, o si riduce, la propensione al consumo (come è avvenuto più volte negli anni recenti) tanto più si forma una "liquidità" che verrà investita in passività finanziarie dello Stato. Il crescente peso

parlare di interessi netti. Questo fatto, nei periodi in cui l'ammontare complessivo di interessi sui BOT è importante, andrebbe considerato anche a correzione dei dati sull'ammontare complessivo di interessi pagati dal settore pubblico.

della componente interessi dovrebbe fornire, per le ragioni indicate, un ulteriore elemento esplicativo.

Occorre però aggiungere che la identificazione nella spesa pubblica di una o più componenti che non alimentano la spesa privata, ma soltanto la formazione del saldo finanziario del settore privato (compreso il settore bancario) potrebbe consigliare di estendere il criterio di sottrarre gli interessi pagati al settore bancario prima dal deficit e poi dal credito totale interno anche ad altre componenti della spesa pubblica, e in primo luogo agli interessi pagati alle famiglie.¹⁷ A questo proposito, qualcuno ha sostenuto¹⁸ che il pagamento di interessi andrebbe tutto sottratto dal disavanzo del settore pubblico anche per una ragione connessa al carattere sostitutivo del rimborso di capitale (in termini reali) che gli interessi hanno in situazione d'inflazione. In questa situazione, si afferma, il pagamento d'interessi non accresce il reddito spendibile (ci si riferisce in quel contesto a famiglie e imprese), ma viene considerato come parte del rimborso di capitale, e perciò da reinvestire. Si deve supporre, infatti, che nessuno soffra d'illusione monetaria.

L'estrema conseguenza di questo ragionamento, come si è detto, è quella di togliere significatività ad un concetto di disavanzo (del Tesoro o del settore pubblico allargato, qui non importa), che, mentre include il pagamento di interessi, esclude il rimborso di prestiti. Corrispondentemente, si riduce ulteriormente la significatività di un rapporto ottimale tra questo disavanzo e il PIL ed anche la prescrizione di una dinamica ottimale di questo rapporto.¹⁹

Anche il rapporto tra credito totale interno e PIL va letto con cautela quando la componente di credito che va a finanziare il settore pubblico è in misura tanto elevata — e crescente — una mera espansione "contabile" delle attività in titoli pubblici a fronte di interessi.

Quando vi è una scelta molto ampia tra cedola elevata e scarto cartelle, o tra cedola elevata e indicizzazione del capitale, basta sce-

¹⁷ La depurazione del deficit dalle operazioni finanziarie è un suggerimento, peraltro, più generale. Cfr., ad esempio, RAJA J. CHELLIAH, "Significance of Alternative Concepts of Budget Deficit", I.M.F. Staff Papers, 1973.

¹⁸ Cfr. C. V. DOWNTON, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Sept. 1977. MASERA, *op. cit.*, ha messo in evidenza anche la necessità di considerare espansivi della domanda gli interessi reali, e non quelli nominali.

¹⁹ Nelle lettere d'intenti, italiana e inglese, la depurazione degli interessi è fatta solo sulla spesa, ed ha semplicemente lo scopo di non vincolare la politica del debito pubblico.

gliere la seconda via per avere negli anni a venire non solo un deficit minore, ma anche un maggiore spazio di credito disponibile per il settore privato a fronte di un certo massimale che autorità monetarie interne o internazionali ritengano di voler fissare. Questo "gioco" è tanto più possibile quanto più la componente di debito pubblico a lungo termine è elevata.

La necessità di una cauta lettura è resa più evidente se si considera che quando tanto ampia è la spesa pubblica per interessi pagati al sistema bancario, del tutto inappropriato è il tentativo di compensare questa politica fiscale "espansiva" con una politica monetaria restrittiva. Da quanto si è visto, infatti, una manovra monetaria che consenta un'espansione dei bilanci bancari può far evitare l'effetto di spiazzamento, *mantenendo in un circuito di mera formazione e assorbimento di liquidità il pagamento (nominale) di interessi da parte dello Stato e il corrispondente acquisto di titoli da parte del sistema bancario.*

Può essere invece molto pericoloso "razionare" il credito al settore privato sulla base di un valore totale massimo del credito interno che, ad esempio, risulti in un anno assai più alto che nell'anno precedente in ragione del crescere della quota di interessi dovuta dal Tesoro al sistema bancario.

Tutto questo non deve servire, beninteso, a togliere forza al problema del disavanzo pubblico in Italia. La riduzione "quantitativa" della spesa, e del rapporto deficit-PIL, ancora operabile su questo fondamento, deve risultare però strettamente finalizzato ad una riqualificazione della spesa stessa, che serva a dare impulso al reddito "reale" e non a quello "nominale"; senza di ciò il meccanismo automatico di ritorno ad un migliore equilibrio di bilancio non può funzionare — in quanto l'espansione automatica delle entrate connessa ad una crescita prevalentemente nominale, cioè inflazionistica, rischia di essere più che controbilanciata dall'espansione automatica della spesa.

Il ritorno verso un migliore equilibrio della finanza pubblica deve però avvenire per vie che non siano deflazionistiche. Tra tali vie mi sembra possibile suggerirne due: una è quella di ridurre l'ammontare netto di interessi pagati introducendo una tassazione progressiva dei redditi da capitale, quale che sia la natura, pubblica o privata, delle attività finanziarie che ne sono la fonte. La seconda concerne la ricerca di strumenti di politica monetaria, che sottraggano alla scelta di portafoglio delle banche l'acquisto di titoli pubblici in

contropartita del pagamento di interessi, e quindi riducano o annullino questa causa di spiazzamento; si tratta, in parole povere, di non rendere concorrenziale l'acquisto di BOT necessario ad assicurare il "pagamento" degli interessi con le domande di credito provenienti dalla necessità di finanziare nuovi investimenti.

Nei modelli in cui si cerca di vedere gli effetti dinamici della spesa in deficit e del suo finanziamento la funzione della tassazione è esposta in modo da tener conto che il pagamento di interessi sul debito pubblico attiva una crescita delle entrate, e che l'effetto di stabilizzazione automatico è più forte se tale crescita sconta anche un effetto di progressività.²⁰ Questa dovrebbe essere un'adeguata risposta alla tradizionale convinzione che la tassazione degli interessi sarebbe "neutrale", in quanto sarebbe compensata da una crescita del tasso nominale pagato sui titoli pubblici: questa neutralità non è più vera se si introducono ipotesi di progressività.

Quanto alla possibilità di ridurre con manovre monetarie lo spiazzamento finanziario dovuto alla spesa per interessi, una via è certamente quella dei titoli indicizzati, con i quali si riporta nel capitale quella protezione dall'inflazione che altrimenti viene perseguita attraverso l'alto tasso di rendimento. Si potrebbe pertanto pensare di trasformare parte dell'imponente esposizione del Tesoro verso la Banca centrale e il sistema bancario in un titolo "fuori mercato" e indicizzato. Contro questa trasformazione si potrebbe obiettare che, così facendo, si accentuerebbe la rigidità di gestione del sistema bancario, là dove la mobilità delle attività è garanzia essenziale per una gestione efficiente. L'obiezione è seria, ma non tiene conto del fatto che, una volta accertata l'impossibilità del Tesoro di restituire i debiti, l'irrigidimento della gestione bancaria è comunque un dato storico, e che è meglio definire con più nettezza il confine tra vecchi finanziamenti (e il loro servizio) e i nuovi finanziamenti.

Si potrebbe anche collegare l'operazione di trasformazione ad un diverso uso del vincolo di portafoglio: attualmente, tale vincolo viene prevalentemente usato per assicurare il finanziamento di una parte del settore "privato" mediante la sottoscrizione bancaria di titoli degli Istituti di credito speciale, scaricando sull'altra parte, quella che non ottiene credito attraverso questo canale, il costo dell'operazione. Giustamente, perciò, la tendenza è ad eliminare questo

²⁰ V. su questo punto C. CHRIST, 1978, pp. 48 e 50.

vincolo, e a riportare il problema della ripartizione del credito nell'ambito della politica industriale.

Un uso del vincolo di portafoglio consistente nello stabilire per le banche un obbligo di impiego in titoli indicizzati del Tesoro avrebbe diversi vantaggi: in primo luogo, diversamente da quanto avviene ora, non indurrebbe la banca a scaricare sugli altri crediti il minor guadagno tratto da impieghi in titoli a tassi sotto-mercato, anche perché si dovrebbe fare un difficile confronto tra guadagni in conto reddito e guadagni in conto capitale. In secondo luogo, consentirebbe al Tesoro di redistribuire il suo debito tra breve e lungo termine non solo per la via dei tassi di rendimento variabili (CCT) ma anche attraverso la variabilità del debito da rimborsare; ciò darebbe modo non solo di trarre immediati vantaggi dall'attenuarsi dell'inflazione, ma anche di agire al fine di ridurla, riducendo il grado di liquidità del sistema. Infine, essendo la trasformazione limitata a parte del debito del settore bancario, perderebbe forza il principale argomento contro indicizzazioni generalizzate, che — si osserva — potrebbero indebolire l'avversione della collettività all'erosione del potere d'acquisto della moneta.

M. TERESA SALVEMINI