

Maggiore precisione in tema di "spiazzamento" *

1. Introdotto nel gergo economico italiano per quanto sembra da Guido Carli qualche anno addietro,¹ il termine *spiazzamento* ha avuto grande fortuna nelle cronache finanziarie e nella pubblicistica sulla politica economica del nostro paese. Si tratta della traduzione italiana di *crowding out*,² un concetto divenuto di attualità al tempo della prima lettera d'intenti al Fondo Monetario Internazionale, con la quale si annunciava di voler perseguire un obiettivo intermedio di politica monetaria in termini di un vincolo all'espansione del credito totale interno,³ con lo scopo dichiarato di migliorare l'andamento dei nostri conti con l'estero. La fortuna lessicale di cui si è detto non si è accompagnata ad univocità di significato. Si è parlato di spiazzamento alludendo ad almeno due diversi fenomeni: 1) riduzione progressiva di credito altrimenti destinato al settore privato a causa di un crescente fabbisogno pubblico; 2) riduzione della spesa privata altrimenti realizzabile a causa di una crescente spesa pubblica. Ma soprattutto da un discorso da taluno condotto con precisione concettuale si è finito per scivolare in un uso generalizzato del termine che

* Sono grato ai miei colleghi di istituto S. Baldone, G. Basevi, F. Cavazzuti, P. Onofri, A. Stagni che hanno letto e discusso con me questo scritto.

¹ Si veda per esempio l'introduzione di G. CARLI al volume a cura di M. Monti, T. Padoa Schioppa, *La struttura del sistema creditizio italiano*, il Mulino, Bologna, 1978.

² Una rassegna di punti di vista diversi sul crowding out è stata pubblicata qualche tempo addietro da K.M. CARLSON e R.W. SPENCER, "Crowding out and its Critics", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, dicembre 1975. Mentre questo lavoro è in bozze è apparsa una nuova rassegna delle diverse visioni dell'effetto di crowding out, tra le quali una moderna visione monetarista. Si tratta di M. TRONZANO, "L'effetto di Crowding-Out: Alcune considerazioni alla luce dei recenti sviluppi teorici", *Note economiche*, n. 5, 1978.

³ Sul significato del credito totale interno come obiettivo di politica monetaria si può vedere N. ANDREATTA e C. D'ADDA, "Monetary Aggregates as Targets of Monetary Policy: a Critical View", paper presentato al Seventh SUERF Colloquium on New Approaches in Monetary Policy tenuto a Wiesbaden, 29 settembre-1 ottobre 1977, di prossima pubblicazione.

tralascia ormai di enunciare le condizioni (dopo tutto non molto frequenti) in presenza delle quali effettivamente si verifica spiazzamento finanziario o reale. I riferimenti al fenomeno dello spiazzamento si sono così caricati di un significato prevalentemente ideologico e trasmettono una valutazione sempre e comunque negativa dell'espansione del "pubblico". Questa semplificazione eccessiva, diffusa a dire il vero anche in ambienti internazionali, ha recentemente indotto un economista che contribuì in modo sostanziale allo sviluppo originario del pensiero Keynesiano⁴ ad affermare: *Monetary economics is in a state of shameful confusion. One example is the common failure to distinguish between "crowding out" in a physical sense and in a financial sense.*⁵

Intento della presente nota è quello di indurre a un uso più consapevole del concetto di spiazzamento. Il procedimento seguito è quello di esaminare alcune situazioni di indebitamento e di spesa da parte del settore pubblico allo scopo di chiarire se e quando si verifichi spiazzamento in senso finanziario e reale. Per pura esigenza di semplicità espositiva il ruolo dei saggi di interesse, benché ovviamente contestuale, è trattato successivamente all'esame dei flussi finanziari e della (eventuale) funzione riallocativa del sistema dei prezzi.

2. Incominciamo a chiederci se sia possibile che un'espansione del fabbisogno pubblico per finanziare una spesa in deficit o un trasferimento corrente rischi di ridurre le risorse finanziarie disponibili per il settore privato. La risposta è secondo noi negativa perché in entrambi i casi si generano reddito disponibile e risparmio, quest'ultimo in misura esattamente uguale all'espansione del fabbisogno.

Alcuni esempi varranno a chiarire meglio il problema. Se il tesoro "stampa" un miliardo di moneta per pagare pensioni, all'atto del pagamento il debito cresce di un miliardo, ma nel contempo anche il reddito disponibile dei privati aumenta di un miliardo e fino a che non intervengono spese da parte dei pensionati anche il risparmio aumenta di un miliardo. Se i pensionati spendono ciascuna metà della pensione nell'acquisto di sigari, il loro risparmio si riduce di

⁴ R. KAHN ha tra l'altro il merito di aver proposto la prima critica all'ipotesi di spiazzamento in un celebre saggio pubblicato molto tempo addietro: "The Relation of Home Investment to Unemployment", *Economic Journal* 1931, tr. it. in R. KAHN, *L'occupazione e la crescita*, Einaudi, Torino, 1976.

⁵ La citazione è da R. KAHN, "Some Aspects of the Development of Keynes's Thought", *Journal of Economic Literature*, giugno 1978.

500 milioni, ma nel contempo i tabaccai ridurranno la propria scorta di sigari e aumenteranno la loro scorta liquida per 500 milioni. Come è noto (lo insegna la teoria del moltiplicatore) questa prima spesa sarà seguita da una successione di altre spese a cui il sistema economico, se già non ha raggiunto il pieno sfruttamento della capacità produttiva, risponde espandendo la produzione e il reddito. Se la propensione al risparmio è tendenzialmente costante, anche quando il processo di moltiplicazione si sarà completamente esplicito, il maggiore risparmio generato dal trasferimento pubblico per pensioni continuerà ad essere di un miliardo, ma a fronte di esso si sarà generato maggiore reddito. Se poi il sistema economico fosse prossimo al pieno sfruttamento della capacità produttiva o fosse oppresso da crisi valutaria, è altresì noto che il maggiore reddito si realizzerebbe con prezzi crescenti e la utilizzazione finale del prodotto nazionale sarebbe verosimilmente diversa da quella che si avrebbe in assenza del trasferimento pubblico da noi considerato: si avrebbe così spiazzamento della spesa privata da parte di quella pubblica. Rimane però chiaro che fin dal momento originario della spesa da parte dello stato della nuova moneta per un totale di un miliardo, questa non potrà non dare luogo a nuovo credito e non potrà non produrre nuovo risparmio finanziario a fronte del nuovo credito.

Si sa però che il tesoro si procura gran parte dei mezzi monetari attraverso la vendita di buoni del tesoro. Il tal caso la semplice vendita non avrebbe altro effetto finanziario che quello di cambiare la composizione per scadenza del debito dello stato. Per evitare le conseguenze di questo effetto (che sarà trattato successivamente al paragrafo 3) supporremo che il tesoro scelga una forma di composizione mista del finanziamento, parte in buoni del tesoro e parte in base monetaria, così da non alterare il grado di liquidità del sistema. All'atto delle spese dei mezzi monetari così ottenuti si avrà aumento di domanda, di reddito disponibile e di risparmio. Si ricade così nel precedente esempio. Si comprende allora che non si dà "spiazzamento" nel senso di uso del credito alternativo a quello privato, semplicemente perché la formazione di risparmio e la domanda di attività finanziarie (incremento) non rappresentano un prius rispetto alla copertura del fabbisogno pubblico, ma avvengono contestualmente alla spesa pubblica in deficit. Numerosi economisti, dopo aver dedicato una parte lontana delle loro esperienze didattiche all'insegnamento del moltiplicatore Keynesiano, sembrano averne dimenticato essi stessi la lezione.

Apparentemente più complesso è il caso dei trasferimenti in conto capitale che non suppongono necessariamente la spesa dei fondi introitati da parte degli enti o delle imprese beneficiarie. Gli enti beneficiari infatti ridurranno le loro posizioni debitorie verso gli intermediari finanziari, oppure diverranno titolari dei fondi liquidi rastrellati. Premessa dei trasferimenti in conto capitale, evidentemente, è l'indebitamento del tesoro che per sé potrebbe portare a sostituire, nei portafogli dei prestatori, disponibilità liquide con debito pubblico. Anche nel caso presente, per escludere questa eventualità, supporremo che il tesoro, nel procurarsi i mezzi liquidi necessari a effettuare i trasferimenti in conto capitale, combini collocazione di debito pubblico ed emissione di base monetaria in modo da non alterare il grado di liquidità del sistema. In ogni caso, a trasferimento effettuato le attività finanziarie complessive del sistema privato risulteranno aumentate, anche se la comparsa equivalente o parziale di voci passive nei conti capitale non farà variare la ricchezza finanziaria complessiva o la farà variare soltanto in parte. L'espansione delle attività indica che non si verificherà neanche in questo caso "spiazzamento", sempre nel senso di riduzione del credito a disposizione del settore privato. Se poi gli enti finanziati procederanno a fare spese, eventualmente anche incorrendo in perdite, si rimetterà in gioco il meccanismo di formazione di reddito disponibile e di risparmio già descritto.

Si deve però ricordare che talvolta l'autorità monetaria, in considerazione dell'alto grado di capacità produttiva utilizzata o per preoccupazioni di bilancia corrente con l'estero o nella persuasione di poter contrastare elevate richieste di aumenti salariali, ritiene di dover limitare la domanda effettiva e di conseguenza impone vincoli quantitativi allo sviluppo dei flussi finanziati. In questi frangenti, ma soltanto in essi, è evidente che ogni miliardo in più di fabbisogno pubblico significa un miliardo in meno di mezzi di credito a disposizione del settore privato.

Nelle medesime condizioni obiettive di capacità produttiva prossima al pieno sfruttamento o di cedimento della valuta nazionale a fronte di quelle esterne, in assenza di intervento dell'autorità monetaria, l'espansione del fabbisogno pubblico, pur non provocando spiazzamento finanziario, come è già stato segnalato, dà luogo a spiazzamento della spesa, con possibili effetti anche sulla quota di prodotto investita.

3. Si tratta ora di chiarire se un effetto indiretto di spiazzamento possa verificarsi attraverso il disincentivo al credito privato indotto dall'inasprimento dei saggi d'interesse che potrebbe accompagnare l'espansione della spesa pubblica in deficit. È pregiudiziale, per discutere questo problema, chiarire se si suppone che l'autorità monetaria possa o meno perseguire l'obiettivo di mantenere inalterate le condizioni di finanziamento degli investimenti, procurando di non alterare, come abbiamo ipotizzato nel precedente paragrafo, il grado di liquidità del sistema. Naturalmente, in astratto, si può affrontare il problema della possibilità di spiazzamento anche immaginando un'offerta di moneta data e costante, cosicché, in termini del noto grafico Hicksiano delle curve LM e IS, ad ogni scivolamento a destra della curva IS si avrebbe accrescimento del saggio d'interesse e pertanto spiazzamento del finanziamento e delle spese privati; ma questo caso è ovviamente banale. Più realisticamente si consideri che l'autorità monetaria è sempre in grado di determinare la composizione della copertura del fabbisogno. Nell'ipotesi semplificativa di due soli strumenti finanziari di copertura del fabbisogno pubblico, base monetaria e debito pubblico, poiché ad ogni proporzionamento dello stock in essere degli strumenti di finanziamento corrisponderebbe un diverso saggio di interesse, è possibile scegliere una composizione di finanziamento tale da lasciare immutato il saggio di interesse (o tale da imporre un saggio di interesse obiettivo). Non vi è dunque necessariamente spiazzamento nel duplice significato, nemmeno se si considera esplicitamente il ruolo del saggio d'interesse.⁶

L'esistenza di una gamma molteplice di strumenti di finanziamento del disavanzo pubblico, unitamente all'esistenza di molteplici mercati finanziari, non modificano le precedenti conclusioni, finché l'autorità monetaria abbia un solo obiettivo, quello di controllare un saggio d'interesse, poniamo il saggio sul debito a medio termine che finisce ad imporsi anche nelle condizioni di finanziamento degli investimenti privati. È però concepibile che in periodi di inflazione e di instabilità dei tassi di cambio, l'autorità monetaria, più che di controllare il tasso a medio termine, sia preoccupata di controllare quello a breve termine (in Italia il tasso interbancario) nell'intento di incentivare l'ingresso nel paese di fondi a breve e di scoraggiare fughe di capitali. Il controllo di questo tasso avverrà limitando la for-

⁶ Era questa del resto l'opinione di Keynes: cfr. *The General Theory of Employment Interest and Money* (1936), ripubblicata in *The Collected Writings of John Maynard Keynes* Vol. VII, Macmillan, Londra, 1973, pp. 119-120.

mazione di base monetaria, cosa che imporrà di finanziare gran parte del fabbisogno pubblico con debiti di varia scadenza. Nell'esperienza italiana è noto il ruolo svolto dai BOT in questo processo. Sarà giocoforza, in tal caso, lasciare che sia il mercato a stabilire il differenziale del tasso, diciamo sui BOT, rispetto all'interbancario. È anche evidente, sempre in queste condizioni, che quanto è maggiore la spesa in deficit finanziata con BOT o comunque con debito pubblico, tanto maggiori finiranno ad essere i tassi di interesse rilevanti per gli investimenti. È bensì vero che ogni miliardo di maggiore spesa in deficit creerà altrettanto spazio nei portafogli privati; ma per indurre il sistema a detenere (direttamente o attraverso i portafogli degli intermediari) una proporzione crescente di debito pubblico rispetto al totale della ricchezza finanziaria occorrerà dare un premio crescente al rendimento di questa attività. Se l'obiettivo dell'autorità monetaria è il controllo dei saggi a breve potrà dunque aversi un effetto di spiazzamento degli investimenti privati indotto dai tassi quanto maggiore è il fabbisogno del tesoro.

In condizioni di gravi prospettive inflazionistiche è da presumere che le autorità monetarie non si accontentino di porre un limite inferiore al livello del tasso a breve, ma, seguendo un istinto antico, siano essenzialmente preoccupate dalla eventualità che famiglie ed imprese percepiscano pienamente il fenomeno inflazionistico e modifichino di conseguenza la loro propensione a mantenere i propri patrimoni in forma finanziaria.⁷ Il timore di aggiustamenti di portafoglio che implicherebbero gravi ripercussioni in termini di domanda di beni durevoli, scorte, materie prime e attività denominate in valuta estera, manifestandosi in improvvise impennate della propensione al consumo, suggerirà allora alle autorità monetarie di concentrare l'attenzione sulla massa monetaria e sugli altri aggregati ad essa correlati, nel tentativo di limitarne la crescita (anche se recenti analisi empiriche sembrerebbero suggerire reazioni opposte da parte delle famiglie, almeno fino a che l'inflazione non sia precipitosa). Quest'ultima eventualità può accompagnarsi a provvedimenti di razionamento in senso proprio. In ogni caso il controllo in senso limitativo degli aggregati implicherà abbandono dei saggi e pertanto il fenomeno dello spiazzamento potrà avere luogo.

⁷ Si veda su questo punto il terzo capitolo di J.M. KEYNES, *A Tract on Monetary Reform* (1923), ripubblicato in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. IV, Macmillan, 1971, tr. it. *La riforma monetaria*, Feltrinelli, Milano, 1978.

4. La precedente analisi rimarrebbe comunque incompleta se un ulteriore aspetto del problema particolarmente rilevante nel contesto italiano, venisse trascurato: si tratta delle caratteristiche e più specificatamente della destinazione della spesa in deficit. Assai spesso l'espansione di tale deficit è la diretta conseguenza del trasferimento a carico del bilancio dello stato di deficit di imprese o di enti privati che la situazione politico-sociale richiede di non abbandonare al fallimento. Il fenomeno è stato recentemente segnalato da F. Cavazzuti⁸ e da altri.⁹ Ci troviamo in questi casi di fronte ad un problema *nominalistico* per cui il finanziamento di determinati deficit a partire da una certa data cessa di essere un fatto privato e diviene un fatto pubblico. È fin troppo ovvio che in queste circostanze il tesoro dello stato finisce con l'assumere la funzione di un intermediario finanziario, seppure anomalo, e la copertura del fabbisogno pubblico cela una parte non trascurabile della domanda privata di indebitamento. In questi casi, parlare di spiazzamento, anche soltanto nel senso finanziario del termine, è cosa impropria. Potrebbe però sorgere il dubbio che il sistema finanziario, almeno tendenzialmente, sia costituito da due circuiti di credito non comunicanti tra loro. Supposto che sia isolabile un insieme di istituti che praticano il credito esclusivamente (o quasi) a favore di enti appartenenti al settore pubblico e supposto che tali enti, anziché utilizzare parte delle proprie entrate per effettuare pagamenti al sistema privato mantengano disponibilità monetarie, ogni trasferimento a favore di tali enti equivarrebbe a "pompare" liquidità dentro il circuito che sviluppa il moltiplicatore esclusivamente all'interno del settore pubblico. Il tale caso, la manifesta distorsione istituzionale, porterebbe a una sorta di spiazzamento finanziario ed eventualmente reale del settore privato. In effetti il fenomeno del doppio circuito è parso possedere una notevole rilevanza empirica nel caso dell'Italia.¹⁰ Si deve d'altronde ricordare che la recente disposizione che impone agli enti locali di mantenere i propri depositi presso la Cassa depositi e prestiti, restringe di fatto il 'circuito pubblico' a questo solo istituto, di modo che l'intera riduzione del credito potenzialmente sviluppabile dal circuito primario

⁸ *Il nodo della finanza pubblica*, Feltrinelli, Milano, 1978.

⁹ Si veda in particolare PROMETEA, Rapporto di Previsione, giugno 1978, Bologna.

¹⁰ Si veda per la diagnosi di questo fenomeno M. MONTI, "Intermediazione finanziaria e finanziamento del settore pubblico: alcuni spunti per il dibattito" in F. Bernabé (a cura di), *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, F. Angeli, Milano, 1976.

rimane commisurata alla sola base monetaria detenuta dalla Cassa depositi e prestiti.

5. Concludendo e schematizzando l'argomento precedente si può ritenere che lo spiazzamento della spesa privata si abbia soltanto in prossimità del pieno utilizzo della capacità produttiva o in corrispondenza a situazioni di obiettiva debolezza dei conti con l'estero; lo spiazzamento finanziario del settore privato si ha soltanto in presenza di un vincolo quantitativo allo sviluppo dei flussi finanziari. D'altronde, al di fuori delle due circostanze sopra ricordate l'imposizione di vincoli quantitativi allo sviluppo dei flussi finanziari ha scarsa giustificazione teorica. Occorre liberarsi dal pregiudizio secondo cui ogni accelerazione della crescita delle attività e delle passività finanziarie dell'economia eserciterebbe pressioni inflazionistiche; una sufficiente evidenza empirica induce a ritenere che a parità di altre condizioni questi aggregati tendono a espandersi in relazione inversa rispetto ai saggi di interesse. Il rischio dello spiazzamento, quando il fenomeno è tutt'altro che certo, non deve essere enfatizzato fino al punto di fare perdere completamente di vista necessità fondamentali dell'economia, quali l'occupazione e la crescita, in assenza della quale ogni grande problema diviene con ogni probabilità insolubile.

CARLO D'ADDA