

486778
9k

\\41\\

**Fenomeni di isteresi nella spiegazione
degli alti tassi di interesse reale**

di

**Annamaria Simonazzi
Università di Modena**

Dicembre 1988



Copia n. 486779

CLL.088.41

1 * Fenomeni di isteresi nella spi

**Dipartimento di Economia Politica
Via Giardini 454
41100 Modena (Italy)**

1. Introduzione

I paesi occidentali hanno sperimentato nell'arco degli ultimi decenni livelli dei tassi di 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 di 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 alti¹. L'aumento dei tassi conseguente a una manovra restrittiva è spiegato infatti dalla scarsa elasticità della domanda di credito al tasso di interesse nel breve periodo, elasticità tanto minore quanto maggiore il peso di finanziamenti speculativi e quanto maggiore l'impatto della recessione sui ricavi delle imprese². La ricostituzione di margini di profittabilità dovrebbe tuttavia restituire elasticità alla domanda di credito,

1. Gli studi che hanno esaminato le ragioni degli alti tassi di interesse sperimentati negli anni ottanta (cfr. per gli Stati Uniti Atkinson-Chouraqi, 1985; Blanchard-Summers, 1984) concordano nel ritenere che la responsabilità della politica monetaria, forte nel 1979-82, si sia andata attenuando negli anni successivi.

2. Minsky (1982), Wojlinower (1985). Cfr. anche Sannucci (1985) per un'analisi dell'andamento della domanda di credito nel ciclo applicata all'Italia, che mostra come, in una recessione, aumenta la rigidità, se non la quantità della 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.

Le ragioni della persistenza degli alti tassi vanno pertanto 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 domanda e di offerta, determinando 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 di 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 residui³. La spiegazione che viene offerta è dunque che i tassi riflettono l'eccesso di domanda di risparmio determinata dai disavanzi pubblici (soprattutto negli Stati Uniti e in Italia). 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 di 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. Secondo questa impostazione il tasso di interesse è de-

3. 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.

terminato dall'equilibrio fra domanda e offerta di attività finanziarie. La domanda di attività finanziarie dipende dall'ammontare desiderato di ricchezza in rapporto al reddito. Una delle ipotesi forti di queste teorie è che il rapporto ricchezza-reddito tende a essere stabile nel tempo e che non è influenzato dal livello del debito pubblico. Si conclude pertanto che "poichè ceteris paribus la crescita del reddito disponibile determina la crescita della ricchezza, quest'ultima, insieme alle scelte di portafoglio, fissano il limite massimo potenziale all'assorbimento di debito pubblico da parte dei residenti" (Ministero del Tesoro 1987, p.362). Le variazioni nei tassi di interesse svolgono la duplice funzione di riaggiustare la composizione del portafoglio (data la ricchezza) e di portare in equilibrio la domanda e l'offerta complessiva di attività. In termini di flussi, la possibilità di finanziare un determinato disavanzo pubblico a tassi invariati trova cioè un limite nella creazione di risparmio delle famiglie: il livello del tasso di interesse deve garantire l'adeguatezza dei risparmi rispetto alle esigenze di finanziamento dei disavanzi pubblici e del settore delle imprese. Non si ritiene cioè che il livello di ricchezza desiderato, o il rapporto ricchezza reddito, sia influenzato dal livello del debito pubblico.

Sulla relazione teorica fra debito pubblico e tasso di interesse non vi è tuttora un consenso unanime, nè 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 (tab.1). Rimane perciò aperta la possibilità di una ipotesi alternativa capace di spiegare il persistere di elevati tassi di interesse reali. Nella parte che segue si argomenta che, quando si abbandonino le ipotesi del modello teorico prevalente, sono possibili diversi livelli dei tassi, il tasso di interesse reale effettivamente vigente sul mercato può divergere da quell'unico livello che, nel modello neoclassico, è necessario per portare in equilibrio domanda e offerta di fondi. Si sostiene inoltre che, analogamente a quanto recentemente ipotizzato per il mercato del lavoro, se fattori esogeni spostano il livello dei tassi, il venir meno dello shock può non ristabilire automaticamente il valore precedente, ma si richiederà invece un intervento capace di vincere l'inerzia.

Il presente lavoro tenta di analizzare la relazione fra debito pubblico e tassi di interesse in Italia alla luce di questa ipotesi alternativa. Nel secondo paragrafo si richiamano le basi teoriche che giustificano le ipotesi su cui si fonda la relazione fra debito pubblico e tasso di interesse: la costanza del rapporto ricchezza-reddito, che stabilisce il limite alla domanda di attività (reali e finanziarie), e il funzionamento dei mercati finanziari, che definisce la relazione fra le singole attività e i rispettivi rendimenti. Nel terzo paragrafo si mostra come queste ipotesi 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 di interesse di equilibrio. L'attenzione verso aspetti istituzionali e sociali, e per il ruolo che su questi comportamenti svolge l'incertezza può ridimensionare l'importanza del processo di arbi-

traggio fra i mercati. Questi diversi aspetti pongono in discussione il modello teorico che vuole spiegare il livello del tasso di interesse con le funzioni di domanda e di offerta di attività finanziarie. Nel quarto paragrafo si legge pertanto l'esperienza italiana alla luce di queste considerazioni. Si mostra come i rendimenti relativi possano essere meglio spiegati all'interno di un modello collusivo, in cui le quantità sono determinate anche da fattori diversi dai prezzi relativi. Se i differenziali fra i tassi, e le loro variazioni, non rispondono strettamente a un modello di portafoglio, anche il valore assoluto non può essere ricondotto al "livello" corrispondente all'equilibrio walrasiano. Si conclude dunque che il tasso di interesse reale che tende a prevalere non è spiegabile con il modello teorico fondato sull'equilibrio di domanda e offerta di fondi, ma può invece fissarsi a un qualsiasi livello più elevato che consente posizioni di rendita per i risparmiatori.

2. Risparmio e tassi di interesse: il modello neoclassico

2.1 La relazione fra tasso di interesse e bilancio pubblico, esaminata a livello aggregato, affonda le radici nella teoria del comportamento individuale. Fra queste, la più accreditata è tuttora quella descritta dalla teoria del ciclo di vita⁴. 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. 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. Poichè i risparmi privati sono regolati dal comportamento del ciclo vitale⁵, 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 1966, p.363). Ne segue che un aumento della spesa pubblica finanziata in disavanzo spiazza gli investimenti privati e, viceversa, una riduzione del debito pubblico (at-

4. Con questa teoria Modigliani intendeva superare le motivazioni keynesiane del risparmio, basate su una legge psicologica anzichè economica dell'accumulazione, sostituendola con una teoria dove le regolarità empiriche possano essere spiegate in termini di massimizzazione dell'utilità da parte di agenti razionali volti ad allocare le risorse per consumo nell'arco della vita (Modigliani 1986, p.299).

5. Nel caso più semplice di crescita nulla anche il risparmio aggregato è nullo e il parametro che controlla il rapporto ricchezza reddito (W/Y) e la propensione al risparmio (s) è la lunghezza del periodo di pensionamento ($M/2$). Nell'ipotesi di crescita costante, dove il tasso di crescita del reddito dipende dal tasso di crescita della popolazione e del progresso tecnico, la propensione al risparmio è una funzione crescente del tasso di crescita del reddito, mentre il rapporto W/Y è una funzione decrescente (Modigliani - Brumberg 1954). Quando il tasso di interesse è positivo, il rapporto desiderato W/Y decresce al crescere di r se l'effetto reddito prevale sull'effetto sostituzione. Se viceversa quest'ultimo è sufficientemente forte, propensione al risparmio e accumulazione di ricchezza cresceranno al crescere di r .

traverso un aumento delle imposte o attraverso l'inflazione) ha un effetto positivo sul tasso di crescita poichè la riduzione del rapporto W/Y 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 ciclo⁶.

La teoria di portafoglio integra le decisioni di risparmio con le decisioni di allocazione della ricchezza fra le diverse attività. Le decisioni di risparmio e di allocazione della ricchezza sono simultanee (Tobin 1980). 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 di investimento⁷ e la ricomposizione del portafoglio.

6. Discutendo del rapporto fra flussi e stock, Buiter e Tobin (1979, p.43) osservano che il matrimonio fra la teoria classica della neutralità e la teoria keynesiana "produced somewhat inconsistent views of the long-run and the short-run effects of borrowing. Lerner et al. seemed to say that the debt stock did not substitute for the capital stock in the long run, but that saving was absorbed in the short run by public sector deficits financed by bond issue". In equilibrio di sotto-occupazione, il disavanzo pubblico può assorbire il risparmio che contribuisce a determinare sostenendo il livello di reddito. Può esservi contraddizione solo se si crede che l'economia tenda nel lungo periodo al pieno impiego, e che vi sia dunque un limite al rapporto W/Y . In realtà con finanza funzionale Lerner indicava una politica di bilancio in pareggio nel ciclo, esattamente quanto proposto da Modigliani (1986) per evitare il crowding out nel lungo periodo. Su questo punto, cfr. Matteuzzi Simonazzi (1988).

7. Nel modello completo, investimenti, saldo di bilancio pubblico e di bilancia dei pagamenti.

2.2 Le analisi empiriche della relazione fra deficit e tasso di interesse si sono mosse all'interno di questo quadro teorico. L'egemonia di questa spiegazione è stata tuttavia posta in discussione da un'impostazione che sostiene l'esistenza di una "legge di Say" dei disavanzi: "the demand for bonds always rises to match government borrowing"⁸. Ne deriva una differenza sostanziale nella valutazione degli effetti del debito pubblico sul risparmio e sui tassi di interesse. Nella prima impostazione l'orizzonte limitato degli individui ne definisce il campo di pianificazione alla durata della vita, vi sarà un rapporto desiderato W/Y , e dunque, per ogni g e r , vi sarà un limite alla quantità di debito pubblico che il settore privato sarà disposto ad assorbire. Un aumento del tasso di interesse sarà in grado di ridurre il crowding out degli investimenti solo nella misura in cui può agire sulla propensione al risparmio attraverso l'effetto sostituzione⁹. Nella seconda ogni variazione del saldo del bilancio pubblico determina invece un aggiustamento nei saldi dei privati, a parità di saggi di interesse.

Gli studi empirici recenti sono stati monopolizzati da questo dibattito. La teoria sottoposta a verifica si compone di due proposizioni: 1) un aumento del disa

8. Facendo perno sulla costruzione di una continuità di interessi intergenerazionali, grazie all'inclusione dei lasciti nella funzione di utilità dell'individuo rappresentativo, la teoria della neutralità del debito ha esteso all'infinito la vita dell'individuo. L'estensione dell'orizzonte temporale così ottenuta rende più problematica la valutazione dei titoli del debito pubblico come ricchezza netta: sotto ipotesi particolari (cfr. Tobin e Buiter 1979), il valore attuale delle imposte future necessarie per pagare gli interessi, scontato al tasso di interesse prevalente, eguaglierà infatti il valore del debito emesso in alternativa all'imposta.

9. Monetaristi e keynesiani concordano sugli effetti espansivi di breve periodo della spesa finanziata con titoli, mentre vi è disaccordo sul grado di spiazzamento oltre il breve periodo.

vanzo induce un aumento del reddito ma 2) induce più elevati tassi di interesse reali che spiazzano la formazione di capitale¹⁰. I risultati confermano quasi unanimemente la prima proposizione, ma non trovano evidenza per la seconda, su cui il disaccordo rimane forte. Se Bernheim (1987), pur fra molte esitazioni e cautele, giunge alla conclusione che possa esservi una maggiore plausibilità per le tesi ("typically associated with Keynes") contrarie alla neutralità, Dwyer (1985), passando in rassegna la stessa letteratura empirica, giunge alla conclusione opposta che non è rilevabile una relazione positiva fra debito pubblico e tasso di interesse¹¹ o, posta altrimenti, non è rilevabile una relazione negativa fra debito pubblico e risparmio nazionale¹². Anche sull'elasticità dei risparmi al tasso di interesse non vi è consenso: elevata e positiva secondo alcuni studi dei primi anni ottanta¹³,

.....

10. L'aumento di r è dovuto alla riduzione del risparmio nazionale, $S=S_p+S_g$, rispetto alla domanda di investimenti. Se la riduzione delle imposte è percepita come permanente si tradurrà infatti in un aumento del consumo. Si assume inoltre che la politica monetaria non sia accomodante o, in termini di fondi, che gli effetti sulla domanda di moneta indotti dall'aumento della ricchezza superino gli effetti sostituzione tra moneta e titoli indotti dal finanziamento con debito.

11. In economia aperta l'assenza di relazione potrebbe essere spiegata da un afflusso di capitali, equivalente a una funzione di domanda di attività infinitamente elastica, ma dovrebbe allora essere verificata la relazione fra disavanzi e partite correnti della bilancia dei pagamenti. Infatti: $S_p+S_g = I+K$ (dove I =investimenti interni e K =investimenti esteri=flusso netto di capitali). Poiché in cambi flessibili $K=PC$, si avrà: $S_p+S_g = I+PC$. Se una riduzione di S_g porta a un aumento di S_p allora le partite correnti non saranno influenzate da una variazione del disavanzo pubblico. Il test sull'equivalenza ricardiana in economia aperta è perciò consistito nella verifica della relazione fra disavanzi pubblici e disavanzi commerciali.

12. Le difficoltà di stima delle relazioni aggregate, soggette a numerosi problemi metodologici, hanno sollecitato la verifica delle singole ipotesi. Fra queste, il ruolo dei lasciti, l'ipotesi che la ricchezza diminuisca dopo la pensione, l'impatto sul risparmio della diffusione della sicurezza sociale, le conseguenze derivanti dall'estrema divaricazione osservata fra i possessori della ricchezza. Anche su questi singoli punti, tuttavia, non si sono raggiunti risultati concordi.

13. Cfr per es. Boskin (1978 e 1987) e Summers (1984), secondo i quali nel lungo periodo i risparmi sono elastici al tasso di rendimento reale al netto delle imposte. Nello studio del 1978, Boskin aveva trovato un'elasticità di 0,4. Sulla base di questo risultato l'autore af-

essa non viene più inclusa fra le variabili esplicative dei risparmi negli studi più recenti, che coprono un periodo in cui tassi di interesse crescenti si accompagnano a propensioni al risparmio decrescenti¹⁴.

Il contrasto nelle conclusioni non discende da una differenza sostanziale nell'impianto teorico, come osserva anche Modigliani (Modigliani et al. 1985, pp.129-30), che riconduce le differenze fra le due teorie alle diverse ipotesi sulla lunghezza dell'arco temporale rilevante per l'individuo. 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. E' perciò possibile che le ragioni dell'incapacità delle due ipotesi di fondare empiricamente le proprie conclusioni stiano più a monte, nella capacità esplicativa della base comune della teoria stessa.

2.3 Le critiche che sono state avanzate 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

fermava che una riduzione delle imposte sul rendimento del capitale (per es. le imposte sugli interessi) non avrebbe necessariamente variato la distribuzione a svantaggio dei percettori di redditi da lavoro. Infatti, se i risparmi sono funzione del rendimento reale al netto delle imposte $(S=f(i-t)/dP)$ una riduzione di t porta a un aumento di S , e dunque del tasso di accumulazione e , dato n , del rapporto K/L che induce un aumento del rapporto w/r (Boskin 1978, p. 56). L'importanza dell'effetto sostituzione viene ribadito ancora nel 1987: "The rise in interest rates, if sustained over a long period of time, should increase saving. Statistical results indicate that this effect will be important.. " Boskin (1987, p.256).

14. Cfr. per esempio Summers e Carrol 1987 e il commento di Blinder.

portafoglio fra le diverse attività. Per quanto riguarda il primo aspetto, sono le ipotesi di comportamento individuale (razionalità, calcolo, previsione perfetta, e, più in generale, la possibilità di ridurre l'incertezza a rischio), le ipotesi di atomismo (il comportamento collettivo, sociale, come derivante dalla semplice somma dei comportamenti individuali)¹⁵, le ipotesi sulla distribuzione del reddito ad essere messe in discussione. Si fa osservare che questa teoria richiede una dose notevole di conoscenze e di calcoli, 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, trascurando fattori importanti. Vincoli di liquidità legano assai più direttamente il consumo al reddito corrente, l'incertezza porta a risparmiare semplicemente per precauzione contro fluttuazioni del reddito¹⁶, la concentrazione della ricchezza finanziaria e la diseguaglianza nella distribuzione del reddito, accentuando l'incisività di vincoli di bilancio, possono influire sulla funzione del consumo e sulla funzione di domanda aggregata di attività finanziarie¹⁷. Più in generale, il riconosci-

15. Von Furstenberg 1988. Le difficoltà che incontra il modello del ciclo di vita basato sul "consumatore rappresentativo" sono analizzate 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.

16. Heiner (1983) suggerisce per esempio che quando si consideri l'esistenza di incertezza gli individui tenderanno a restringere il campo di scelta delle alternative, affidandosi a "norme di comportamento". Le regolarità che si riscontrano a livello aggregato, osserva l'autore, non possono perciò essere ricondotte a un comportamento massimizzante di agenti economici che utilizzano, in ogni diverso contesto, tutte le informazioni disponibili per la scelta della opzione ottimizzante.

17. Nel caso di variazioni del prezzo delle attività per consumatori non soggetti a vincoli di bilancio, la domanda di attività finanziarie sarà dominata non dall'effetto ricchezza, ma dal movente speculativo, da azioni cioè volte a prevenire la variazione in conto capitale, piutto-

mento che i comportamenti individuali sono influenzati dal clima sociale ed economico, sembra essere l'elemento discriminante rispetto all'altra impostazione¹⁸: il desiderio o l'abitudine ad accumulare ricchezza, la completa ignoranza sul futuro possono lasciare indefinito il rapporto W/Y ¹⁹, mentre variazioni nella distribuzione possono indurre variazioni notevoli nel rapporto stesso, cosicchè non è possibile definire un unico limite superiore all'accumulazione di ricchezza rispetto al reddito, indipendentemente dalla distribuzione. più che le singole ipotesi. Se variazioni del reddito, della distribuzione e del comportamento sociale possono determinare forti variazioni del rapporto desiderato W/Y , almeno nel breve periodo, variazioni del rapporto debito-PIL non possono più essere univocamente associate a variazioni del rapporto debito-ricchezza (Casarosa 1988). Viene corrispondentemente indebolita anche la

sto che a riaggiustare il valore della ricchezza attraverso la variazione dei flussi di risparmio. E' probabile perciò che un aumento della concentrazione renda ancora meno rilevante l'effetto di sostituzione intertemporale nel ciclo di vita e meno sensibile il risparmio a variazioni nei livelli dei tassi di interesse, mentre accentui l'elasticità della composizione delle attività ai rendimenti relativi.

18. "The basic deficiency of the life cycle of behavior- osserva Ackley (1978, p.570) -is not its oversimplified concept of individual behavior but rather its lack of recognition that consumption and saving are forms of social as well as individual behavior". "If one believed that C and S were basically individual rather than social phenomena, he might argue that, unless guided by an adequate theory of individual behavior, statistical research on aggregate consumption was "purely empirical" and its findings unreliable. But if one regards consumption behavior as basically a form of "social" or "mass" behavior, one may well discover the principal regularities of behavior (which constitute the essence of the theory) by observing that behavior in the mass" (p.572).

19. Analizzando l'influenza della diffusione della sicurezza sociale sul risparmio, per esempio, Katona (1965) trova una relazione positiva, di complementarità piuttosto che di sostituzione. Questi risultati, osservano Buiters e Tobin (1979, p. 57) sono coerenti con quelle analisi che sottolineano come l'allentamento dei legami familiari, indotto nella società occidentale da un insieme di fattori quali maggiore benessere, mobilità e indipendenza, allungamento della vita media ecc., abbiano influito sull'ammontare di risorse finanziarie necessarie per la vecchiaia. Nonostante gli aumenti registrati, l'insufficienza degli schemi sociali avrebbe pertanto richiesto un aumento dei risparmi privati.

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.

2.4 E' a questa 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 di interesse come il livello 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. L'applicazione principale ha interessato soprattutto il mercato del credito e delle azioni, partendo dall'analisi del ruolo che le banche e gli azionisti possono svolgere nel "controllo del capitale" (Stiglitz 1985). Se cioè l'acquisizione delle informazioni necessarie a esercitare un controllo effettivo sulla gestione dell'impresa -in cui proprietà e amministrazione sono ormai separate- è costosa e, data la dispersione nell'allocazione della ricchezza rispondente all'esigenza di ridurre il rischio, non conveniente per il singolo risparmiatore, si pone il problema dell'esistenza di efficaci meccanismi di controllo.

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 nè facilmente vendibile, determina le condizioni per la creazione di un "mercato di clientela", cioè di relazioni personali fra banca e cliente (principal-agent)²⁰. In questo ca-

so, 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 di 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)²¹.

Nei modelli di informazione asimmetrica 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 rischio²². Come

20. Analoga funzione di controllo (complementare a quella delle banche) viene riconosciuta anche alla concentrazione della proprietà azionaria: i principali azionisti avranno infatti interesse a investire un ammontare adeguato nell'acquisizione delle informazioni necessarie ad 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).

21. "In traditional neoclassical models, the interest rate would adjust to ensure that (full employment) equilibrium is maintained; in our model the real interest does not vary much, and should not play an important role in the equilibrium of the economy." (Greenwald-Stiglitz 1987 p.26).

22. Neppure qualora si assuma un mercato dei capitali concorrenziale si può concludere che il processo di determinazione del tasso di interesse sia quello ipotizzato dal modello neoclassico (Stiglitz 1985) a meno di assumere per ipotesi quanto si vuole dimostrare. Brunner e Metzler (1988), per esempio, hanno tentato il recupero dell'equilibrio walrasiano sostenendo che le banche valutano il rendimento sui prestiti al netto del rischio, dei costi di informazione e di transazione e determinano su questa base la quantità di credito da erogare e la scelta fra assets alternativi (p.450). L'erogazione di credito avviene dunque sulla base del rendimento netto stimato dalla banca, e non del tasso di interesse di mercato effettivamente pagato dai clienti. La costanza di quest'ultimo al crescere del rischio starebbe a indicare che il divario fra tasso di mercato e rendimento netto varia nel ciclo: a parità di capacità di credito potenziale la percezione di una variazione del grado di rischio indurrà una variazione nella quantità di credito in rapporto alle altre attività. Secondo questi autori, dunque, non è corretto interpretare il razionamento non di prezzo del credito come segno del fallimento del mercato. Il tasso di interesse continua a garantire l'equilibrio fra quantità domandate e offerte, anche se il suo valore di equilibrio diventa sempre meno osservabile.

è stato correttamente osservato (Chick 1977, p.98), in Tobin 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 cosicchè la politica monetaria può operare attraverso la domanda e l'offerta di differenti tipi di attività finanziarie e reali. E' pertanto evidente che nelle teorie di portafoglio non vi è spazio per comportamenti di "relazione" o di clientela.

E' chiaro altresì che se 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)²³ 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 alla organizzazione di imprese o di gruppi un potere di pressione, il tasso di interesse può divergere dal livello walrasiano non solo per le influenze sui costi derivanti dai problemi di informazione, ma per le influenze esercitate dalla struttura dei mercati.

23. "(F)inancial activities, not unlike other activities, can be organised in markets or in firms. As it is by now clear to students of economic organisations, the firms' system is as much the antithesis of the market system as centralised planning, as it consists of a series of interactions among a hierarchically ordered chain of economic operators which replace the equivalent interactions which take place, on the market, among autonomous economic agents who express demand and supply and generate prices. The larger and less numerous firms are in the system, the smaller the number becomes of transactions that happen on the market place at actual prices" (De Cecco 1983, p.9).

L'economia politica neoclassica già da tempo ha affrontato l'analisi delle implicazioni che l'azione collettiva, organizzata in gruppi di interesse, ha sulle istituzioni economiche (Olson 1982) e trova numerose applicazioni nella teoria della public choice e del commercio internazionale. Anche nel mercato del lavoro, secondo un'interpretazione recente (Blanchard, Summers 1986), l'eccesso di offerta non si traduce in un aggiustamento del salario di equilibrio. Questa rigidità è spiegata con elementi monopolistici collusivi: la contrattazione fra gli "insiders", sostenuti dai sindacati, e le imprese. In seguito al potere che deriva agli occupati dall'esistenza di costi di transazione, il salario effettivo può essere fissato a un livello maggiore del reservation wage dei disoccupati, consentendo così agli occupati di percepire una rendita che la minaccia di concorrenza dei disoccupati non è in grado di intaccare.

Mentre dunque sul mercato del lavoro il perdurare di elevati tassi di disoccupazione è il risultato degli 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, sul mercato dei capitali gli elevati tassi di interesse sono il risultato di un meccanismo che opera velocemente nell'eliminare l'eccesso di domanda. Il persistere di elevati tassi di disoccupazione e di elevati tassi di interesse reali sono spiegati così con due meccanismi opposti: funzionamento del mercato nel caso dei tassi di interesse, fallimento del mercato nel caso del permanere di elevati tassi di disoccupazione. Quando il funzionamento del meccanismo dei prezzi sia assunto per ipotesi, il tasso di interesse prevalente sul mercato

viene identificato con il tasso di equilibrio, così come, nei modelli neoclassici, il tasso di disoccupazione effettivo viene identificato con il tasso naturale.

Fenomeni di 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. Ogni aumento del tasso di interesse può dunque essere interpretato come l'aggiustamento necessario a riassorbire un eccesso di offerta di attività finanziarie rispetto alla domanda.

Se tuttavia si estende l'interpretazione già in uso negli altri mercati al mercato dei capitali, incluso il mercato dei titoli, le inerzie che derivano dalla difesa di rendite acquisite possono forse spiegare i livelli dei tassi di interesse, mentre al meccanismo di mercato rimane il ruolo di determinarne le fluttuazioni. In particolare, shock che abbiano determinato un innalzamento brusco e sostenuto dei tassi possono favorire la formazione di rendite la cui difesa spiega le difficoltà che si frappongono a un ritorno a più bassi livelli. 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 danneggiati²⁴. Data la dif-

24. 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 di interesse sarebbe stato assai diverso se il conflitto gli fosse stato posto in termini di scelta fra tassi di interesse e occupazione.

fusione capillare (ancorchè asimmetrica) dei titoli pubblici fra tutte le classi di reddito, le famiglie, secondo un processo già magistralmente illustrato da Keynes, sono propense 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.

Se dunque anche i mercati finanziari sono regolati da meccanismi non concorrenziali, che tendono a limitare la flessibilità di prezzo, l'aggiustamento dipenderà dalla capacità di influire sui vantaggi e sui costi delle principali coalizioni di interessi.

3. Tassi di interesse e debito pubblico in Italia

3.1 Fra il 1976 e il 1988 il rapporto del debito pubblico sul prodotto interno lordo è passato da 59 a 96. Nello stesso periodo (1976-86) 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 48,3% a vantaggio della quota dei titoli, che è salita dal 4,5 al 33,7%. 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 di interesse per indurre la compensazione dei disavanzi. L'allocazione di una quota crescente di titoli pubblici nei portafogli richiede una variazione nei tassi relativi.

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 seguito²⁵

25. Si vedano i dati riportati in Banca d'Italia, 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.

può aver indotto mutamenti nella quantità e nella composizione delle attività domandate a parità di tassi di 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. Questa assume invece maggiore rilevanza quando la gamma delle opzioni si allarga al crescere della ricchezza. E' dunque agli scaglioni più elevati di ricchezza che comincia a essere rilevante la teoria del portafoglio. E' perciò assai probabile che la polarizzazione nella distribuzione del reddito e della ricchezza abbia reso ancora meno rilevante l'effetto di sostituzione intertemporale nel ciclo di vita, rendendo meno sensibile l'offerta di risparmio a variazioni nei livelli dei tassi di interesse, accentuando invece l'elasticità della composizione delle attività ai rendimenti relativi.

3.2 L'aumento spettacolare della quota di titoli detenuti da agenti non bancari viene anche addotto a sostegno della tesi della (accresciuta) concorrenzialità del mercato dei titoli e dunque della determinazione di "equilibrio" del tasso di interesse. La riduzione del grado di concentrazione nel possesso dei titoli, conseguente alla diffusione di queste attività nelle "famiglie", non ha tuttavia implicato necessariamente una maggiore incidenza del meccanismo di mercato, nè ha prodotto una maggiore stabilità della domanda. Sebbene

la quota di titoli detenuta direttamente dalle banche sia scesa dal 68,7% nel 1976 al 29,8% nel 1986, contro un aumento della quota detenuta dalle famiglie dal 28,9 al 59,8%, si è corrispondentemente accresciuta la quota di titoli gestiti dalle banche per conto della clientela. La sostituzione dell'attività di 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 locali²⁶.

Quando dunque si tenga conto e della raccolta fiduciaria e dell'attività di negoziazione e di custodia dei titoli, la quota di risparmio gestita direttamente e indirettamente dal sistema bancario si è mantenuta stabile intorno al 90% (Cavazzuti 1988). 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

26. 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 corrisponde 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).

monopolio che le banche possono esercitare nella fissazione dei tassi sui titoli. Esse hanno anzi trasmesso, direttamente e indirettamente, anche alla quota dei titoli tenuti dalle famiglie, un comportamento speculativo.

Questo mutato atteggiamento dei risparmiatori nei confronti degli investimenti finanziari costituisce, secondo Munari, l'elemento cruciale di cambiamento²⁷. 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 di investitori con forti propensioni speculative avrebbe dovuto contribuire pertanto 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 tassi²⁸. Quale ruolo giocano dunque le aspettative del "mercato" sul tasso di interesse.

27. 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."

28. Questo è quanto si è verificato nella seconda metà degli anni sessanta, quando la politica di stabilizzazione dei tassi di 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.

Discutendo della possibilità di controllo del saggio degli investimenti, e in particolare della relazione fra tasso di interesse a breve e a lungo termine, Keynes osservava che perfino per l'investitore meglio informato l'ignoranza sul futuro più remoto è assai maggiore della sua conoscenza, sicchè si lascia guidare in modo spropositato da pochi indizi. "Ma -continua Keynes- 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"²⁹. Lo speculatore di Keynes, avvolto nella totale ignoranza sul futuro, si affida alla previsione della psicologia della massa, piuttosto che della tendenza reale dei fatti in se stessi³⁰. Nel nostro caso, la speculazione non consiste più nel prevedere le aspettative della massa e agire nello stesso senso 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 determinarle³¹. Quando "il mercato" sa che la Banca centrale persegue priori-

29. E poco più avanti, osserva "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.

30. "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).

tariamente 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 (Salvemini 1989). 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.

Se il livello dei tassi di interesse è stabilito, o difeso, dalla fascia speculativa, 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 - analogamente a quanto è stato fatto per l'organizzazione del lavoro in sindacati - come un fattore che aumenta le rigidità del mercato e ne riduce il grado di concorrenza e di efficienza. Gli "insiders", o rentiers, imponendo prezzi non di equilibrio, riuscirebbero a prelevare una rendita a carico degli "outsiders".

31. 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 di interesse, può determinare un'astensione speculativa dal credito con effetti dirompenti sul mercato monetario e con fluttuazioni erratiche nei tassi di interesse.

3.3 Il capitale industriale è solitamente indicato come il naturale avversario della rendita finanziaria. Elevati tassi di interesse reali si 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 la 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. Poichè le banche si frappongono fra debitori e detentori di ricchezza, condividono con le imprese i rischi insiti in una deflazione³².

L'incisività di elevati tassi di interesse sui conti economici delle imprese dipende tuttavia da tre fattori:

1. dal grado di indebitamento dell'industria;
2. dal grado in cui le imprese possono traslare sui prezzi i maggiori oneri finanziari;
3. dall'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

32. 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: "A bankers' conspiracy! The idea is absurd! I only wish there were one! So, if they are saved, it will be, I expect, in their own despite." (Keynes 1931, p.158).

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 debito³³. 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 monetaria³⁴. Una politica monetaria accomodante ha accompagnato la ristrutturazione produttiva della seconda metà degli anni settanta che, agevolata da mutate relazioni industriali (Barca-Magnani 1989), ha posto le premesse per un rapido miglioramento dei margini di profitto. Le imprese - non meno che il bilancio pubblico - hanno tratto vantaggio dal processo inflazionistico della fine degli anni settanta, che ha contribuito ad alleggerire la loro situazione patrimoniale (Macchiati 1985)³⁵.

33. 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 di interesse sono elevati a livello internazionale, si riducono notevolmente gli ostacoli a traslare sui prezzi i maggiori oneri finanziari.

34. Questa preoccupazione - che si concretizzò nella proposta, avanzata da un ex-governatore, di ricapitalizzazione delle imprese da parte delle banche - piuttosto che le considerazioni sui costi sociali e sul debito pubblico cui fa riferimento Spaventa (1985), sembra essere stato l'elemento cruciale nel determinare la posticipazione delle politiche anti-inflazionistiche.

35. Si può così riassumere il processo che ha interessato il settore industriale:

1) l'aumento dei profitti è stato consentito da una dinamica retributiva estremamente contenu-

Il mutamento di 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 bancario³⁶ e a una riduzione pronunciata dell'incidenza degli oneri finanziari. Nel 1986 il tasso di interesse reale sugli impieghi sfiora il 15%, ma l'incidenza degli oneri finanziari è crollata al 7,9% (dal 14,9 ancora 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 cinquanta³⁷. Solo una parte dei maggiori profitti è stata usata per finanziare l'accumulazione, che viene mantenuta entro i limiti strettamente necessari per il processo di ristrutturazione. A partire dal 1982-83 il grado di autofinanziamento sugli investimenti fissi supera pertanto l'unità e raggiunge il valore di 133 nel 1987 (Garofalo 1988). Come riflesso della concorrenza fra le banche per conservare i migliori clienti e dell'aumentato potere contrattuale

 ta, combinata a uno straordinario risparmio di lavoro (Barca-Magnani 1988);

2) i maggiori profitti sono stati solo in parte usati per investimenti produttivi, il resto è servito per ridurre l'indebitamento e per l'acquisizione di attività finanziarie;

3) la stretta creditizia si è sommata alla ristrutturazione produttiva nell'indurre economie di natura finanziaria. La gestione finanziaria viene viepiù orientata verso operazioni di arbitraggio sia sul mercato monetario, che sul mercato finanziario (Garofalo, 1988);

4) Le transazioni finanziarie (acquisizione di imprese, all'interno e all'estero, e di altre attività finanziarie) assorbono una quota crescente degli utili d'impresa (Banca d'Italia 1988).

36. 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).

37. 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.

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 di interesse sugli impieghi e tasso di interesse sui depositi, e aumenta la resistenza delle banche a pressioni di moral suasion³⁸.

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 tassi³⁹. Il peso crescente delle attività finanziarie nei bilanci delle imprese, incentivato anche da una legislazione fiscale che consente 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

38. 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. Tutti gli studi (cfr. per esempio Banca d'Italia 1988, Barca-Magnani 1989) sottolineano la debolezza finanziaria delle imprese minori, desunta dalle rilevazioni della Centrale dei Bilanci. Queste valutazioni vanno ovviamente qualificate: è assai probabile infatti che per queste imprese l'elemento discriminante non sia la dimensione, ma il settore industriale e l'area geografica in cui esse operano e che, su questa base, si abbia all'interno delle imprese minori una divaricazione altrettanto marcata di quella fra classi dimensionali. Si è comunque modificata la composizione degli impieghi delle banche a favore delle imprese minori, per le quali l'aumento del rischio, insieme all'aumentata incidenza delle sofferenze, potrebbe indurre fenomeni di razionamento del credito.

39. 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: validando 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 di interesse e ad attenuare, per questa via, l'impatto delle pressioni competitive interne al settore bancario (Onado 1986, Munari 1988).

passata dalla parte dei rentiers in difesa di elevati tassi di interesse. 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 pareva essersi presentata nel passato, quella cioè di un andamento anticiclico dei profitti bancari (assumendo l'andamento dei profitti a riferimento per il ciclo)⁴⁰.

3.4 L'ultimo fattore che viene sottolineato nello spiegare la rivoluzione nell'allocazione del risparmio finanziario delle famiglie che si è verificata nell'ultimo decennio, è l'elevata elasticità di sostituzione. Nei modelli di diversificazione ottima del portafoglio si assume che gli investitori, avversi al rischio, allochino il loro 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

40. Torna alla mente quanto scritto da Kalecki sulla sostenibilità del pieno impiego: "The workers would 'get out of hand' and the 'captains of industry' would be anxious to 'teach them a lesson'. Moreover, the price increase in the up-swing is to the disadvantage of small and big rentiers and makes them 'boom tired'. In this situation a powerful block is likely to be formed between big business and the rentier interests, and they would probably find more than one economist to declare that the situation was manifestly unsound. The pressure of all these forces, and in particular of big business would most probably induce the Government to return to the orthodox policy of cutting down the budget deficit." (Kalecki 1943, p.144).

principale difficoltà nell'uso empirico di questi modelli. Nè sembra più soddisfacente il ricorso al metodo alternativo di inferire le percezioni di rischio dai rendimenti effettivi osservati⁴¹, e usare queste stime per ricavare i parametri della funzione di domanda.

Prendendo atto delle difficoltà di trattare economicamente l'incertezza, sono stati sviluppati modelli di domanda di attività finanziarie a breve che la escludono espressamente⁴². I risultati cui giungono queste analisi indicano una elevata elasticità di sostituzione fra moneta (depositi) e titoli a breve e dunque un alto grado di elasticità della domanda a variazioni nei prezzi relativi. Sebbene nella spiegazione del mutamento venga privilegiata l'elevata elasticità di sostituzione dovuta all'alto grado di "liquidità" e al basso grado di rischio dei titoli pubblici a breve (BOT e CCT), largamente comparabili ai depositi, sembrerebbe tuttavia più interessante chiedersi perchè, 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.). 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 ele-

41. Un procedimento, questo, assai simile a quello suggerito da Brunner e Metzler (1988) per il tasso di interesse sui prestiti bancari.

42. 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.

vate 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 perchè se ne dispiegassero interamente gli effetti⁴³. Secondo questa interpretazione dunque, il differenziale fra i tassi non è che un elemento che spiega la variazione della composizione della ricchezza finanziaria, un fattore ben più importante è dato dalla struttura competitiva e dall'assetto istituzionale entro cui questa si gioca.

Queste osservazioni sollecitano un'analisi più approfondita del comportamento delle banche rispetto al livello dei tassi, che dipende dalla relazione fra tassi di interesse e profitti bancari. Nell'analizzare questa relazione 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 di intermediazione delle scadenze, le banche sarebbero danneggiate da aumenti dei tassi di 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 di interesse e dalla composizione dell'attivo e del passivo.

43. Il sistema bancario -scrive Munari- ha sfruttato la barriera all'entrata del monopolio del canale distributivo (rete degli sportelli). "Ci sono volute le modifiche apportate al vincolo 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." (Munari 1988, p.71).

L'attenzione prestata dalle banche alla gestione del bilancio⁴⁴ risponde dunque all'esigenza di 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 + altri servizi), soggetto al vincolo rappresentato dal grado di rischiosità ritenuto accettabile⁴⁵.

Dato un obiettivo di finanziamento monetario, e una corrispondente emissione netta di titoli, le banche possono cercare di influire sul grado effettivo di monetizzazione contrastando con un aumento del tasso di interesse sui depositi, lo spostamento dell'offerta di risparmio delle famiglie dai depositi ai titoli. 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. Il differenziale di costo delle due fonti ($i_d - i_t$), è tanto minore quanto maggiore il tasso sui depositi necessario per arrestare la fuga verso i titoli. Se questo tasso è molto alto, o se azioni di moral suasion impediscono al sistema bancario di far concorrenza aperta al Tesoro con i tassi passivi, può convenire alle banche 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

.....
44. Si tralasciano qui i problemi, pur importanti, connessi più in generale con l'efficienza (cfr. Onado 1986).

45. 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.

dai certificati di deposito e esercitando la concorrenza sui tassi solo su questi ultimi). Questo processo di sostituzione dell'attivo converrà alla banca fino a che vi è un margine insoddisfatto di domanda di impieghi, tale che $i_t < i_{kr} - m$ (dove m = rischio marginale sul credito) e può procedere speditamente fino a che le banche hanno stock di titoli di cui disfarsi, dopodichè dipenderà più strettamente dalla capacità di introdurre innovazioni finanziarie⁴⁶ (o da una più accesa concorrenza dei certificati di deposito ai titoli).

A parità di debito pubblico, la sostituzione di depositi con titoli produce pertanto 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 moneta⁴⁷.

46. 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 BI del luglio 1988.

47. 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

Per quanto riguarda la gestione delle passività, dunque, elevati tassi di interesse non sembrano porre particolari problemi alle banche. La possibilità di attingere al portafoglio titoli quando si presentino opportunità di espansione degli impieghi consente loro, inoltre, alcuni gradi di autonomia rispetto agli obiettivi della banca centrale. La modificazione della composizione dell'attivo ha perciò conseguenze cruciali e sulla domanda di titoli (e conseguentemente sull'onere per interessi), e sull'intera politica monetaria. Nel bilancio delle banche confluiscono e vengono mediati gli impulsi che provengono dal mercato del credito, dal mercato dei titoli e dalla banca centrale. La domanda di titoli è determinata come residuo dalla politica di gestione dell'attivo e del passivo da parte del sistema bancario. Ma se il meccanismo che regola la domanda di titoli pubblici è questo, risultano assai ridotti i margini che possono ottenersi attraverso un processo di differenziazione dei titoli. Quando una quota così rilevante del mercato viene controllata dalle banche, 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 favorisce o contribuisce alla formazione dei tassi e delle aspettative⁴⁸.

crescita dell'attivo (12,8%) in linea con quella del passivo. Questo spiega perchè una rapida espansione degli impieghi sia stata compatibile con il rispetto degli obiettivi di crescita della moneta.

48. 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.

4. Conclusioni

La spiegazione del livello dei tassi di interesse è solitamente ricondotta alla domanda e all'offerta di attività finanziarie. Questo lavoro voleva mostrare che, sebbene variazioni della domanda e dell'offerta possano indurre variazioni dei tassi, il livello del tasso di 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 di 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 di 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 n.2 1988) partono dalla premessa che la riduzione del tasso di 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 in quanto non inciderebbero sul fabbisogno. Solo una riduzione del fabbisogno primario, ottenuta con un aumento delle imposte e una riduzione della spe-

sa, 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 di 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 data 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 di interesse. In caso contrario, saranno richiesti avanzi crescenti del fabbisogno primario semplicemente per frenare la crescita del rapporto del debito sul prodotto interno lordo.

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 di 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 di 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. 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 di 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 di interesse elevati.

Opere citate

- Ackley G. (1978), Macroeconomics, Macmillan, London
- Atcheson P., Chouraqui J.C. (1985), Real Interest Rates and the Prospects for Durable Growth, OECD, Working Paper, n. 21
- Banca d'Italia (1988), Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese, Roma
- Barca F., Magnani M. (1989), L'industria fra capitale e lavoro, Il Mulino, Bologna
- Bernheim B.D. (1987), "Ricardian Equivalence: an Evaluation of Theory and Evidence" NBER Working Paper Series, n. 2330, July
- Blanchard O.J., Summers L.H. (1984), "Perspectives on High Interest Rates" BPEA, n. 2
- (1986), "Hysteresis and the European Unemployment Problem" in Fischer 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, n.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
- Boskin M.J. (1978), "Taxation, Saving, and the Rate of Interest" Journal of Political Economy, vol.86, n.2
- (1987), "Deficits, Public Debt, Interest Rates and Private Saving: Perspectives and Reflections on Recent Analyses and on US Experience" in Boskin M.J., Flemming J.S., Gorini S. (eds.) Private Saving and Public Debt, Blackwell, Oxford
- Brunner K., Meltzer A.H. (1988), "Money and Credit in the Monetary Transmission Process", American Economic Review, vol.78, n.2, May
- Buiter W., Tobin J. (1979) "Debt Neutrality: a Brief Review of Doctrine and Evidence" in Social Security vs. Private Savings, G. von Furstenberg (ed.), Ballinger, Cambridge

Casarosa C. (1988), "Il significato economico del rapporto fra debito pubblico e prodotto interno lordo: un'analisi critica" in Graziani

Cavazzuti F. (1988), La regola e l'arbitrio, Il Mulino, Bologna

Chick V. (1977), The Theory of Monetary Policy, Blackwell, Oxford

Deaton (1986), Life-Cycle Models of Consumption: Is the Evidence Consistent with the Theory, NBER, working Paper n.1910

De Cecco M. (1983), "Italian Monetary policy in the 1980s", EUI Working Paper, n.64

Dwyer G.P. (1985), "Federal Deficits, Interest Rates and Monetary Policy" Journal of Money, Credit, and banking, vol.17, Nov.

Furstenberg (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, ix, n.2, apr.giugno

Greenwald B., Stiglitz J.E. (1987), "Money, Imperfect Information and Economic Fluctuations", NBER Working Paper, n.2188, March

Heiner R.A. (1983), The Origin of Predictable Behavior, American Economic Review, vol.73, n.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

Katona G. (1965), Private Pensions and Individual Savings, Univ. of Michigan, Survey Research Center, Monograph 40

Keynes J.M. (1930), Trattato della moneta, Feltrinelli, Milano 1979

(1931), "The consequences to the Banks of the Collapse of the Money Values", The collected Writings of J.M.Keynes, vol.ix, Macmillan, London

Lippi M. (1985), Sulla dinamica delle relazioni tra variabili aggregate, Politica Economica, vol.I, n.2

Macchiati A. (1985), Il finanziamento delle imprese industriali in Italia, Il Mulino, Bologna

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., Simonazzi A. (1988), "Introduzione" a Il debito pubblico, Il Mulino, Bologna

Ministero del Tesoro (1987), "Financial Assets, Public Debt and Monetary Policy: an International Integration Perspective" Banca nazionale del Lavoro Quarterly Review, marzo

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, Dec.

(1966), "The Life Cycle Hypothesis of Saving, the demand for Wealth and the Supply of Capital" Social Research, vol.33, Summer

(1986), "The Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations" American Economic Review, vo.76, June

- Brumberg R. (1954), "Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross Section Data", in Post-keynesian Economics, Kurihara K.K. (ed.), Rutgers Univ. Press

, Jappelli T., Pagano M. (1985), "L'impatto della politica fiscale e dell'inflazione sul risparmio nazionale: il caso italiano" Moneta e Credito

Morciano M. (1986), "Un modello econometrico delle scelte di prtafoglio 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.

Olson M. (1982), The Rise and Decline of Nations, New Haven, Yale University Press

Onado M. (1986), "Venti anni di margini bancari", Banca d'Italia, Temì di Discussione, n.66, luglio

Sannucci V. (1983), "L'andamento dei profitti bancari rispetto al ciclo economico", Bancaria, vol.39, nov.

Spaventa L. (1987), "The Growth of Public Debt" IMF Staff Papers, vol.34, June

(1985), "Effetti reali o nominali della svalutazione?: un commento all'articolo di Andreatta e D'Adda", Politica Economica, vol.1, n.2, agosto

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, n.2, May

Stiglitz J.E., Weiss A. (1987), "Macro-economic Equilibrium and Credit Rationing", NBER Working Paper, n.2164, Febr.

Summers L.H. (1984), "The After-Tax Rate of Return Affects Private Savings" American Economic Review, vol.74, May

Summers L., Carroll C. (1987), "Why Is U.S. National Saving So Low?" BPEA, 2

Tobin J. (1980), Asset Accumulation and Economic Activity, Blackwell, Oxford

Tobin J. (1982), "Money and Finance in the Macroeconomic Process", Journal of Money, Credit, and Banking, vol.14, n.2, May

Vojnilower A.M. (1985), "Private Credit Demand, Supply, and Crunches- How Different are the 1980's?", American Economic Review, vol.75, n.2, May

Tab.1 Debito pubblico e tassi di 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

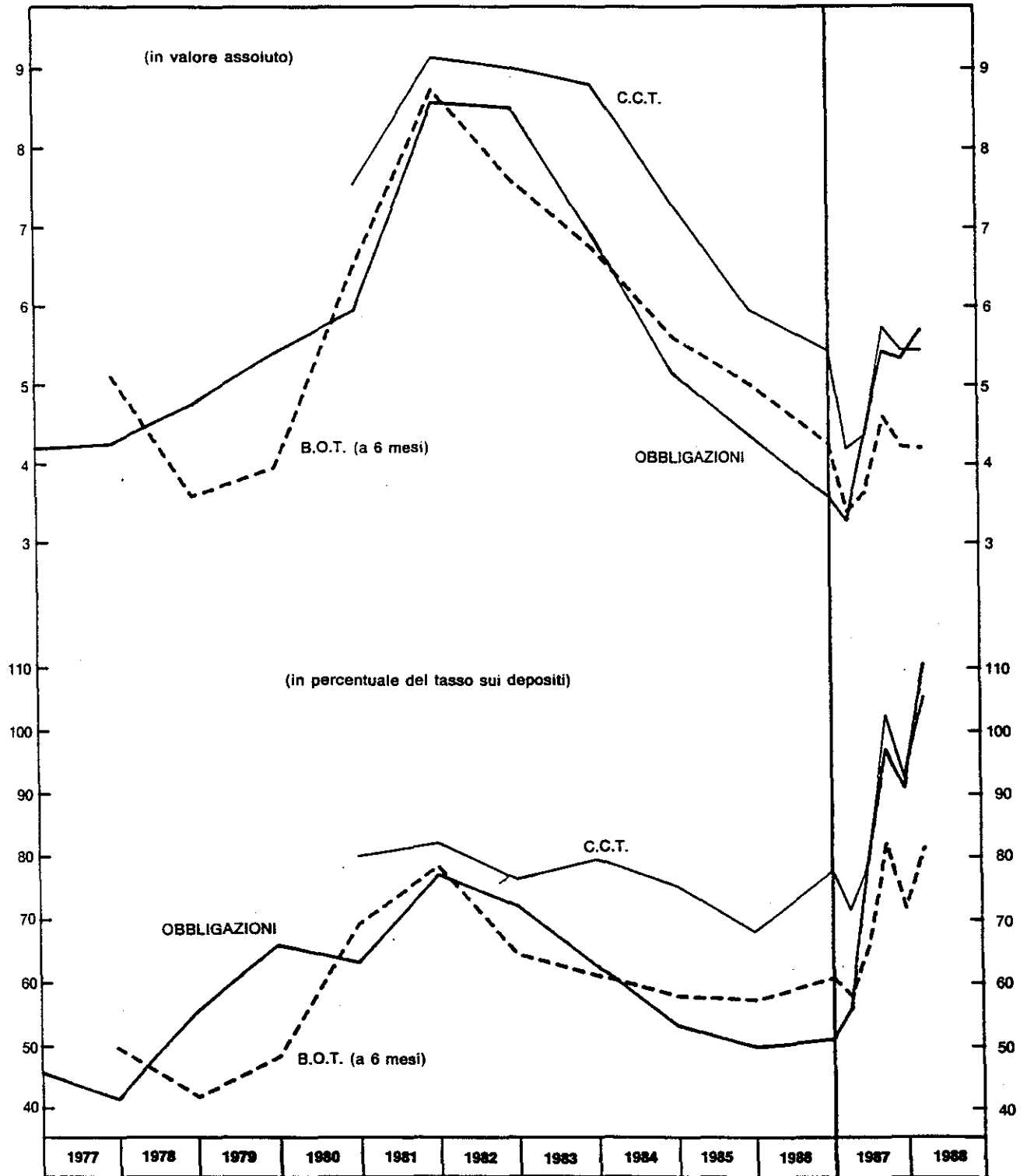
2. 1981-86

3. Vecchia serie di contabilità nazionale.

4. Per il 1986, tassi di interesse monetari

Fonte: Banca d'Italia e Giavazzi-Spaventa 1988

Fig. 1 - DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO FRA LE ALTRE ATTIVITÀ FINANZIARIE E I DEPOSITI BANCARI



Fonte: Tendenze Monetarie, n. 57 giugno 1988.

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

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. Obbligazioni: rendimento netto sulle obbligazioni emesse dagli istituti di credito mobiliare. C.C.T.: rendimento atteso, nell'ipotesi di invarianza dei tassi. B.O.T. (a sei mesi): tasso di rendimento netto annuo composto posticipato determinato sulla base dei risultati dell'asta di fine mese.

Materiali di discussione

1. Maria Cristina Marcuzzo [1985] "Joan Violet Robinson (1903-1983)", pp.134.
2. Sergio Lugaresi [1986] "Le imposte nelle teorie del sovrappiù", pp.26.
3. Massimo D'Angelillo e Leonardo Paggi [1986] "PCI e socialdemocrazie europee. Quale riformismo?", pp.158.
4. Gian Paolo Caselli e Gabriele Pastrello [1986] "Un suggerimento hobsoniano su terziario e occupazione: il caso degli Stati Uniti 1960/1983", pp.52.
5. Paolo Bosi e Paolo Silvestri [1986] "La distribuzione per aree disciplinari dei fondi destinati ai Dipartimenti, Istituti e Centri dell'Università di Modena: una proposta di riforma", pp.25.
6. Marco Lippi [1986] "Aggregation and Dynamics in One-Equation Econometric Models", pp.64.
7. Paolo Silvestri [1986] "Le tasse scolastiche e universitarie nella Legge Finanziaria 1986", pp.41.
8. Mario Forni [1986] "Storie familiari e storie di proprietà. Itinerari sociali nell'agricoltura italiana del dopoguerra", pp.165.
9. Sergio Paba [1986] "Gruppi strategici e concentrazione nell'industria europea degli elettrodomestici bianchi", pp.56.
10. Nerio Naldi [1986] "L'efficienza marginale del capitale nel breve periodo", pp.54.
11. Fernando Vianello [1986] "Labour Theory of Value", pp.31.
12. Piero Ganugi [1986] "Risparmio forzato e politica monetaria negli economisti italiani tra le due guerre", pp.40.
13. Maria Cristina Marcuzzo e Annalisa Rosselli [1986] "The Theory of the Gold Standard and Ricardo's Standard Commodity", pp.30.
14. Giovanni Solinas [1986] "Mercati del lavoro locali e carriere di lavoro giovanili", pp.66.
15. Giovanni Bonifati [1986] "Saggio dell'interesse e domanda effettiva. Osservazioni sul capitolo 17 della General Theory", pp.42.
16. Marina Murat [1986] "Between old and new classical macroeconomics: notes on Leijonhufvud's notion of full information equilibrium", pp.20.
17. Sebastiano Brusco e Giovanni Solinas [1986] "Mobilità occupazionale e disoccupazione in Emilia Romagna", pp.48.
18. Mario Forni [1986] "Aggregazione ed esogeneità", pp.13.
19. Sergio Lugaresi [1987] "Redistribuzione del reddito, consumi e occupazione", pp. 17.
20. Fiorenzo Sperotto [1987] "L'immagine neopopulista di mercato debole nel primo dibattito sovietico sulla pianificazione", pp. 34.

21. M. Cecilia Guerra [1987] "Benefici tributari del regime misto per i dividendi proposto dalla Commissione Sarcinelli: una nota critica", pp. 9.
22. Leonardo Paggi [1987] "Contemporary Europe and Modern America: Theories of Modernity in Comparative Perspective", pp. 38.
23. Fernando Vianello [1987] "A Critique of Professor Goodwin's 'Critique of Sraffa'", pp. 12.
24. Fernando Vianello [1987] "Effective Demand and the Rate of Profits: Some Thoughts on Marx, Kalecki and Sraffa", pp. 41.
25. Anna Maria Sala [1987] "Banche e territorio. Approccio ad un tema geografico-economico", pp. 40.
26. Enzo Mingione e Giovanni Mottura [1987] "Fattori di trasformazione e nuovi profili sociali nell'agricoltura italiana: qualche elemento di discussione", pp. 36.
27. Giovanna Procacci [1988] "The State and Social Control in Italy During the First World War", pp. 18.
28. Massimo Matteussi e Annamaria Simonassi [1988] "Il debito pubblico", pp. 62
29. Maria Cristina Marcuzzo (a cura di) [1988] "Richard F. Kahn. A disciple of Keynes", pp. xx.
30. Paolo Bosi [1988] "MICROMOD. Un modello dell'economia italiana per la didattica della politica fiscale", pp. 34.
31. Paolo Bosi [1988] "Indicatori della politica fiscale. Una rassegna e un confronto con l'aiuto di MICROMOD", pp. 25.
32. Giovanna Procacci [1988] "Protesta popolare e agitazioni operaie in Italia 1915-1918", pp. 45.
33. Margherita Russo [1988] "Distretto industriale e servizi. Uno studio dei trasporti nella produzione e nella vendita delle piastrelle", pp. 157.
34. Margherita Russo [1988] "The effects of technical change on skill requirements: an empirical analysis", pp. 28.
35. Carlo Grillenzoni [1988] "Identification, estimation of multivariate transfer functions", pp. 33.
36. Nerio Naldi [1988] "Keynes' concept of capital" pp. 40.
37. Andrea Ginsburg [1988] "Locomotiva Italia?" pp. 30.
38. Giovanni Mottura [1988] "La 'persistenza' secolare. Appunti su agricoltura contadina ed agricoltura familiare nelle società industriali" pp. 40.
39. Giovanni Mottura [1988] "L'anticamera dell'esodo. I contadini italiani dalla 'restaurazione contrattuale' fascista alla riforma fondiaria" pp. 40.
40. Leonardo Paggi [1988] "Americanismo e riformismo. La socialdemocrazia europea nell'economia mondiale aperta" pp. 120.