

9. Interesse, domanda di moneta, cambi esteri

di Maria Teresa Salvemini

Vorrei fare qualche ragionamento su alcuni aspetti normativi collegati alle tesi di Luigi Spaventa non per andare sulle strade che lui ritiene, giustamente, di non dover percorrere, la discussione sulla politica economica italiana, ma perché questi aspetti sono impliciti nel ragionamento, e mi sembrano comunque importanti e utili dal punto di vista teorico.

L'oggetto specifico del problema è il finanziamento monetario del disavanzo. Spaventa dimostra che per un dato saggio d'interesse tanto più alta è la quota di finanziamento monetario del disavanzo tanto minore è la crescita del debito, e quanto minore la crescita del debito, tanto più basso il livello del tasso d'interesse. Anche per questa via, dunque, un finanziamento monetario del disavanzo risulta positivo, rispetto all'obiettivo di limitare la crescita del debito pubblico. Nel suo modello non esistono legami tra la quota di finanziamento del disavanzo e la dinamica del reddito reale; e si è già discusso il rapporto con l'inflazione.

Il punto è che se il finanziamento monetario del disavanzo in questo modello non ha questi caratteri espansivi in termini di reddito reale, né ha effetti di rialzo attraverso l'inflazione, come possiamo trovare una regola ottimale di finanziamento monetario? Una regola che abbiamo discusso è che sia zero la quantità di finanziamento monetario; un'altra regola che sembra implicita nel modello è che esista un certo valore di creazione di base monetaria e quindi di moneta per il Tesoro che, per un dato tasso di crescita del reddito inferiore al tasso d'interesse reale, in qualche modo compensa la crescita del debito che sarebbe determinato da questo scostamento.

All'interno di questi estremi ci sono valori intermedi, come quello esposto da Morcaldo, e cioè il tasso di crescita della base monetaria del Tesoro pari al tasso di crescita del reddito: onestamente non saprei perché questo possa essere un valore ottimale. Spesso si considera ottimale una base neutrale: se l'incremento del reddito determina un aumento della domanda di moneta, è neutrale la base monetaria che è coerente con l'aumento della domanda di moneta, cioè che comporta una politica monetaria che non contrasta la politica fiscale. Per dire se questa, o'altra sia la regola giusta bisogna introdurre il tema se la base monetaria sia la moneta. Il problema, almeno in Italia, si è posto in relazione alle regole con cui è stata gestita la politica

del credito in relazione agli obbiettivi che si sono posti a tale politica. Si è data importanza al divorzio tra Banca Centrale e Tesoro come causa principale di un basso finanziamento monetario del Tesoro. Si è data poca importanza, invece, al cambiamento delle regole monetarie, cioè alla supposta necessità, o al desiderio, di limitare M_2 . Limitare cioè, la crescita dei depositi agendo su un livello di rendimento del debito, o meglio sul differenziale di rendimento tra depositi e debito. La base monetaria in questi ultimi anni, è abbastanza costante in termini di incremento (13-14%) e non particolarmente stringente se la consideriamo in termini di reddito; abbiamo invece avuto un M_2 via via decrescente: quindi il controllo su M_2 attraverso lo strumento del livello del tasso di interesse è stato il dato più importante. Molto importante è anche la sostituzione del finanziamento del Tesoro presso le famiglie anziché presso il sistema bancario, cioè lo spostamento della quota dello stock di debito dai portafogli delle banche ai portafogli delle famiglie. Se si vuol parlare quindi, di un livello ottimale del finanziamento monetario del Tesoro, bisogna affrontare il problema della gestione del moltiplicatore bancario, cioè chiarire con quali strumenti si possono raggiungere gli obiettivi di contenimento dei depositi. Quando lo strumento per raggiungere questi obiettivi è il tasso d'interesse sul debito pubblico, il tasso d'interesse sul debito diviene più alto, e non più basso, quando la quantità di moneta creata per il finanziamento del Tesoro è maggiore. Con una quantità di base monetaria maggiore creata per il Tesoro si deve agire più fortemente per limitare il moltiplicatore bancario che questa base monetaria innescherebbe; perciò si ha un effetto di rialzo sui tassi di interesse che compensa l'effetto di ribasso della quota di finanziamento monetario.

Occorre stabilire se l'avere ad un livello maggiore l'obiettivo ottimale non richieda strumenti diversi di controllo del meccanismo, e in particolare controlli sulla dinamica dei depositi o riserve obbligatorie, che assorbano l'intero aumento di base monetaria creata dal Tesoro (che era il vecchio suggerimento di Simon e Friedman, una riserva obbligatoria al 100%, in un contesto relativamente simile).

Le osservazioni contrarie ad un uso più determinato dei controlli amministrativi dicono però che con l'innovazione finanziaria e l'innovazione dei mercati in definitiva la moneta viene sostituita da tante altre cose, e M_2 non è più significativo. Se M_2 non è significativo non occorre controllarlo, ma se lo è, tutto il discorso sull'innovazione finanziaria non è vero: si pone il problema della validità di fissare degli obbiettivi monetari o dell'effettiva capacità di controllo della banca centrale.

Per concludere, non si può decidere un livello di finanziamento monetario ottimale all'interno di un modello che considera solo la

base monetaria come moneta, né si può considerare indifferente questo livello rispetto ai metodi di controllo che vengono usati: il che porta anche a dire che tanto più è facile realizzare un alto finanziamento monetario del Tesoro, quanto maggiori i controlli amministrativi che esistono sul moltiplicatore.