

La riduzione dei tassi dell'interesse

1. La cedolare secca sui titoli e la tesi della partita di giro.

(1) «È un'imposta oziosa, scritta sulla carta ad *ostentationem* (...). Essa si risolve, nell'ipotesi più benigna, in una partita di giro...»

(2) «L'eventuale imposta (...) darebbe luogo probabilmente ad una partita di giro, con un aumento dei rendimenti lordi (...), lasciando pressoché inalterati i livelli dei rendimenti netti»

Le citazioni riguardano l'imposta sugli interessi dei titoli; la prima è tratta da uno scritto di Einaudi del 1913 (1960, III, pp. 612-3), la seconda dalla relazione della Commissione istituita dal Ministro del Tesoro e presieduta da Mario Monti (Ministero del Tesoro, 1982, pp. 117-8). Nella Relazione della Banca d'Italia per il 1987 (1988, p. 191) si legge: «dopo l'innalzamento dal 6,25 al 12,50 per cento della ritenuta fiscale i tassi lordi sui titoli in emissione venivano contemporaneamente aumentati in modo da lasciare pressoché invariati i rendimenti per le persone fisiche»; e ancora, nella stessa Relazione (p. 256): «l'aumento dell'aliquota fiscale (...) aveva comportato una crescita corrispondente dei rendimenti lordi all'emissione...».

Se questi erano i punti di vista, esposti così decisamente da studiosi eminenti e dall'organo che ha un ruolo fondamentale nel mercato dei titoli pubblici, perché mai — ci si può domandare — il governo volle promuovere l'infelice partita di giro?

E vero che la nuova imposta sugli interessi dei titoli pubblici, introdotta nel 1986 sotto forma di una cedolare secca, riguarda solo le persone fisiche, essenzialmente le famiglie, mentre per le persone giuridiche, banche e imprese, l'imposta viene applicata come ritenuta d'acconto — gl'interessi debbono essere inclusi nei bilanci. Ma il modo di riscossione non è affatto una questione puramente tecnica, come ricorderò fra un momento. Perché dunque è stata introdotta la nuova imposta? A quanto pare, sono state rilevanti tre considerazioni. La prima: per una ragione di equità, si è voluto rendere omogeneo il trattamento dei titoli pubblici rispetto a quello, già operante, relativo alle obbligazioni emesse da soggetti privati: cedolare secca sia per le obbligazioni pubbliche che per quelle private. Seconda considerazione: si riconosce che la soluzione più razionale è certamente quella di includere le entrate imputabili a tutti i titoli fra le imposte dirette; ma si sostiene che l'introduzione della cedolare secca va vista solo come il primo passo. La terza considerazione fa capo a un'analisi che indicava la possibilità o addirittura la probabilità di una partita di giro solo parziale, con un beneficio netto per lo Stato.

La prima considerazione non può, sul piano logico, giustificare l'introduzione della cedolare secca, giacché, se nel caso delle obbligazioni private lo Stato incassa l'imposta ma chi paga gl'interessi è l'ente emittente, nel caso delle obbligazioni pubbliche lo Stato sta da entrambi i lati: se l'imposta fa crescere in proporzione l'interesse sui titoli la partita di giro sussiste e lo Stato non guadagna un bel nulla.

La seconda considerazione trascura il fatto che la cedolare secca ha la natura di un'imposta reale. Ora, mentre le imposte personali non si trasferiscono o si trasferiscono molto limitatamente e in tempi lunghi, le imposte reali si trasferiscono integralmente o quasi integralmente e in tempi brevi. Questa differenza fra i due tipi di tassazione non è meno importante della differenza, posta in rilievo quando si considera la questione dal punto di vista dell'equità, implicita nel fatto che le imposte personali possono essere progressive.

È vero che alcuni economisti hanno sostenuto che in certe condizioni anche le imposte personali tendono a trasferirsi. Ma a ben guardare quegli studiosi fanno riferimento a casi

particolari, non generalizzabili (un caso importante è quello dei salari); se mai una parziale traslazione delle imposte dirette può aver luogo nell'area delle imprese, non in quella delle famiglie. Cosicché, se alla cedolare secca concepita come primo passo non segue in breve tempo il secondo passo — l'inclusione degli interessi sui titoli fra le imposte personali riguardanti le famiglie — si resta come le gru del boccaccesco Chichibio: le gru con una gamba sola.

La terza considerazione, che emerge dalle analisi di alcuni economisti (Bernareggi 1986, Spaventa 1987; v. anche Centro Europa Ricerche 1985, e Galli 1987) è più seria e merita una particolare riflessione.

2. La tassazione dei titoli pubblici: l'ipotesi di un beneficio netto per lo Stato.

L'analisi degli economisti appena ricordati fa riferimento alla duplicità del trattamento fiscale ora vigente: cedolare secca per le persone fisiche, cedolare d'acconto per le persone giuridiche. L'introduzione della cedolare secca avrebbe indotto le famiglie a sostituire parte dei titoli pubblici che esse posseggono con altre attività, soprattutto depositi bancari, col conseguente aumento del tasso su tali titoli (la cedolare secca riguarda solo i titoli di nuova emissione): ciò avrebbe avvantaggiato le persone giuridiche, che dalla nuova imposta non avrebbero subito alcun aggravio. Alla flessione della domanda di titoli da parte delle famiglie si accompagnerebbe quindi un aumento della domanda da parte delle persone giuridiche. Tale aumento di domanda porterebbe a contenere l'aumento dell'interesse che, per questo motivo, sarebbe proporzionalmente minore della nuova imposta e lo Stato potrebbe ottenere un beneficio netto (l'onere addizionale per interessi sarebbe inferiore al gettito della nuova imposta). Si deve dire "potrebbe" poiché l'ipotetico beneficio, data la distribuzione iniziale dei titoli fra le due categorie di soggetti, dipenderebbe dai valori comparativi delle due elasticità della domanda di titoli rispetto ai rendimenti e dalle quote originariamente in possesso delle persone fisiche e di quelle giuridiche.

Si deve osservare, in primo luogo, che i valori attribuiti alle due elasticità della domanda sono talmente incerti da rendere inaffidabile ogni conclusione, sia pure ipotetica (v. Cotula e altri, 1984). Nel caso delle persone giuridiche, anzi, è addirittura assai dubbio che si possa parlare di elasticità della domanda di titoli rispetto ai rendimenti. In effetti, il problema degli impieghi dei risparmi (nel caso delle famiglie) e delle disponibilità finanziarie (nel caso delle banche e delle imprese) si pone, nei due casi, in termini molto diversi. Una volta che si è presa la decisione sulla quota di reddito da risparmiare, le famiglie compiono le loro scelte fra i possibili impieghi essenzialmente sulla base dei rendimenti. Le cose stanno diversamente per le banche e le imprese. La strategia delle banche è di dare la priorità alla crescita sistematica dei prestiti e dei servizi alla clientela, costituita soprattutto da imprese, perché è tale crescita che consente quella delle entrate nette nel lungo periodo. I clienti, attuali e potenziali, rientrano in una specie di graduatoria, in cima alla quale ci sono i clienti solidi e importanti (ai quali si fanno prestiti applicando i tassi più bassi) e poi, via via, i clienti meno solidi e più rischiosi. Se le disponibilità finanziarie tendono ad aumentare, di norma la banca si sforza di estendere i prestiti perché attraverso questa via può ampliare la sua quota di mercato e in tal modo accrescere, come si diceva, le entrate nette nel lungo periodo. Pertanto, i rendimenti netti dei titoli possono aumentare o diminuire entro ampi limiti senza incidere sulle scelte delle banche. E possibile che durante i periodi di bassa congiuntura o di crisi le banche, avendo minori domande di prestiti, si preoccupino di più degli impieghi in titoli e dei loro rendimenti; ma di norma valgono le osservazioni precedenti, così che non dobbiamo meravigliarci se da qualche banchiere sentiamo dire che l'acquisto dei titoli costituisce un impiego residuale.¹ Né

¹ Queste osservazioni si riferiscono ai rendimenti propriamente detti: esse non valgono per i guadagni in conto capitale, che possono essere cospicui soprattutto in periodi di tassi calanti in modo persistente. Ma si tratta di una questione diversa.

dobbiamo meravigliarci se le banche accrescono in misura consistente l'acquisto di titoli non tanto quando aumentano i rendimenti, ma quando vengono introdotti vincoli amministrativi da parte dell'autorità monetaria o quando la banca centrale esercita pressioni, nell'ambito della "moral suasion", in quella direzione. Ma se tutto ciò è vero, l'acquisto dei titoli dipenderà (inversamente) dall'andamento della congiuntura e assai poco e solo in modo intermittente da variazioni nei rendimenti. Ciò significa che non si può parlare propriamente di elasticità della domanda di titoli da parte delle banche; ovvero, se si preferisce, si può dire che quella elasticità normalmente è eguale a zero. Considerazioni analoghe valgono per le imprese di produzione, la cui strategia consiste nel dare la priorità alla crescita della produzione e del suo valore lordo — normalmente gli impieghi finanziari hanno, anche in questi casi, carattere residuale. Del resto, le banche oggi in Italia posseggono la quota nettamente maggioritaria dei titoli che fanno capo alle persone giuridiche.

Le precedenti considerazioni fanno cadere l'argomentazione che può condurre alla conclusione di un beneficio netto per lo Stato e ripropongono l'antica ipotesi della partita di giro.

Ancora due osservazioni.

1) Negli ultimi anni — e anche dopo l'introduzione della cedolare secca sugli interessi dei titoli per le persone fisiche — non solo non c'è traccia dello spostamento dei titoli pubblici verso le persone giuridiche, ma c'è chiara indicazione della tendenza opposta. Data la molteplicità delle forze in gioco, tuttavia, una tale indicazione concreta in sé non può essere usata come critica per l'argomentazione ora ricordata: questa deve essere criticata sul piano analitico. Tuttavia, poiché a noi interessano le conclusioni pratiche non meno di quelle teoriche, dobbiamo prendere nota di quella tendenza, osservando altresì che essa è pienamente in armonia con le considerazioni svolte precedentemente: la flessione della quota dei titoli in possesso delle banche, oltre che all'abolizione del massimale sui prestiti e dei vincoli amministrativi che avevano obbligato le banche ad acquistare titoli pubblici, è da attribuire alla favorevole congiuntura che caratterizza l'economia italiana negli anni recenti.

2) L'argomentazione che qui si critica riguarda solo i titoli pubblici in possesso delle due categorie di persone giuridiche: non tiene conto di altri importanti elementi del debito pubblico, fra cui la raccolta postale. Se si dimostrasse che lo Stato, a cagione della cedolare secca, paga un interesse più alto, oltre che per i titoli, anche per i depositi postali, allora non dovremmo fermarci all'ipotesi della partita di giro — dovremmo considerare anche la possibilità che la tassazione dei titoli non sia neutrale ma sia addirittura dannosa.²

3. La tassazione dei titoli pubblici: l'ipotesi di un danno netto per lo Stato.

A questa ipotesi aveva già fatto cenno Einaudi, il quale riteneva che, una volta abbandonato il regime dell'esenzione fiscale, i risparmiatori probabilmente avrebbero scontato la possibilità di inasprimenti dell'imposta e avrebbero quindi preteso interessi anche più alti di quelli appena necessari a mantenere inalterati i rendimenti netti. Tuttavia, io non considero questa eventualità, che oggi appare poco rilevante. Sostengo invece che nelle attuali condizioni il danno netto può provenire da un'altra via.

Fino a quando le emissioni annuali di titoli pubblici rappresentavano una quota modesta delle attività finanziarie, il "tasso guida" era senz'altro il tasso ufficiale di sconto — quello praticato

² Nessuno degli economisti prima ricordati si sente di escludere tale possibilità. Fra le tre ipotesi — partita di giro, vantaggio netto o danno netto per lo Stato — Bernareggi non prende posizione, Spaventa considera probabile il vantaggio netto, Vagliasindi pare propendere, in modo assai circospetto, per il vantaggio netto, mentre Galli propende per la partita di giro. Da notare che tutti, nel discutere il problema, accettano i termini proposti da Bernareggi: analisi parziale (e anzi limitata solo ad alcune scelte di portafoglio), distribuzione iniziale dei titoli fra le due categorie di persone, confronto fra i valori delle due elasticità della domanda di titoli pubblici. Il punto cruciale delle analisi sta proprio nel confronto fra i detti valori, cosicché conviene ribadire che le stime econometriche richiamate sono estremamente incerte e anzi, nel caso delle persone giuridiche, non sono neppure stime, ma semplici congetture, per di più quanto mai opinabili.

dalla banca centrale —⁶ come tuttora si legge in qualsiasi libro istituzionale di economia. Ma da quando quelle emissioni sono giunte a rappresentare una quota rilevante del totale non è più così: la stessa politica monetaria è fortemente condizionata dalle esigenze di finanziamento del disavanzo pubblico: il tasso guida diviene quello che occorre fissare sui titoli pubblici e, in particolare, sui BOT trimestrali per indurre i diversi soggetti a sottoscrivere le emissioni.³ Se si riconosce il ruolo di guida assunto dal tasso sui BOT, allora si profila la probabilità di un danno netto, per diversi motivi, come cercherò di argomentare.

Ci dobbiamo chiedere, però, se è giusto considerare come guida quel tasso: non è la banca centrale che prende le decisioni di politica monetaria, che regolano tutti i tassi?

Qui emerge una contrapposizione che è apparente, non reale. Se, in una certa asta, non riesce a vendere tutti i titoli che deve vendere, il Tesoro si trova di fronte all'alternativa: aumentare i tassi o ricorrere alla banca centrale. Se questa banca si rifiuta di creare base monetaria in quantità sufficiente, i tassi debbono crescere. Sotto tale aspetto, è giusto sostenere che il tasso sui BOT in realtà non è fissato dal Tesoro ma dalla banca centrale, così che il tasso guida in realtà è quello ufficiale di sconto. La verità è che il tasso ufficiale e il tasso sui BOT sono il risultato dell'interazione fra politica monetaria e politica di bilancio; ciò equivale ad affermare che tasso sui BOT e tasso di sconto sono strettamente collegati, per effetto dell'obiettivo precipuo perseguito congiuntamente dall'autorità monetaria e dall'autorità politica, che è quello di «assicurare nel breve termine un finanziamento non inflazionistico del disavanzo» (Relazione annuale della Banca d'Italia, 1988, p. 187). In breve, si può affermare che oggi il ruolo di tasso guida è svolto, congiuntamente, dal tasso sui BOT e dal tasso ufficiale di sconto.⁴

Ci si deve tuttavia domandare perché e in qual modo i due tassi svolgono il ruolo di guida. Per rispondere è utile richiamare alcuni elementi di fatto. Di norma, le imprese che acquistano titoli di Stato dopo il 1986 ottengono vantaggi, per le possibilità, sia pure entro certi limiti, di detrarre gli interessi dalla loro dichiarazione dei redditi; le banche, perciò, debbono pagare interessi più alti per i depositi delle imprese: se non lo facessero, le imprese sposterebbero una quota dei loro depositi verso titoli a brevissimo termine, che rappresentano attività solo di poco meno liquide dei depositi (quei titoli rientrano nella massa di M3). Con l'aumento dei tassi sui depositi — almeno di quelli della “clientela migliore”⁵ — le banche elevano anche i tassi attivi. D'altro canto, per l'aumento del tasso ufficiale di sconto le banche pagano di più per i prestiti che chiedono alla banca centrale; anche per questa via i tassi attivi subiscono una spinta verso l'alto. L'aumento dei tassi attivi comporta oneri aggiuntivi non solo per le imprese ma anche per il settore pubblico, poiché le banche fanno prestiti anche a enti appartenenti a questo settore (Banca d'Italia, 1988, Appendice, p. 127). A parte altre ripercussioni negative per il settore pubblico (come i maggiori oneri per i depositi postali), le conseguenze negative di un aumento dei tassi non si arrestano qui. Così, la tassa del 1986 ha spinto in alto i rendimenti dei titoli — si discute sulla misura, non sul fatto; ciò si è tradotto in un vantaggio per le banche e le imprese, le cui entrate sono perciò cresciute, mentre non sono variate le uscite — qui la cedolare non è secca, ma è d'acconto, e l'IRPEG non è cambiata. A quel vantaggio ha corrisposto un danno netto per lo Stato, che ha pagato maggiori interessi senza ottenere, da questa parte, maggiori entrate.

³ «Si ritiene (...) che la capacità di annuncio del tasso [ufficiale] di sconto si riduca sensibilmente qualora questo sia tenuto “fuori linea” rispetto al tasso sui BOT: variazioni del tasso di sconto che seguano con forte ritardo variazioni del tasso sui BOT hanno scarso effetto in quanto il tasso sui prestiti si è già “aggiustato” al nuovo livello di equilibrio» (AUTORI VARI, Banca d'Italia, 1986, p. 319; cf. anche BANCA D'ITALIA, Relazione per il 1988, p. 190 (fig. D6)).

⁴ Cfr. La stima dei “ritardi” con cui i tassi sui prestiti seguono una variazione congiunta del tasso sui BOT e del tasso ufficiale di sconto contenuta nel Modello trimestrale della Banca d'Italia (Autori vari, 1986, p. 319).

⁵ Come tutti sanno, esiste una rilevante varietà di tassi sui depositi; nel 1988 secondo i dati ufficiali il livello massimo è stato del 9,5% e il livello medio del 6,7%; non sono indicati i tassi minimi, che presumibilmente si aggirano sulla metà del livello massimo. Avverto che i dati riportati nella colonna (6) della tabella 1 in appendice riguardano i tassi sui depositi di almeno 20 milioni.

Occorre tuttavia considerare anche gli effetti dei tassi sulle relazioni economiche internazionali. Così fino a un certo punto l'aumento dei tassi può avere l'effetto di frenare un deflusso non desiderato di capitali, ma oltre quel punto può determinare un afflusso eccessivo di capitali esteri. Un tale afflusso, specialmente se si tratta di capitali a breve o brevissimo termine, non solo dà luogo a oneri crescenti (pagamento degli interessi e rimborsi), ma anche a rischi crescenti di ritiri ampi in caso di mutamento nelle aspettative. Inoltre un afflusso sostenuto di capitali tende a spingere in alto le quotazioni della lira in termini di divise estere, ciò che logora la competitività delle nostre esportazioni e tende a far lievitare il disavanzo commerciale.

Fra le conseguenze positive — anche se, nel breve periodo, dolorose — di un aumento del sistema dei tassi sono spesso indicati: (1) il rallentamento che da tale aumento consegue nella crescita della quantità di moneta e (2) la spinta verso l'alto sui cambi o quanto meno la loro stabilità. Entrambe le conseguenze servono a contrastare le pressioni inflazionistiche: nel primo caso, le pressioni di carattere interno, conformemente alla teoria quantitativa, nel secondo, le pressioni provenienti dall'estero ("inflazione importata").

Ora, è vero che in certe condizioni, come in quelle determinate da una guerra, l'identità

$$P = \frac{MV}{Q}$$

può essere analiticamente interpretata nel senso sotto indicato

$$M \rightarrow P,$$

avendo assunto Q costante e V costante (o crescente per effetto delle attese di aumenti dei prezzi). Se invece si assume che il primo impulso parta da P , com'è accaduto quando sono cresciuti i prezzi delle materie prime e del petrolio importati e l'aumento dei costi ha provocato un aumento dei prezzi dei manufatti, si ha la sequenza

$$P \rightarrow M,$$

posto che V non vari o aumenti insieme con M e posto che Q non vari o aumenti, ma meno di MV . Se però per una decisione dell'autorità monetaria M viene tenuta ferma, o viene fatta crescere meno di P , allora l'identità $P = MV/Q$, che non può non valere — ciò che agli occhi di molti ha conferito alla teoria quantitativa la forza di una verità lapalissiana —, viene rispettata attraverso una riduzione di Q , ossia attraverso una recessione, la quale, nelle condizioni indicate, non impedisce un aumento di P . Non è affatto certo, perciò, che l'eventuale effetto restrittivo sulla quantità di moneta di un aumento del sistema dei tassi abbia conseguenze anti-inflazionistiche.

Questa conseguenza, che non è in contrasto con la detta identità, ma è in pieno contrasto con la teoria monetarista, è rafforzata dalla considerazione che le due fondamentali componenti della liquidità primaria, ossia biglietti e depositi a vista ($M1 = B + D$) dipendono da variabili diverse e possono essere regolate solo in parte dall'autorità monetaria. In effetti, la massa dei biglietti dipende dalle domande di risconto da parte delle banche ordinarie, dai saldi, attivi o passivi, dei conti con l'estero e dalle esigenze del Tesoro. E vero che su ciascuna di queste spinte la banca centrale può influire, attraverso la manovra dello sconto, la manovra delle riserve, le operazioni di mercato

aperto e le pressioni svolte con la “moral suasion”; ma è anche vero che considerare la variabile B come interamente esogena è un errore, giacché occorre tener conto degli impulsi, più o meno vigorosi, che provengono dall’economia (così, quando affluiscono capitali dall’estero la banca centrale è costretta, per così dire, a creare moneta). Quanto ai depositi a vista, l’idea che la loro massa vari secondo un rapporto relativamente stabile con la massa di biglietti è un’idea completamente fuorviante, giacché proprio nei periodi più critici quel rapporto mostra variazioni certe volte addirittura violente, come accadde negli Stati Uniti all’inizio della grande depressione (B rimase stabile, ma D cadde rapidamente). Il fatto è che le variazioni della moneta bancaria solo in parte dipendono da quelle dei biglietti. I depositi fanno capo alle imprese o alle famiglie. Quelli della prima categoria, che traggono origine da crediti concessi contro cambiali, dipendono principalmente dalle prospettive di profitto: i depositi che fanno capo alle famiglie dipendono, in primo luogo, dall’interesse, il quale tuttavia può divenire anche zero senza provocarne l’azzeramento giacché, se per una parte i depositi — anche quelli a vista — sono l’espressione di una certa propensione al risparmio liquido, per un’altra parte sono semplicemente la conseguenza di un bisogno di liquidità delle famiglie.

4. Variazioni dell’interesse e variazioni dei prezzi

C’è poi l’idea che alti interessi possano sostenere i cambi e in questo modo bloccare l’inflazione importata ovvero, se i prezzi dei prodotti importati aumentano nei mercati di origine, frenarla. Questa idea è giusta e spesso gli alti interessi esercitano in tale direzione piuttosto che in altre un’azione anti-inflazionistica. Tuttavia, di regola si trascura un’altra spinta che, viceversa, esercita un’azione inflazionistica. L’interesse — dice bene Schumpeter — è una tassa sui profitti delle imprese; quando questa tassa aumenta e sale oltre certi livelli le imprese, per non fallire, devono correre ai ripari. Cercano, in primo luogo, di accrescere la produttività di tutti i fattori, ossia di ridurre i diversi coefficienti e di deprimere in questo modo i costi reali. Se non riescono in questo modo a compensare i maggiori costi finanziari, le imprese cercano di spingere i prezzi verso l’alto: possono far questo nella misura in cui l’onere per interessi aumenta per tutte le imprese o, più precisamente, per tutte le imprese che guidano i prezzi (price leaders) nei mercati in cui prevalgono forme di oligopolio, concentrato o differenziato.⁶ Se così è, dobbiamo ammettere che l’aumento dei tassi, quando supera i limiti di cui si è detto, tende a trasferirsi sui prezzi:⁷ una conclusione che può apparire assurda a coloro che in qualche modo aderiscono alla teoria monetarista e sono convinti che i prezzi siano tutti flessibili verso l’alto e verso il basso e siano regolati soltanto dalle forze impersonali di mercati essenzialmente concorrenziali.

Se ai monetaristi l’idea di una spinta verso l’alto impressa sui prezzi dall’interesse può apparire assurda, essa è certo estranea alla massima parte degli economisti, che viceversa ritengono, accogliendo una tesi che fa capo a Fisher, che siano i prezzi a influire sull’interesse: quando i prezzi aumentano prima o poi l’interesse deve aumentare altrimenti l’offerta di risparmio via via s’inaridisce.

Io sostengo che valgono entrambe le relazioni, non diversamente da quanto accade fra salari e prezzi, anche se normalmente prevale la relazione che va dai prezzi all’interesse, mentre la relazione opposta (interesse → prezzi) prevale, come si è detto, solo oltre certi limiti, che a mio giudizio in tempi recenti in Italia (e in Inghilterra) sono stati superati. Conviene tuttavia distinguere due casi, secondo che a pagare gli interessi siano le imprese o lo Stato. Se sono le imprese e se, di

⁶Cfr. l’analisi svolta da SYLOS LABINI, 1984, cap. VIII.

⁷Una tale considerazione può contribuire a spiegare perché da un anno a questa parte in Inghilterra la pressione inflazionistica è perfino più alta che in Italia, sebbene il governo inglese sia riuscito ad azzerare il disavanzo pubblico e abbia sempre seguito una politica monetaria duramente restrittiva. Va notato che gli effetti sui prezzi di un aumento dell’interesse sono alquanto accentuati dalla circostanza che in quel paese l’interesse sui mutui è incluso nell’indice del costo della vita — ha un peso del 4%. (Altri fattori da considerare per chiarire il paradosso dell’inflazione in atto in Inghilterra sono, a mio giudizio, l’andamento dei cambi e quello dei prezzi dei prodotti importati.)

fronte a un aumento dell'interesse, non riescono a rivalersi pienamente elevando i prezzi, allora la crescita della domanda di prestiti rallenta e, con essa, rallenta la crescita della domanda aggregata; altrimenti tale rallentamento non ha luogo. Le cose stanno diversamente quando è lo Stato a pagare gli interessi: dato il disavanzo di bilancio, lo Stato può essere indotto a ridurre la domanda di prestiti solo nei limiti in cui la banca centrale è disposta a creare moneta per il Tesoro (una creazione che, ovviamente, fa crescere la domanda aggregata); oltre quei limiti, deve ricorrere a prestiti o a nuovi tributi. Qui allora diviene rilevante non solo il tasso dell'interesse, ma anche la massa, che dipende dal tasso e dalle dimensioni assolute del debito pubblico. Sotto questo aspetto, quando l'interesse aumenta, la domanda complessiva non varia, giacché aumentano le erogazioni complessive ma aumenta anche il prelievo tributario complessivo ovvero aumenta il risparmio rastrellato dallo Stato. Un aumento dell'interesse volto a contenere la domanda, perciò, può avere un qualche successo se e solo se riesce a contenere gli impieghi delle imprese private — ciò che non accade quando le imprese riescono a rivalersi con un aumento dei prezzi. Se ciò avviene, però, l'azione di contenimento della domanda ha risultato nullo, ma l'aumento dei prezzi non solo non è ostacolato ma è favorito.

Due osservazioni.

1) Quando ha successo, l'azione di freno della domanda può contenere i prezzi nella misura in cui la domanda stessa si riversa nell'acquisto di certi beni, come quelli agricoli, ovvero nell'acquisto di prodotti importati: il rallentamento delle importazioni rafforza la moneta nazionale e deprime i prezzi dei prodotti importati.

2) L'aumento dell'interesse attira capitali dall'estero e in questo modo sostiene i cambi ed esercita un'azione anti-inflazionistica. Tuttavia, se l'afflusso dei capitali riflette la propensione delle imprese a indebitarsi all'estero, l'aumento dell'interesse non frena né gli impieghi né la domanda che questi alimentano.

5. Il tasso d'interesse a breve e il fabbisogno finanziario dello Stato.

Riassumendo alcune delle precedenti osservazioni, le variazioni dell'interesse a breve (sui BOT) dipendono da quelle dei prezzi; inoltre, in un periodo come l'attuale, in Italia, dipendono dal fabbisogno statale quando questo, come conseguenza della politica monetaria adottata dalla banca centrale, viene finanziato principalmente attraverso titoli. Tali variazioni dipendono anche dai tassi dell'interesse praticati dai principali paesi industrializzati e da altri fattori, che qui non considero.

Quanto ai tassi a breve praticati dagli altri paesi, non è detto che le loro variazioni inducano in ogni caso la nostra autorità monetaria a variare i tassi interni: è probabile che ciò accada solo in certe condizioni, e solo quando tali variazioni sono sensibili e avvengono in paesi particolarmente importanti come centri finanziari. Comunque, il confronto va fatto fra il tasso degli altri paesi e il tasso italiano corretto per tener conto delle aspettative riguardanti le variazioni dei cambi (v. l'appendice 3).

Tutto considerato, il tasso a breve oggi dipende, fondamentalmente, dall'andamento dei prezzi al consumo e dal fabbisogno dello Stato; dipende anche, in modo discontinuo, dai tassi dei principali paesi industrializzati. Il fabbisogno dello Stato può essere coperto da titoli o dalla creazione di base monetaria per il Tesoro; nella misura in cui si sceglie la seconda via, il tasso a breve viene spinto in basso. Pertanto, i principali determinanti di questo tasso sono: il saggio di variazione dei prezzi al consumo (\hat{P}_c), l'ammontare del fabbisogno statale e la base monetaria creata per il Tesoro o, precisamente, la variazione assoluta annuale di tale quantità (ΔBMT):

$$r_t = a + b \hat{P}_c + c FS - d \Delta BMT.$$

Le conseguenze dirette della politica monetaria sono espresse dalla terza variabile esplicativa; nel complesso, però, è decisiva l'interazione fra politica monetaria e politica di bilancio, che solo molto parzialmente può essere rappresentata dalla seconda e dalla terza variabile. Debbo osservare che la su indicata equazione non esprime una regolarità valida in ogni periodo e in ogni paese. In particolare, in Italia la variabile FS è divenuta rilevante — molto rilevante — solo negli ultimi dieci anni. Dal 1973 al 1980 il tasso a breve era inferiore a \bar{P}_c e l'interesse reale era negativo; dal 1980 in poi il fabbisogno statale si è più che triplicato — da 40 mila è salito a 125 mila miliardi — e lo Stato, per convincere i risparmiatori ad acquistare le enormi e crescenti masse di titoli ha dovuto pagare interessi nominali sempre più elevati e tali da consentire interessi reali positivi e anzi sempre più alti (da 1,8 nel 1981 a oltre il 6% — niente meno! — nel 1988). Assunto come dato il disavanzo, ossia prescindendo dalla possibilità di accrescere ancora di più la pressione fiscale — l'alternativa alla vendita di titoli sarebbe stata quella di finanziare il disavanzo in larga misura con creazione di base monetaria; non occorre affatto essere monetaristi per riconoscere che una tale politica sarebbe stata disastrosamente inflazionistica. (Gli Stati Uniti, che avevano ben maggiori spazi per accrescere la pressione fiscale, hanno voluto finanziare il loro crescente disavanzo pubblico quasi del tutto con titoli. Dato il peso di questo paese nell'economia internazionale, quella politica ha portato con sé per diversi anni un aumento cospicuo degli interessi reali in tutti i paesi.)

Gl'impieghi finanziari effettivamente accessibili alle famiglie non sono molti: oltre i titoli, ci sono i depositi (per diversi anni — più a lungo che per i titoli — anche gl'interessi reali sui depositi sono stati negativi); ci sono poi gli acquisti di beni immobili, come le case, che tuttavia riguardano una quota limitata di famiglie; inoltre, la regolamentazione dei canoni di affitto scoraggia gli investimenti nelle case di abitazione. Questi andamenti inducono anche a ritenere che per qualche tempo gl'impieghi finanziari delle famiglie possono dare rendimenti reali negativi senza che ciò determini la rapida caduta degli impieghi. Gli interessi reali negativi sono stati principalmente, anche se non esclusivamente, la conseguenza di aumenti rapidi e imprevisi dei prezzi, originati dai ben noti shock (petrolio e materie prime; Masera, 1989).

6. Tre categorie di tassi

Dunque, il potere discrezionale della banca centrale è oggi fortemente ridotto: un non trascurabile recupero di tale potere può provenire da una manovra composita, di cui l'elemento importante dovrebbe essere rappresentato dall'abolizione della cedolare secca sui titoli. Se si accoglie l'argomentazione svolta precedentemente, tale abolizione, con la riduzione dell'intero sistema di tassi, comporterebbe un beneficio netto non solo per lo Stato, ma per l'economia nel suo complesso, attraverso i minori tassi che rappresentano oneri per il settore pubblico (depositi postali e prestiti bancari a enti pubblici), attraverso l'indebolimento della pressione inflazionistica e grazie allo stimolo che minori interessi sui prestiti offrono alle imprese private.

Per valutare le diverse conseguenze di una riduzione del sistema dei tassi dobbiamo tuttavia cercare di rispondere al quesito: i rapporti per i diversi tassi restano stabili o variano? E se variano, è possibile individuare delle regolarità nelle variazioni?

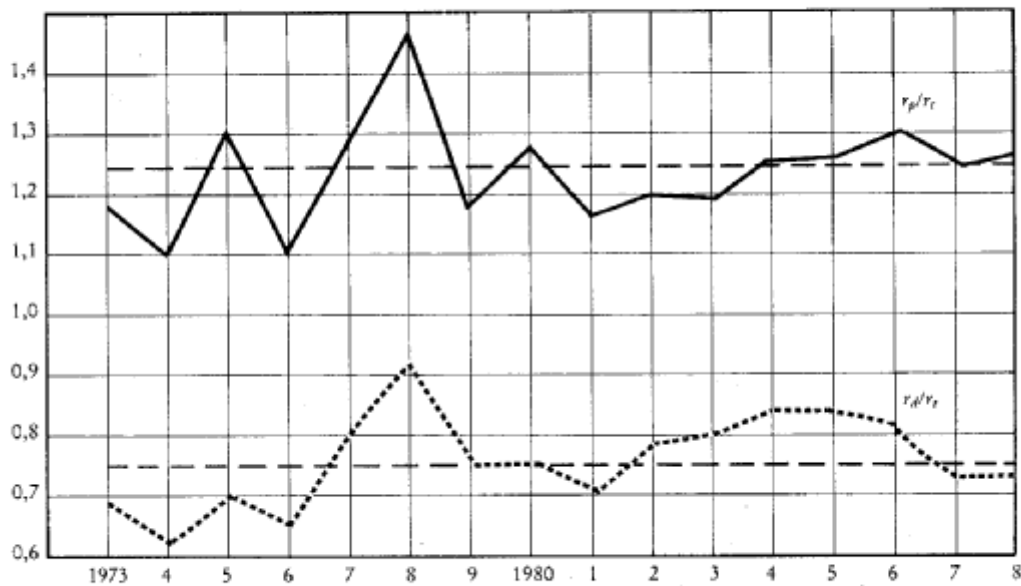
Conviene considerare i valori medi di tre categorie di tassi: sui titoli a breve (BOT a tre mesi) (r_t), sui depositi bancari a vista (r_d) e sui prestiti bancari (r_p). Dai grafici appare chiaro:

1) che la concordanza delle variazioni dei tassi delle tre categorie è notevole (nel 1978, però, la divergenza è sensibile; v. grafico 1);

2) che la differenza fra i tassi sui prestiti e sui depositi bancari ($r_p - r_d$), che è elemento essenziale del margine netto per le banche, tende a variare in senso anticiclico: di norma, aumenta quando la congiuntura è sfavorevole, diminuisce quando è favorevole. (La

RAPPORTO FRA TASSI

GRAFICO 1



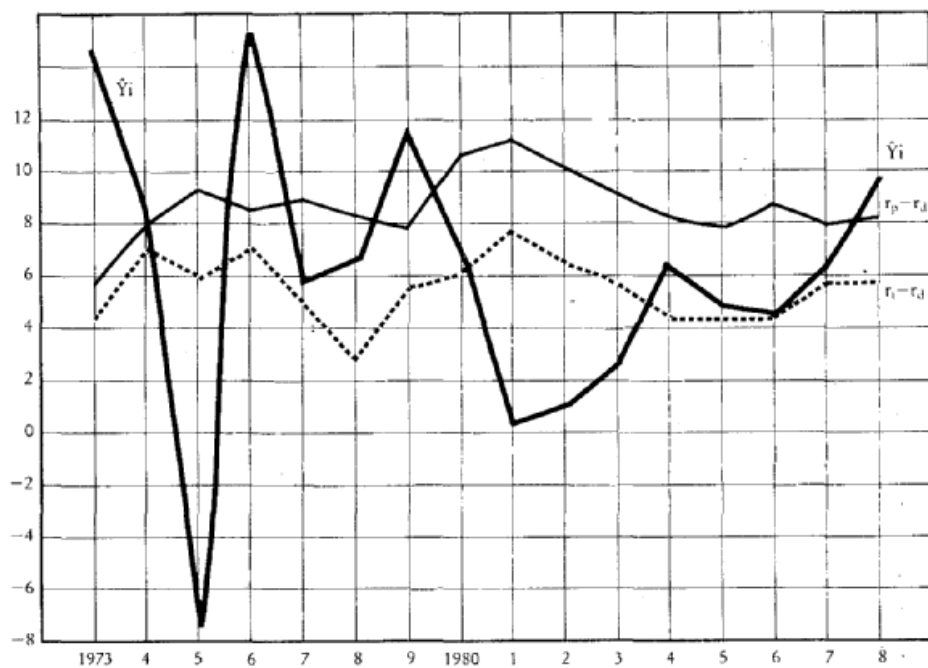
congiuntura può essere espressa attraverso diversi indici; qui si è usato il saggio di variazione della produzione industriale. Un andamento analogo, ma meno regolare, presenta la differenza $r_t - r_d$ che costituisce un elemento particolarmente rilevante nella scelta degli impieghi finanziari delle famiglie (grafico 2);

3) dal 1973 al 1980 i tassi nominali sui titoli pubblici sono quasi sempre inferiori al saggio di aumento dei prezzi al consumo (\hat{P}_c); solo a partire dal 1981 i tassi reali diventano positivi e tendenzialmente crescenti; dopo il 1981 divengono strette la correlazione fra r_c

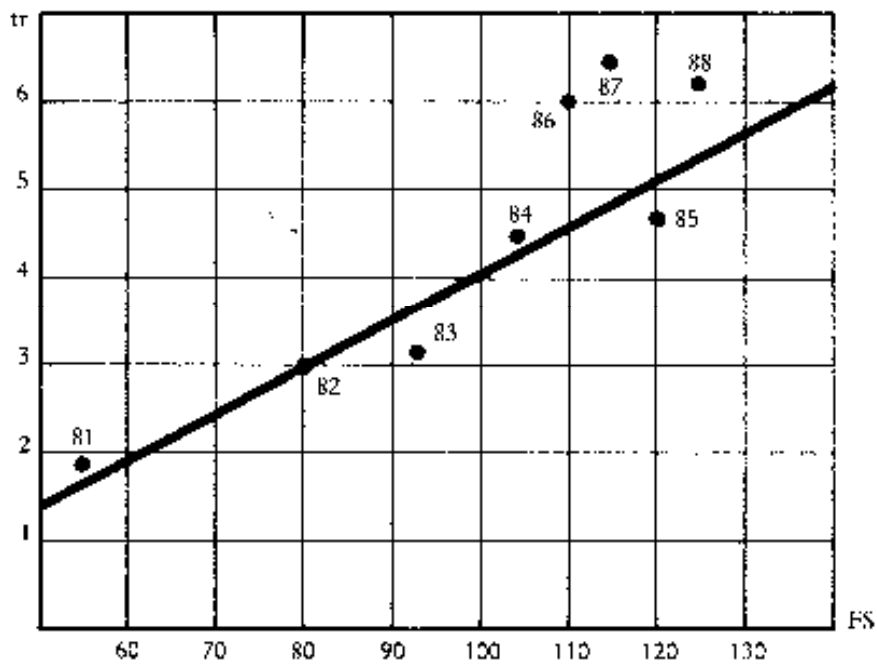
(grafico 3) e la correlazione tra fabbisogno finanziario (FS) e l'interesse reale ($i_t - \hat{P}_c = r_{tr}$) (grafico 4).

Mette conto di esprimere qualche osservazione sul punto 2), riguardante l'elevata covariazione negativa fra la differenza $r_p - r_d$ e l'andamento della congiuntura economica. Il fatto è che quando la congiuntura è favorevole crescono i profitti e cresce l'autofinanziamento delle imprese di produzione, che quindi hanno un maggior potere contrattuale rispetto alle banche. Queste, d'altra parte, vedono crescere il volume delle loro attività e possono quindi accontentarsi di minori margini unitari. L'andamento della differenza $r_p - r_d$ è pienamente in armonia con l'assunzione che il sistema creditizio è caratterizzato da situazioni di oligopolio differenziato e misto (ossia differenziato e concentrato). Si tratta di un'assunzione elaborata diversi anni fa da Biscaini, Carosio e Padoa Schioppa (1972) e poi introdotta nel modello trimestrale e in quello mensile della Banca d'Italia (1986, pp. 316-7 e 1988, pp. 11, 28, 93-4; v. l'appendice 2).

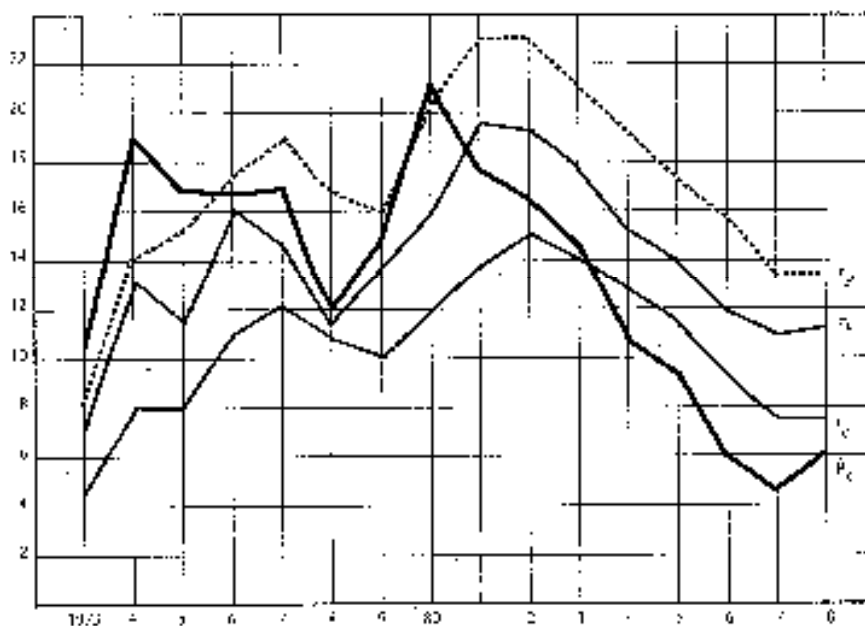
DIFFERENZE FRA TASSI E PRODUZIONE INDUSTRIALE GRAFICO 2



TASSO REALE A BREVE E FABBISOGNO STATALE GRAFICO 4



TASSI DELL'INTERESSE E PREZZI AL CONSUMO



7. Una manovra di ampio respiro

Dal 1981 al 1986 i tassi sono andati diminuendo (v. il grafico 3), soprattutto come conseguenza della diminuzione dei prezzi. Negli ultimi due anni, però, i tassi hanno smesso di diminuire e hanno anzi mostrato una certa tendenza all'aumento: a mio parere, ciò dipende non solo dall'andamento dei prezzi, ma anche dalla tassa sui titoli. Tuttavia, più degli andamenti concreti sono rilevanti le argomentazioni, le quali inducono a suggerire l'abolizione di quella tassa.

Forse è giunto il momento di considerare una manovra di ampio respiro, concordata fra i grandi centri di decisione competenti e cioè: Tesoro, Finanze, banca centrale e Associazione bancaria. Si tratta infatti:

- 1) di abolire il tributo sui titoli pubblici;
- 2) di ridurre decisamente il tributo sui depositi — non di abolirlo, giacché questi non rappresentano solo un impiego effettuato in vista di un rendimento ma anche, in primo luogo, una forma di liquidità;⁸

- 3) di ridurre, nel contempo, il tasso ufficiale di sconto e i tassi attivi delle banche. L'abolizione del tributo sui titoli dovrebbe essere accompagnata dall'inclusione delle entrate provenienti dai titoli fra i redditi soggetti alle imposte dirette, non solo nel caso delle persone giuridiche ma anche in quello delle persone fisiche.

Dal momento che si tratta di ridurre non un singolo tasso ma l'intero sistema, compresi i tassi attivi, può forse convenire non limitarsi alla riduzione dei tributi sui depositi, che consente alle banche di ridurre i tassi passivi; può darsi che convenga anche elevare i bassissimi tassi pagati dalla banca centrale alle banche ordinarie sulle riserve obbligatorie (5,5%) — un modo irrazionale per lo Stato di risparmiare sugli esborsi.

Sul fondamento della precedente analisi l'autorità monetaria potrebbe limitarsi a ridurre il tasso a breve; l'intero sistema dei tassi tenderebbe poi via via a diminuire senza particolari misure: la circoscritta variabilità dei rapporti fra i tassi induce a ritenere che i tassi si muovono di conserva

⁸ • Probabilmente converrebbe distinguere fra depositi a vista e certificati di deposito, che costituiscono un vero e proprio risparmio e che quindi dovrebbero essere detassati completamente o in misura maggiore e non essere soggetti a riserva obbligatoria.

in tempi non lunghi (v. il grafico 1). Tuttavia, per rendere massimi i risultati e raggiungerli in tempi molto brevi, si può pensare alla manovra cui si è fatto cenno: il fondamento razionale sta proprio nel fatto che gl'interessi non sono perfettamente flessibili nelle due direzioni, ma in una certa misura possono essere regolati dalle aziende di credito e, soprattutto, da quei grandi centri di decisione. Come ben s'intende, occorrerebbe valutare con grande attenzione i vincoli e gl'impulsi interni, principalmente, l'andamento dei prezzi e del fabbisogno finanziario dello Stato (del vincolo esterno si è detto).

È chiaro che la manovra può avere veramente successo se la pressione inflazionistica s'indebolisce e se viene ridotto il fabbisogno dello Stato. Occorre tener conto anche della congiuntura economica: se, come molti ritengono, continuerà a essere favorevole, si può prefigurare una riduzione dei tassi attivi anche maggiore dei tassi passivi, ciò che avrebbe importanza per la pubblica amministrazione, ma avrebbe importanza anche maggiore per le imprese. D'altro canto, la riduzione dei tassi bancari passivi consente una riduzione del rendimento (netto) dei tassi a breve dal momento che l'alternativa più rilevante fra gl'impieghi delle famiglie è appunto quella fra titoli e depositi.

L'abolizione dell'imposta sui titoli pubblici consentirebbe una riduzione di un punto e sessanta centesimi degli interessi sui titoli di debito pubblico (a parità di rendimento netto dei titoli stessi); in prima istanza, se l'argomentazione qui svolta è corretta, l'erario non avrebbe né danni né benefici — in prima istanza, cioè, avrebbe luogo la partita di giro di cui si è detto nel primo paragrafo. Se però l'argomentazione qui svolta è corretta e se la manovra dei quattro grandi centri — una manovra che include anche un'azione diretta sugli altri tassi è adeguatamente preparata e coordinata, la riduzione dei tassi può essere superiore a 1,60 punti (imposta per tasso a breve: 12,5 X 12,8%): io penso che la manovra possa superare i due punti. Certo, limitandosi all'abolizione dell'imposta e quindi riducendo di 1,60 punti il tasso a breve, mentre si potrebbero via via avere quei benefici indiretti di cui si è detto, non si dovrebbero temere effetti negativi né sui risparmiatori interni (i rendimenti netti non varierebbero) né sui capitalisti esteri. Ma proprio considerando i rapporti con l'estero si può pensare di ridurre l'interesse in misura maggiore, se è vero che oggi non si tratta di frenare un deflusso di capitali interni ma invece di frenare un eccessivo afflusso di capitali esteri. C'è, è vero, l'azione anti-inflazionistica che i cambi esercitano quando sono spinti in alto da elevati interessi. C'è, peraltro, la presunzione che tali elevati interessi, se attraverso i cambi spingono i prezzi in basso, per un altro verso possono spingerli in alto, cosicché si tratta di trovare la linea giusta fra le opposte spinte, una linea che può emergere da un'azione graduale. In effetti, converrebbe congegnare la manovra in modo tale da ridurre i margini di convenienza a investire all'estero e da elevare, sia pure moderatamente, i margini per le attività interne delle banche, anche per accrescerne la loro capacità competitiva a livello europeo.

L'intera argomentazione presuppone che le imposte reali si trasferiscono, mentre le imposte personali sulle famiglie non si trasferiscono; e la cedolare secca sui titoli ha la natura di imposta reale. Tuttavia l'inclusione delle entrate provenienti dai titoli fra i redditi soggetti all'imposta progressiva personale potrebbe avere effetti negativi sulla propensione delle famiglie a investire in titoli pubblici italiani, specialmente se tale norma non fosse applicata in tutti i paesi della Comunità. La preoccupazione ha fondamento e occorre tenerne conto. Una prima risposta potrebbe essere quella di un forte abbattimento delle entrate per interessi — per esempio due terzi o tre quarti — anche per tener conto dell'inflazione, che oggi riduce il rendimento reale a circa la metà del rendimento nominale.⁹ Ma per evitare passi falsi dobbiamo fissare un calendario di priorità. Ricordiamoci che entro il luglio del 1990 l'Italia deve liberalizzare completamente i movimenti di capitali nell'ambito della Comunità europea; c'è anzi l'ipotesi di anticipare di qualche mese tale liberalizzazione. Nel prospettare tale ipotesi, tuttavia, non sembra che siano stati adeguatamente

⁹ Si potrebbe introdurre una norma secondo cui la quota dell'abbattimento dovrebbe essere stabilita ogni anno, anche il rapporto alla velocità dell'inflazione e si potrebbero stabilire due o tre scaglioni, esonerando, nell'ambito dell'IRPEF, i piccoli risparmiatori. Anche la deducibilità degli interessi dovrebbe essere limitata ai soli interessi reali. (Per l'intera questione si veda l'assai interessante articolo di Manes, 1989.)

considerati i problemi inerenti alla tassazione delle attività finanziarie. Sotto questo aspetto l'Italia si trova in una situazione anomala: i depositi bancari, specialmente a causa della cospicua imposta (30%), sono sottoremunerati rispetto a quel che accade in altri paesi della Comunità (da noi si scende anche a tassi reali negativi), mentre i titoli pubblici sono, sempre in confronto con gli altri paesi, sottoremunerati. Per questo e per altri motivi c'è un duplice rischio: deflusso di capitali di certi tipi e afflusso di capitali di altri tipi. In Francia, dal suo canto, proprio in vista della piena liberalizzazione dei movimenti dei capitali, si sta già discutendo, nell'ambito della legge finanziaria, di ridurre sostanzialmente certe imposte riguardanti le attività finanziarie, a cominciare dai depositi. Ma se noi riduciamo l'imposta sui depositi non possiamo consentire che il margine così creato vada integralmente a vantaggio dei depositanti, per evitare un cospicuo spostamento di capitali dai titoli verso i depositi. Anche per questo motivo è indispensabile la manovra a quattro, distinguendo però i problemi urgenti da quelli meno urgenti. È urgente, a mio giudizio, rivedere i tassi sui depositi e quelli sui prestiti e abolire la cedolare secca per le famiglie. È meno urgente il problema d'introdurre la cedolare d'acconto anche per le famiglie — una regola che negli Stati Uniti vige da tempo ma che in Europa incontra diverse difficoltà. A quanto pare, l'unico accordo che può essere raggiunto in tempi brevi dai paesi della Comunità riguarda lo scambio sistematico d'informazioni sui redditi provenienti da attività finanziarie — un accordo che, se fosse raggiunto, non andrebbe affatto sottovalutato, sia per le possibilità che apre di oculate meditate misure fiscali (e in questo campo gli Stati Uniti hanno molto da insegnare ai paesi europei), sia per le possibilità dei controlli relativi ai traffici e agli impieghi delle grandi organizzazioni criminali.

* * *

Prima di concludere desidero mettere nel massimo rilievo che la manovra non ha il significato di far abbassare la guardia antinflazionistica, né ha carattere artificiale o arbitrario: le sue componenti essenziali consistono nell'abolizione e nella modifica di misure fiscali da considerare, quelle sì, arbitrarie e distorsive. L'accordo a quattro dovrebbe solo rendere più rapidi gli effetti, che comunque avrebbero luogo dopo gli interventi fiscali, cercando di eliminare attriti e sprechi. Gli effetti immediati sarebbero algebricamente positivi per via dei vantaggi collaterali di cui ho detto. Tuttavia, nel breve periodo tali vantaggi appaiono modesti; in un periodo medio o lungo, però, potrebbero fornire un contributo di peso via via crescente a quella discesa dei tassi che tutti auspicano. Si tratta, infatti, di scendere dai livelli addirittura abnormi che hanno raggiunto (6-7% in termini reali!) a livelli normali, diciamo il 2,5-3%, ossia paragonabili al saggio di aumento di lungo periodo del reddito nazionale (Sylos Labini, 1948).

8. Cenni conclusivi

Gli obiettivi di una politica di alti tassi sono diversi e non sempre coerenti fra loro:

1) contrastare l'inflazione, in primo luogo frenando gli impieghi bancari e contenendo così la crescita della domanda, e in secondo luogo spingendo in alto i cambi, ciò che blocca o quanto meno rallenta l'aumento dei prezzi dei prodotti importati;

2) frenare il deflusso dei capitali e favorirne l'afflusso, per impedire la crescita del disavanzo estero;

3) incentivare l'acquisto di massicce quantità di titoli per finanziare il disavanzo pubblico.

Una manovra come quella qui prospettata non impedirebbe affatto di continuare a perseguire i primi due obiettivi; anzi, probabilmente consentirebbe di evitare le conseguenze collaterali negative, dipendenti dalla sia pur limitata lievitazione del sistema dei tassi. Può sembrare però che, riducendo tutti i tassi, compresi quelli attivi, s'incentivano gli impieghi bancari, col rischio di un surriscaldamento dell'economia e di una ripresa dell'inflazione. Ora, è vero che la pressione della domanda nei mercati di certi prodotti, come quelli agricoli, a parità di altre condizioni tende a spingere in alto i prezzi e che, indirettamente, quella pressione, stimolando le importazioni e

frenando le esportazioni, può far crescere il disavanzo estero, ciò che, attraverso i cambi, spinge in alto i prezzi. Ma, sebbene spesso sia dato per certo, non è affatto provato che una pressione della domanda faccia crescere tutti i prezzi, compresi quelli che più pesano e più contano, ossia i prezzi dei manufatti. In ogni modo, ove si ritenesse opportuno frenare gl'impieghi delle banche, non si deve ragionare come se gli alti interessi fossero l'unica misura possibile: ci sono altre misure, come la manovra delle riserve per le posizioni nette delle banche verso l'interno e verso l'estero.

Resta il terzo obiettivo, quello che riguarda il problema oggi dominante e cioè il finanziamento del disavanzo pubblico. Se si riconosce che la detassazione dei titoli non modifica, almeno in una prima fase, i rendimenti netti e se si riconosce che tale detassazione può condurre a risparmi, in termini di oneri per interessi, non eguali ma superiori alla diminuzione delle entrate fiscali — soprattutto, ma non esclusivamente, per via dei minori oneri connessi ai prestiti concessi a organismi pubblici allora dobbiamo concludere che la manovra in esame può servire ad alleviare il problema del disavanzo.

Fra i paesi industrializzati, noi siamo spesso al primo posto sia nelle classifiche dell'inflazione che in quelle relative ai tassi dell'interesse (depositi a parte); eppure venti o trent'anni fa nelle due classifiche eravamo in basso — più volte alla nostra moneta è stato assegnato l'Oscar della stabilità. Perché è avvenuto questo?

A mio giudizio, il differenziale inflazionistico va spiegato facendo riferimento al meccanismo della scala mobile, che se pure non inflazionistico come quello disgraziatamente concordato nel gennaio del 1975, non è «neutrale», come sostanzialmente era quello che vigeva prima del 1975; va spiegato, inoltre, considerando i meccanismi di tipo contrattuale e il sistema degli oneri sociali, che gravano in misura eccessiva sulle imprese. Quanto ai tassi, sono così alti, oltre che per la pressione inflazionistica e per l'enorme fabbisogno statale, anche — ed è appunto la tesi centrale di questo articolo — per le caratteristiche assunte dal sistema di tassazione delle attività finanziarie.

PAOLO SYLOS LABINI