

Tassi d'interesse ed equilibrio reale e finanziario dell'economia

FRANCESCO PARRILLO

1. — *Le decisioni in materia di tassi debbono essere legate, in modo coerente, ad una pluralità di elementi ed in primo luogo all'entità del disavanzo statale. Determinato il deficit del settore pubblico e stabilita la misura del ricorso al mercato interno, noti gli obiettivi di crescita del prodotto lordo e dei prezzi, risulta specificato il flusso di finanziamento per il comparto privato, quindi il credito totale interno, somma delle esigenze dei due settori dell'economia.*

L'aggregato del CTI richiede un adeguato assorbimento di attività finanziarie create in contropartita della copertura dei fabbisogni; in altre parole, perchè l'equilibrio sia assicurato, le esigenze delle unità in deficit private e pubbliche devono essere fronteggiate da un corrispondente, quanto ad entità e composizione, saldo finanziario delle unità in surplus. Detto saldo dipende dalle decisioni di consumo e di investimento in beni reali, quindi, dalla struttura dei tassi di interesse che su tali decisioni incide modificando le preferenze.

Da quanto esposto appare, con evidenza, che il livello ed il profilo della curva dei tassi non sono variabili indipendenti manovrabili in modo autonomo dal contesto generale. Ed, infatti, la politica dei saggi di interesse ha il compito delicato ed importante di chiudere il modello innanzi delineato rendendo possibile l'equilibrio tra settore reale e finanziario della economia in funzione degli obiettivi indicati.

Il ruolo di cerniera che il costo del credito è chiamato a svolgere richiede, perciò, che le decisioni siano razionali rispetto al quadro di riferimento e non il frutto di indicazioni parziali ed incoerenti con esso. Ne deriva che gli interventi in materia devono seguire le modifiche nei targets finali per assicurare le compatibilità e non costituire un prius rispetto a delle variazioni con il rischio di compromettere il raggiungimento degli obiettivi.

2. — Gli elementi per procedere con l'indicata razionalità sono disponibili: il PIL dovrebbe crescere del 14% ed il degrado monetario attestarsi su base annua a circa il 13%. I due obiettivi si collegano alla diminuita capacità di spesa delle famiglie ed alla contrazione degli investimenti.

Il miglioramento delle ragioni di scambio e la flessione delle importazioni dovrebbero consentire un aggiustamento della bilancia corrente sicchè la bilancia dei pagamenti richiederà un saldo positivo nei movimenti di capitali più contenuto rispetto al recente passato.

PIL ed inflazione dipendono, altresì, dal fabbisogno complessivo del settore statale previsto in 71.000 miliardi, mentre il ricorso al mercato interno è indicato in 67.000 miliardi.

Note le esigenze dell'operatore pubblico e tenuto conto delle ipotesi di sviluppo del reddito nominale, la previsione di credito totale interno è di 105.000 miliardi. L'aggregato dovrebbe ripartirsi: 63,8% al settore pubblico (67.000 miliardi) e 36,2% al comparto privato (38.000 miliardi). Nel 1982 dei 100.479 miliardi di CTI, la quota spettante all'operatore statale è stata del 67,6% (67.964 miliardi) i rimanenti 32.515 miliardi pari al 32,4% del totale hanno finanziato l'economia.

All'interno dell'aggregato i prestiti bancari dovrebbero svilupparsi per 19.000 miliardi (12.800 miliardi nel 1982) pari al 18,1% del CTI (12,6% nel 1982) mentre i finanziamenti degli istituti speciali aumenteranno di 14.427 miliardi (15.500 nel 1982) passando dal 14,9% al 14,8% del CTI.

Tenuto conto delle emissioni obbligazionarie (3500 miliardi, 3,4% del CTI) il volume globale del credito a medio termine passerà da 18.355 a 19.000 miliardi corrispondenti al 50% del totale dei finanziamenti al settore privato contro il 60% del 1982.

Di conseguenza il credito ordinario aumenterà il proprio peso di circa 10 punti percentuali.

Ipotizzato il pareggio della bilancia dei pagamenti ed un saldo negativo di 7.500 miliardi della voce « altre partite », le attività finanziarie del settore non statale create nell'anno in corso raggiungeranno 97.500 miliardi (87.218 miliardi nel 1982).

La composizione della posta dovrebbe essere costituita da circolante per 4500 miliardi (4,6% del totale), da depositi bancari (50,3%), da altri depositi, BOT e titoli per 44.000 (45,1%).

Si osservi che rispetto al 1982 la raccolta delle aziende di credito dovrebbe diminuire, come flusso, da 50.109 a 49.000 miliardi (— 1.109

miliardi) sicchè nel complesso la provvista bancaria dovrebbe espandersi del 15% (18% nel 1982) in linea con lo sviluppo indicato degli impieghi.

3. — È importante sottolineare che la previsione si basa su di « una sostanziale stabilità del differenziale tra i tassi sui BOT e quelli passivi bancari » esistente al momento della previsione stessa.

In sintesi, i saggi dovrebbero flettersi in correlazione positiva con quella sui titoli pubblici. Un margine più ampio sposterebbe le preferenze verso le cambiali del Tesoro alterando non solo il mix tra le attività finanziarie, ma anche la misura e la composizione dei finanziamenti al settore privato, quindi, del CTI a beneficio dell'operatore pubblico.

D'altro canto, un differenziale ridotto spostando le preferenze dei risparmiatori verso le passività emesse dalle banche creerebbe problemi per la copertura del fabbisogno del settore statale con effetti sulla creazione di base monetaria. La maggior quantità di moneta ad alto potenziale immessa nel sistema imporrebbe, dato l'obiettivo di contenimento del degrado inflazionistico, interventi delle autorità volti a controllare il moltiplicatore bancario al fine di sterilizzare la liquidità in eccesso.

In alternativa, uno sviluppo della raccolta non conforme alle esigenze del comparto potrebbe determinare l'assorbimento volontario od imposto da parte delle aziende di credito delle cambiali del Tesoro non collocate presso l'economia.

L'equilibrio tra creazione di attività finanziarie ed esigenze di finanziamento sarebbe assicurato, ma il sistema bancario, chiamato a saldare il circuito, pagherebbe il prezzo di una più bassa redditività.

In effetti il minor margine tra rendimento dei BOT e tassi passivi, aumenterebbe la raccolta ma si scaricherebbe, altresì, sui conti economici degli intermediari a breve, determinando maggiori costi per interessi e più bassi proventi da investimenti in titoli pubblici.

Più in generale, l'assorbimento di 103.500 miliardi di attività finanziarie, a motivo del ridursi della propensione al risparmio delle famiglie per la crescita contenuta del reddito disponibile, richiede la corresponsione da parte dell'emittente di un rendimento reale positivo a favore dell'investitore. Ne deriva che la dinamica discendente dei saggi nominali incontra limiti imprescindibili nell'andamento del-

l'inflazione. Una riduzione più accentuata rispetto a quella del degrado monetario modificherebbe le decisioni degli operatori a vantaggio del consumo con problemi per il finanziamento dei settori in deficit e per il saldo dei conti con l'estero.

Gli spazi disponibili per operare, in un senso e nell'altro, sui tassi appaiono circoscritti: la struttura ed il livello devono essere compatibili con gli obiettivi finali ed intermedi innanzi richiamati, all'interno il differenziale tra rendimento dei BOT e tassi bancari passivi deve consentire la copertura delle esigenze finanziarie dell'economia e del settore pubblico nella proporzione prevista.

Fissata l'entità dei saggi sulla raccolta, quelli attivi sono univocamente determinati, dato il costo dell'intermediazione ed il livello del profitto. Fattore non secondario è la composizione dell'attivo patrimoniale. Si è già ricordato che la previsione per il 1983 è di 49.000 miliardi di depositi, compresi i certificati, e di 19.000 miliardi di impieghi sicchè il rapporto tra i due flussi è del 39%. Il rimanente 61% va allocato nella liquidità libera ed obbligatoria e nella voce investimenti in attività a reddito fisso.

Nel 1982 si è avuto che solo il 24,4% dell'incremento della raccolta è stato destinato agli impieghi mentre il 75,6% ha alimentato le due voci liquidità e titoli.

Il realizzarsi della ripresa della domanda di credito, possibile nella seconda parte dell'anno se l'economia recupererà ed il massimale non verrà rinnovato, dovrebbe favorire una determinazione dei tassi attivi a fronte di quelli passivi meno discosta che nel 1982. In altre parole, a causa della maggior quota di impieghi rispetto a quella per investimenti, i saggi attivi, come tendenza ed a parità di altre condizioni, dovrebbero flettersi maggiormente di quelli passivi, ma comunque la loro manovrabilità è possibile entro gli stessi limiti innanzi individuati.