

È possibile che tasse e titoli finanzino la spesa pubblica?

di

Stephanie Bell*

Luglio 1998

Traduzione a cura di

Marco Sciortino

per

www.memmt.info

* Visiting Scholar all'Università di Cambridge, The Jerome Levy Economics Institute
L'autrice desidera ringraziare Peter Ho, John Henry, Edward Nell e Randy Wray per le osservazioni di ausilio; eventuali errori sono da attribuire alla sottoscritta.

Sommario

Questo saggio indaga sulla credenza comunemente accettata che la spesa del governo sia di regola finanziata tramite una combinazione di tasse e vendita di titoli. L'argomento è tecnico e richiede un'analisi dettagliata del meccanismo della contabilità delle riserve presso la banca centrale. Dopo un'attenta valutazione della complessità della contabilità delle riserve, verrà mostrato come i proventi della tassazione e della vendita di titoli non sono tecnicamente in grado di finanziare la spesa del governo e che invero i governi moderni di fatto finanziano tutta la loro spesa mediante la creazione diretta di moneta ad alto potenziale. L'analisi mostra implicazioni significative per la politica fiscale oltretutto monetaria.

1. INTRODUZIONE

La questione del metodo migliore con il quale finanziare la spesa (a deficit) del governo resta ancora un tema controverso fra molti economisti (v. Modigliani, 1992; Trostel, 1993; Ludvigson, 1996; e Smith et al., 1998). Nonostante la maggior parte di essi concordino sul fatto che le politiche finanziarie del governo richiedono una scelta fra imposizione di tasse, vendita di titoli del debito fruttanti interessi e lo 'stampaggio'/creazione di moneta governativa¹ (o una combinazione di queste), vi è spesso forte disaccordo riguardo le conseguenze macroeconomiche di tali scelte. La tesi di Barro-Ricardo (Barro, 1974), ad esempio, suggerisce che la scelta del finanziamento sia irrilevante. Questa argomentazione [nasce dal concetto secondo il quale, *ndr*] la spesa governativa finanziata tramite bond imporrà maggiori tasse in futuro inducendo le famiglie a risparmiare di più oggi. Il risparmio indotto, che è appena sufficiente per acquistare il nuovo debito pubblico, lascia la ricchezza privata netta invariata, neutralizzando del tutto lo stimolo della spesa pubblica. Allo stesso modo, come riconosce Tobin, la spesa finanziata attraverso l'emissione di *demand obligations* [sono delle obbligazioni a tasso variabile, *ndt*] (ossia 'stampando' moneta), potrebbe portare un monetarista ricardiano a insinuare che una 'pioggia di moneta', sotto-forma di 'pioggia di bond', non avrà effetto sulla ricchezza privata aggregata o sul consumo, dato che gli aggiustamenti nel livello dei prezzi eviteranno che la quantità *reale* di moneta risenta dei cambiamenti (1998). Per cui, la spesa a deficit finanziata mediante bond — o mediante moneta — produce risultati 'equivalenti' a quelli che sarebbero risultati se tutta la spesa fosse stata finanziata attraverso l'imposizione fiscale.

Di contro, alcuni keynesiani asseriscono che le scelte circa la fonte (o le fonti) del disavanzo delle finanze siano invece rilevanti (Blinder e Solow, 1973, 1976; Buitert, 1977; Lerner, 1973; Tobin, 1961). Per essi, le conseguenze economiche del prendere in prestito e dello 'stampare' moneta possono differire sostanzialmente da quelle ottenibili quando la spesa pubblica è finanziata unicamente dalla tassazione. Probabilmente, fra i membri di tale gruppo, la maggior parte concorderebbe che stampare moneta sia il metodo meno comune e meno desiderabile per finanziare la spesa del governo. Infatti, la maggioranza di essi affermerebbe che la vendita di bond è (e dovrebbe essere) utilizzata per finanziare la spesa eccedente la tassazione.

Malgrado le differenti credenze sulle *conseguenze* delle decisioni di finanziamento, entrambi i gruppi, evidentemente, ritengono che il governo scelga *come* finanziare la propria spesa. Ciò che è vistosamente assente in questi dibattiti in corso, tuttavia, è un esame dettagliato delle sfumature relative alla contabilità delle riserve. Poiché queste sfumature non sono state incluse nelle analisi classiche, molti economisti continuano a discutere sulle conseguenze macroeconomiche dei metodi alternativi di "finanziamento". Tali dibattiti derivano dall'apparente interdipendenza fra imposte, vendita di bond, e spesa a deficit. Considerando l'impatto di tali operazioni sulle riserve bancarie, la loro interdipendenza può essere definita come una conseguenza dei loro 'effetti di riserva', piuttosto che come una necessaria relazione di finanziamento.

Perciò, questo saggio esaminerà da vicino gli 'effetti di riserva' delle operazioni del Tesoro, esaminando l'impatto della spesa del governo, dell'imposizione fiscale e della vendita di titoli sulle riserve delle member banks [sono banche che fanno parte del sistema Federal Reserve, *ndr*]. La Sezione 2 espone dettagliatamente l'impatto della spesa del governo e della tassazione

¹ Verrà utilizzato il termine moneta governativa in riferimento alla Moneta ad Alto Potenziale [o base monetaria, M0, *ndt*] (MAP) [High-Powered Money, HPM, *ndt*], definita come componente dei saldi in depositi bancari, più il totale della moneta detenuta dal pubblico. Quando occorrerà, le variazioni nella 'offerta di moneta' (M1, M2, etc.) saranno distinte dalle variazioni in MAP.

sulle riserve bancarie nonché l'importanza dei conseguenti effetti di riserva. Nella Sezione 3, vengono introdotte alcune importanti strategie per minimizzare gli effetti di riserva. Il caso della spesa a deficit verrà considerato nella Sezione 4, dove vengono discussi gli effetti di riserva dei vari metodi per la vendita del debito pubblico. Nella Sezione 5 saranno attentamente valutate la complessità della contabilità delle riserve, e la moneta creata *ex novo* sarà annunciata come la fonte di tutte le finanze del governo. Verrà inoltre dimostrato che i proventi della tassazione e della vendita di bond non sono anche in grado di finanziare la spesa pubblica, visto che la loro raccolta implica la loro *distruzione*. Nella sezione conclusiva viene suggerito che i dibattiti circa i metodi alternativi per finanziare la spesa (a deficit) del governo dovrebbero concentrarsi, piuttosto, sui mezzi alternativi per drenare le riserve (in eccesso) dal sistema bancario.

2. GLI "EFFETTI DI RISERVA" DELLA TASSAZIONE E DELLA SPESA

Prima di esaminare gli "effetti di riserva" delle varie operazioni del Tesoro è prudente cominciare a dare uno sguardo da vicino alle riserve aggregate delle member bank.² Partendo dallo stato patrimoniale della Federal Reserve, è possibile aggiungere ad ogni sezione i termini equivalenti e manipolare algebricamente le voci al fine di isolare le riserve delle member bank.³ Il risultato, spesso reputato come "equazione delle riserve", configura le riserve totali delle come la differenza tra "fonti" e "impieghi" alternativi dei fondi di riserva. L'equazione delle riserve può essere scritta come:

2 Sebbene i requisiti delle riserve vengono generalmente soddisfatti dal possesso di una combinazione di depositi in contanti e conti correnti alle filiali della Federal Reserve, i conti detenuti dagli istituti di deposito alle Federal Home Loan Bank, alla National Credit Union Administration Central Liquidity Facility, o alle banche corrispondenti possono anche essere idonei a soddisfare tali requisiti. Gli istituti di deposito non devono soddisfare tali requisiti su base *giornaliera*. Essi hanno un "periodo di riserva" di due settimane (terminante i venerdì) durante il quale sono tenuti a mantenere le riserve giornaliere totali *medie* eguali alla percentuale richiesta delle operazioni di contabilità giornaliera medie tenute durante il periodo di due settimane fino al lunedì *precedente*. Per cui, pur essendo considerato come un sistema di conti di riserva simultanei (CRS) [CRA, *contemporaneous reserve accounting* nell'originale, *ndt*], esso è, in pratica, ritardato di due giorni. Ossia, le banche hanno sempre due giorni (martedì e venerdì) entro il quale procurarsi (*ex post*) le riserve necessarie per eliminare un'eventuale carenza riscontrata. Anche se alcune banche possono scegliere di tenere riserve in eccesso, le banche che intendono massimizzare i profitti risparmieranno sulle riserve. A meno che qualche banca non abbia una preferenza per gli *idle fund* [fondi di deposito non investiti che non maturano interessi, *ndt*], esse scambieranno le riserve in eccesso per "*asset redditizi*" come mutui o valori mobiliari.

3 Vedi (Ranlett, 1977, pp. 191-193) per il procedimento logico.

Figura 1

	<i>Fonti</i>	=	-	<i>Impieghi</i>
Riserve totali banche associate	Crediti della Federal Reserve: Titoli del governo Prestiti alle banche associate Flottante Oro Diritti Speciali di Prelievo Moneta del Tesoro			Moneta in circolazione + Saldo del Tesoro alla Fed + Saldi esteri alla Fed + Denaro in cassa del Tesoro + Altri depositi e conti (al netto) presso la Fed

Dalla figura 1 risulta chiaro che un incremento di ognuno dei termini fra parentesi sulla sinistra incrementerebbe le riserve, mentre un aumento di ognuno dei termini fra parentesi sulla destra le diminuirebbe.

2.1 GLI "EFFETTI DI RISERVA" DELL'IMPOSIZIONE FISCALE E DELLA SPESA

In questa sezione verranno analizzati gli effetti di riserva di due importanti operazioni del Tesoro, la spesa pubblica e l'imposizione fiscale. Per dare un'idea dell'impatto di tali operazioni sulle riserve bancarie, verrà considerato il caso in cui tutti i pagamenti del governo e le entrate vengano immediatamente addebitati/accreditate presso i conti detenuti alle *Reserve Bank*. [12 banche che fanno parte del Federal Reserve system, ndr]⁴

Quando il governo spende, esso stacca un assegno dal proprio conto alla Federal Reserve. Supponendo che l'assegno venga depositato in un conto presso una banca commerciale, le riserve delle s'innalzano (dell'ammontare dell'assegno) mentre la Federal Reserve addebita il conto del Tesoro, diminuendo il termine fra parentesi di destra (TPD) nella Figura 1, e accreditando il conto di una banca commerciale. Per cui, ogni qualvolta che viene depositato da una banca commerciale un assegno prelevato da un conto del Tesoro presso una *Federal Reserve bank*, si verifica un incremento a livello di sistema nelle riserve delle . La spesa pubblica, quindi, incrementa le riserve bancarie in aggregato (*ceteris paribus*).

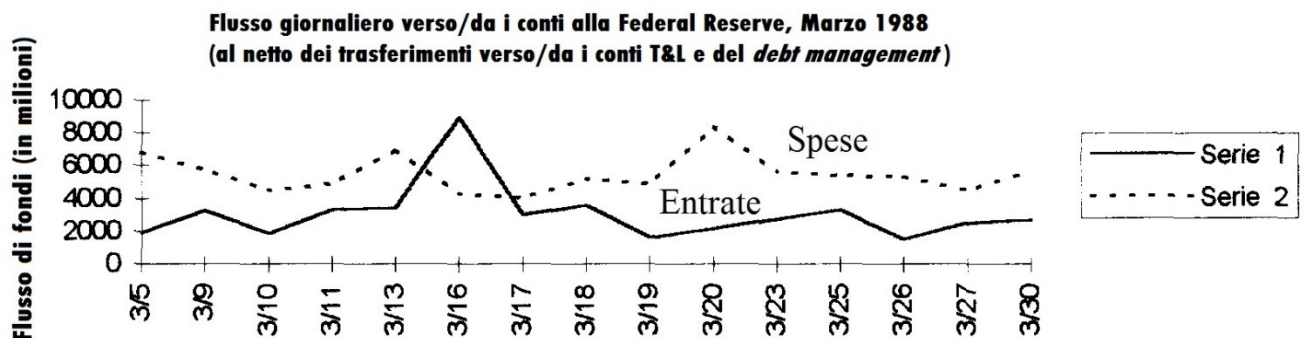
Quando, anziché prelevare sul suo conto presso la Fed, il tesoro *riceve* fondi presso il proprio

⁴ Ovviamente, è vero che il Tesoro mantiene conti presso migliaia di banche commerciali e altri istituti di deposito oltre alle *Federal Reserve bank*. Ciò cambia notevolmente le cose e sarà argomento della prossima sezione.

conto, avviene il contrario. Ad esempio, se un contribuente pagasse le proprie tasse mandando un assegno all'IRS [International Revenue Service, equivalente italiano dell'Agenzia delle entrate, *ndt*], la sua banca ed il sistema bancario nel suo insieme perderebbero un ammontare equivalente di riserve, poiché l'IRS versa l'assegno nel conto del Tesoro presso la Federal Reserve. Le riserve totali delle diminuiscono in quanto aumenta il TPD della Figura 1. Dunque, il pagamento delle tasse con un assegno si risolve in un decremento a livello di sistema nelle riserve delle member bank (*ceteris paribus*).⁵

Se la spesa del Tesoro, [effettuata sui propri, *ndr*] conti presso la Fed fosse perfettamente coordinata con le entrate fiscali depositate direttamente nei conti che il Tesoro ha presso le *Reserve bank*, i loro effetti opposti si compenserebbero gli uni con gli altri. Cioè, se il governo incorresse in un pareggio di bilancio con entrate fiscali giornaliere e spesa pubblica programmate in modo da compensarsi, non vi sarebbero effetti netti sulle riserve bancarie. Tuttavia, come mostra la Figura 2, le entrate giornaliere del Tesoro e gli esborsi dai conti presso le *Reserve bank* sono altamente sproporzionati. Infatti, essi possono differire di quasi 6 miliardi di \$.

Figura 2



Fonte: Daily Treasury Statement, <http://fedbbs.access.gpo.gov/dailys.htm>

Pertanto, a dispetto di un'attenuazione dell'«effetto di riserva» dovuta simultaneamente alla iniezione e al prelievo delle riserve, la spesa pubblica e l'imposizione fiscale non si compenseranno mai perfettamente. Anche se potesse essere stabilito uno schema più uniforme, rimarrebbero alcune discrepanze perché, come riconosce Irving Auerbach, "*Non v'è alcun modo di determinare in anticipo, con completa accuratezza, l'ammontare totale delle entrate o la celerità con la quale gli esattori delle tasse sapranno riscuotere i tornaconti*" (1963, p. 349). Dunque, mentre la spesa pubblica e l'imposizione fiscale concorrenti hanno *qualche* effetto compensativo sulle riserve, l'effetto di riserva dovuto alle operazioni di cassa giornaliere del Tesoro rimarrebbe ragguardevole, specialmente "*se fossero immediatamente incanalate tramite il saldo del Tesoro presso le Reserve Bank*" (Auerbach, 1963, p. 333).

5 Vale la pena notare che la spesa pubblica, per forza di cose, ha preceduto in origine la tassazione. Cioè, il pagamento delle tasse non potrebbe incrementare il conto del Tesoro presso la Fed (TPD), riducendo le riserve bancarie, fino a quando le riserve non vengono generate. Peraltro, la Federal Reserve e/o il Tesoro, in quanto unici operatori in grado di fornirle, devono necessariamente essere stati la *fonte* originaria di tali riserve. Ci occuperemo di ciò nella Sezione 5.

2.2 L'IMPORTANZA DEGLI "EFFETTI DI RISERVA"

L'incapacità di coordinare perfettamente le entrate e le spese del Tesoro ha serie implicazioni per il livello delle riserve bancarie e, di conseguenza, per il mercato monetario. Poiché alle banche viene richiesto dalla legge di tenere riserve rispetto ad alcune frazioni dei loro depositi e non guadagnano interessi sulle riserve eccedenti tale livello, esse di regola non preferiranno tenere consistenti riserve in eccesso. La spesa pubblica, quindi, lascerà loro più riserve di quelle che prediligono/necessitano detenere, mentre la compensazione dei pagamenti delle tasse farà sì che loro avranno meno riserve di quelle che domandano/necessitano (*ceteris paribus*).

Il mercato dei fondi federali ["*fed funds market*", definito come "*Il mercato nel quale le banche prendono in prestito o prestano riserve, consentendo temporaneamente alle banche rimaste a corto di riserve di prenderne in prestito dalle banche che ne hanno in eccesso*", fonte: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com>, ndr] è il "*mercato di prima istanza*" per le banche che vogliono sbarazzarsi delle riserve in eccesso o procurarsi le riserve necessarie per supplire alle carenze (Poole, 1987, p. 10). Quando nel sistema vi è un accumulo di riserve, molte banche tenderanno di prestarle nel mercato dei fondi federali. Il problema, ovviamente, è che prestare riserve nei mercati dei fondi non può essere d'aiuto ad un *sistema* bancario che è partito con un livello di riserve di "*equilibrio*", a sbarazzarsi di un eccesso di esse. Pertanto, quando il sistema è ricco di riserve in eccesso, le banche riscontreranno che non vi sono richieste per tali fondi e il tasso dei fondi federali può crollare allo zero per cento.

Allo stesso modo, la compensazione dei pagamenti fiscali lascerà un sistema bancario che era partito con un livello di "*equilibrio*" di riserve, a corto di quelle occorrenti (e/o desiderate). Le banche si rivolgeranno ai mercati di fondi per procurarsi le riserve necessarie, ma dato che *tutte* le banche non possono ritornare ad una posizione di equilibrio delle riserve prendendo in prestito fondi federali, vi sarà una carenza persistente a livello di sistema. Ossia, proprio come un'eccedenza, una carenza a livello di sistema non può essere attenuata mediante il mercato dei fondi;⁶ i tentativi di fare ciò faranno lievitare i tassi dei fondi sempre più in alto .

Soprattutto, il tasso dei fondi non è l'unico tasso d'interesse ad essere influenzato dalle variazioni nel livello delle riserve bancarie. Quale "*fulcro della politica monetaria*", il tasso dei fondi [s'intende quello overnight, ndr] è il "*perno attorno al quale ruotano tutti gli altri tassi d'interesse*" (Poole, 1987, p.11). Per cui, quando le banche sono soddisfatte della situazione delle loro riserve, le operazioni del Tesoro (come la spesa pubblica e l'imposizione fiscale) disturbano questa situazione aggiungendo o drenando riserve, e le banche reagiscono dapprima rivolgendosi ai mercati dei fondi. Lì, il tasso dei fondi viene fatto salire o scendere e vengono influenzati altri tassi d'interesse a breve termine. Sebbene alcune singole banche avranno successo nell'eliminare le proprie carenze/eccessi nelle riserve, il sistema bancario *nel suo complesso* non sarà in grado di attenuare una mancanza/carenza di per sé. Solamente attraverso l'aggiunta/drenaggio di riserve da parte del governo può essere eliminato uno squilibrio a livello di sistema. Poiché i tentativi di risolvere il '*disequilibrio*' di riserve a livello di sistema

6 Quando vi è una carenza di riserve per il sistema bancario nel suo insieme, le banche potrebbero tentare di risolvere la questione riducendo i depositi. Se una singola banca cominciasse questo processo (vendendo titoli di Stato ad un membro del settore non bancario o concedendo prestiti per essere ripagati senza emetterli nuovamente), essa incorrerebbe in una *contrazione molteplice* di depositi (supponendo che tutte le banche seguano l'esempio). Nonostante ciò in ultima analisi eliminerebbe la carenza di riserve nel sistema bancario (senza richiedere alle banche di procurarsi riserve addizionali), il processo richiede *tempo* e disturberà i tassi di interesse fino a quando l'"equilibrio" non verrà restaurato. Le carenze, dunque, saranno eliminate solitamente quando il sistema bancario acquisisce riserve in più, non quando esso riduce i depositi con le riserve che così vengono richieste per lo più per 'sostegno'.

attraverso il mercato dei fondi può influenzare una serie di altri tassi d'interesse, è stata sviluppata una varietà di procedure per mitigare l'impatto negativo delle operazioni del Tesoro sulla situazione delle riserve bancarie.

3. STRATEGIE PER RIDURRE GLI "EFFETTI DI RISERVA"

Nella precedente discussione, gli effetti della spesa pubblica e della tassazione sulle riserve bancarie sono stati esaminati assumendo che tutte le uscite e le entrate fossero immediatamente accreditate/addebitate sui conti del Tesoro presso le Federal Reserve. Questa assunzione ci ha permesso di mettere in evidenza l'impatto di ognuna di queste operazioni sul livello delle riserve bancarie, tuttavia non ha delineato un quadro realistico del modo in cui le cose attualmente funzionano. Se i meccanismi andassero in questa maniera, vi sarebbe un inesorabile alterazione della situazione delle riserve bancarie e, conseguentemente, una cronica agitazione nel mercato dei fondi. Poiché da un punto di vista politico, tali conseguenze sono altamente indesiderabili, sono state sviluppate alcune importanti strategie per attenuare questi persistenti, eppure imprevedibili, "effetti di riserva". Esaminiamo queste tecniche.

3.1. L'UTILIZZO DI CONTI TAX & LOAN

La natura dirompente delle operazioni del Tesoro venne ravvisata sotto l'*Independent Treasury System*⁷ e che condusse all'impiego delle *General e Special Depositories*,⁸ banche private nelle quali i fondi governativi potevano essere preservati. Questa è stata la prima strategia adottata per attenuare l'«effetto di riserva». Come ravvisato da Ranlett, l'effetto di riserva causato dalla "natura di afflusso-deflusso continuo delle attività del Tesoro" potrebbe essere temperato dislocando determinate entrate governative in conti *Tax & Loan* (T&L) [è un conto che la Federal Reserve ha presso una banca in cui versa i proventi della tassazione, ndr] presso depositari privati (1977, p. 226). Dunque, il drenaggio delle riserve che altrimenti seguirebbe ai pagamenti fatti al governo potrebbe essere *temporaneamente* evitato.⁹ I benefici dell'utilizzo di

7 Il regime dell'Indipendenza del Tesoro in effetti fu molto tempo addietro l'antesignano del *Federal Reserve System*. Esso fu istituito nel 1840, abolito negli anni seguenti, ristabilito nel 1846 e sospeso nel 1921.

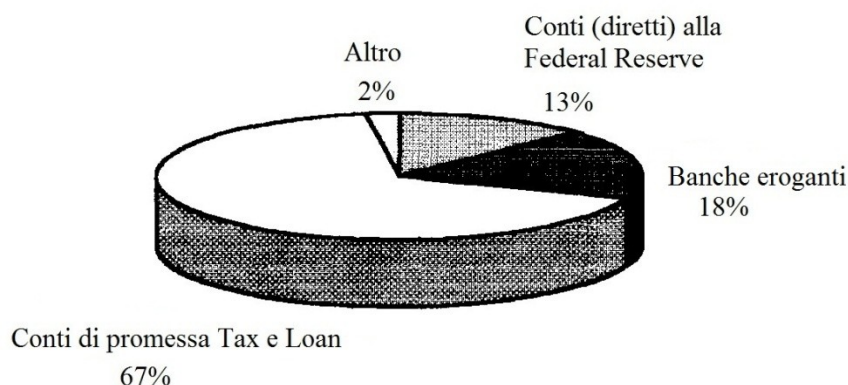
8 Le prime sono divenute note come "banche eroganti" ["*remittance-option banks*"; da "*remittance*", "*versamento*", "*bonifico*"; per distinguerle dalle "*banche promittenti*", ndr] mentre le *Special Depositories* sono attualmente considerate come "*banche promittenti*" ["*note-option banks*"; da "*note*", "promessa di pagamento", ndr]. Entrambe sono istituti di deposito, con conti T&L [*Tax & Loan*, "tasse e prestiti", ndr], ma una "banca erogante", come la predecentrice, la *General Depository*, ha l'obbligo di inviare i suoi saldi T&L ad una *Reserve bank* il giorno dopo che i fondi vengono ricevuti. Nel 1978, alle *Special Depositories* venne data la possibilità di accumulare i pagamenti fiscali giornalieri che esse ricevono trasferendoli dai semplici conti T&L (dove vengono detenuti senza pagare interessi per un giorno) in un "*conto con riserva di promessa di pagamento*" ["*note accounts*"; d'ora in avanti "*conti di promessa*", ndr] che frutta interessi. Fino a un tetto prestabilito, tali fondi possono rimanere nei "*conti di promessa*" fino a quando il Tesoro non "impone" loro di essere trasferiti alle *Reserve Bank*. (Mannypenny e Bermudez, 1992, p. 728).

9 In questo caso, è opportuno fare una distinzione fra 'offerta di moneta' e MAP. Quando le entrate fiscali vengono trasferite in conti T&L, la Moneta ad Alto Potenziale (riserve bancarie e moneta detenuta dal pubblico) non viene influenzata. La 'offerta di moneta' (M1) tuttavia lo è. Quando i fondi vengono trasferiti dai conti correnti liberi, ove essi rientrano nell'aggregato M1, ai conti T&L (oppure al conto del Tesoro presso la Fed), che non fanno parte di

questi depositari sono stati rapidamente riconosciuti, e le loro mansioni sono state estese ogni volta che diveniva chiaro che essi potevano essere usati per attenuare ulteriormente l'effetto di riserva. Visto che la dimensione delle operazioni fiscali del governo si espandevano, le *Special Depositories* divennero rapidamente il gruppo più importante delle banche depositarie. Come mostra la Figura 3, poco più di due terzi di tutte le entrate fiscali federali sono attualmente depositate direttamente in conti T&L.

Figura 3

Disposizione dei depositi fiscali federali (Nov. '97 - Mar '98)



Fonte: Daily Treasury Statement, <http://fedbbs.access.gpo.gov/dailys.htm>

Ad oggi, i conti T&L sono di gran lunga il più importante strumento utilizzato per tutelare il mercato monetario dalle considerevoli differenze giornaliere (mostrate nella Figura 2) tra flussi di entrate del governo ed esborsi.

3.2. LA GESTIONE DEL SALDO DEL TESORO ALLA FED

Dato che quasi tutta la spesa pubblica richiede di staccare assegni da conti presso la Fed, potenzialmente tutti i fondi nei conti T&L devono essere trasferiti alle *Reserve bank*.¹⁰ Poiché soltanto le variazioni nette nel conto del Tesoro presso la Fed hanno un impatto sul livello aggregato delle riserve (*ceteris paribus*), mantenere "il saldo del Tesoro con le Reserve Bank ad un livello abbastanza costante" è la seconda strategia usata per minimizzare l'«effetto di riserva» delle operazioni del Tesoro (*ibidem*, p. 364). Nello specifico, il Tesoro "mira a mantenere un saldo di

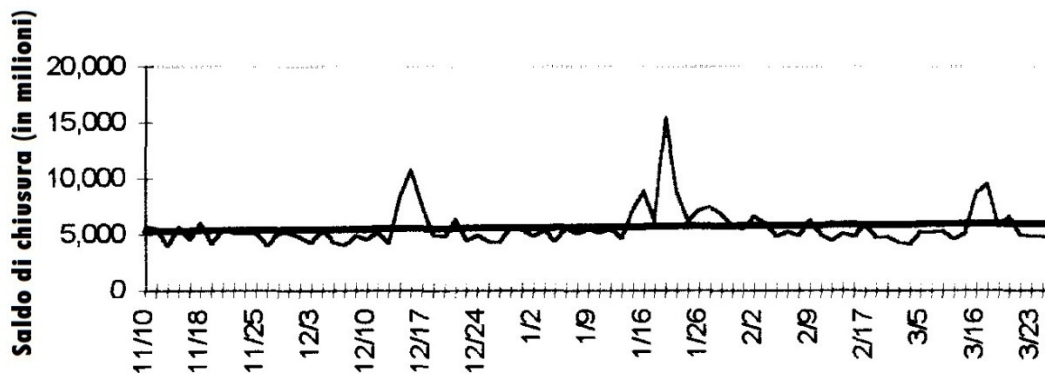
nessuna misura standard di offerta di moneta (M1, M2, etc.), la 'offerta di moneta' si riduce.

10 Ciò non avviene perché il governo necessita dei proventi della tassazione per spendere nuovamente, bensì perché esso *sceglie* di sincronizzare la sua spesa e la sua tassazione. Questo verrà discusso nella sezione finale.

chiusura di 5 miliardi di \$ ogni giorno sui suoi conti correnti alla Federal Reserve" (Mannypenny, et. al, 1992, p. 728). La Figura 4 mostra quanto efficace sia il Tesoro nel suo tentativo di mantenere il saldo di chiusura prefissato.

Figura 4

Saldo di chiusura giornaliero del conto del Tesoro presso la Federal Reserve (Nov '97 - Mar '98)



Fonte: Daily Treasury Statement, <http://fedbbs.access.gpo.gov/dailys.htm>

Da ricordare che il governo riceve fondi nei suoi conti presso le dodici *Reserve bank*, nonché in migliaia di banche commerciali, ogni giorno, ma che, all'incirca, tutta la spesa pubblica viene realizzata staccando assegni da conti presso le *Reserve bank*. Mantenere un saldo di chiusura di 5 miliardi di \$, poi, richiede, *di solito*, di trasferire dai conti T&L al conto del Tesoro presso la Fed l'ammontare appropriato. Ad esempio, se il Tesoro si aspetta di ricevere 5 miliardi direttamente nei conti alle *Reserve bank* (oggi) e 6 miliardi di assegni precedentemente emessi da presentare in pagamento (sempre oggi), occorrerà 1 miliardo da trasferire (oggi) al conto del Tesoro presso la Fed in modo che non vi sarà variazione *netta* nel livello delle riserve.

Il Tesoro trasferisce fondi per coprire le insufficienze *previste* effettuando un "invito" [come richiesta di pagamento, *ndt*] sui conti T&L. Nella maggior parte dei casi, prima di trasferire fondi da questi conti viene fornito un preavviso.¹¹ Sono anche possibili un "*contro-invito*" o un "*investimento diretto*". Questo sarebbe necessario se dal saldo di chiusura del Tesoro alle *Reserve bank* ci si aspettasse sostanzialmente un'eccedenza di 5 miliardi.¹² Per evitare il

11 Le *Special Depositories* (o Note Option Banks) rientrano in tre categorie: banche A, banche B e banche C. Le banche A e B sono tipicamente istituti più piccoli, mentre gli istituti depositari classificati come banche C generalmente sono grandi banche. Le richieste di pagamento ai conti T&L vengono calcolate come frazioni del saldo lordo di ogni conto T&L al giorno precedente. Gli "inviti" fatti alle banche A e B vengono effettuati usualmente in tempi più lunghi di quelli effettuati alle banche C, e queste ultime sono di solito le uniche banche alle quali possono essere rilasciati inviti nello stesso giorno o il giorno successivo.

12 Il saldo di chiusura del conto del Tesoro alla Fed potrebbe eccedere il livello di riferimento per due ragioni. La prima, è che gli inviti di pagamento T&L precedentemente effettuati possono essere stati troppo eccessivi. In tal caso, l'ammontare di spesa dai conti alle *Reserve bank* è inferiore alla somma dei pagamenti ricevuti direttamente nei conti alla Fed e degli importi "invitati" dai conti T&L. La seconda, è che sia possibile che i pagamenti effettuati al governo e depositati direttamente presso conti alle *Reserve bank* ecceda l'importo offerto in pagamento [dal governo, *ndt*] da questi conti. Ciò potrebbe accadere, per esempio, durante i mesi nei quali i pagamenti fiscali trimestrali inviati

drenaggio di riserve che scaturirebbe da un saldo di chiusura eccessivo, il Tesoro può allocare parte, o la totalità, dei fondi in eccesso in conti T&L presso le Special Depositories.¹³ Sia che si "inviti" a pagare dei fondi, dai conti T&L per rimediare ad un'insufficienza prevista, sia che si trasferiscano fondi *ai* conti T&L mediante investimenti diretti (o annullando i precedenti inviti) per prevenire un saldo di chiusura eccessivo, gli importi trasferiti sono destinati a mantenere il saldo del Tesoro alle *Reserve bank* al livello più regolare possibile. Nel perseguimento di questo obiettivo, il Tesoro si avvale della collaborazione della Federal Reserve.

3.3 LA COLLABORAZIONE CON LA FEDERAL RESERVE

La Federal Reserve è estremamente interessata ad aiutare il Tesoro nel raggiungere il saldo finale prefissato perché il saldo del Tesoro alla Fed è "*spesso la più grande fonte di incertezza circa il livello delle riserve*" (Meulendyke, 1989, p. 159). Infatti, il grado di successo della Fed nel condurre la politica monetaria (specificamente, nel raggiungere il suo tasso dei fondi di riferimento) dipende, in larga parte, dall'abilità del Tesoro nel raggiungere il saldo finale prefissato. Il contatto quotidiano tra il Tesoro e la Fed munisce il Tesoro di "*numerose occasioni...per assistere le autorità bancarie centrali nel raggiungere un obiettivo richiesto*" (Auerbach, 1963, p. 328).

Sfortunatamente, il Tesoro non è in grado, neanche con la collaborazione della Federal Reserve, di compensare del tutto gli effetti della sua spesa giornaliera usando gli inviti sui conti T&L e gli investimenti diretti.

Infatti, come mostra la Tabella 1, il saldo finale medio del Tesoro può sostanzialmente differire dal suo target di 5 miliardi di \$.

Tabella 1	
Mese	Saldo finale medio (in milioni di \$)
Novembre 1997	5,015
Dicembre 1997	5,371
Gennaio 1998	6,563
Febbraio 1998	5,118
Marzo 1998	5,763
Media dei 5 mesi	5,618

Fonte: Daily Treasury Statement, <http://fedbbs.access.gpo.gov/dailys.htm>

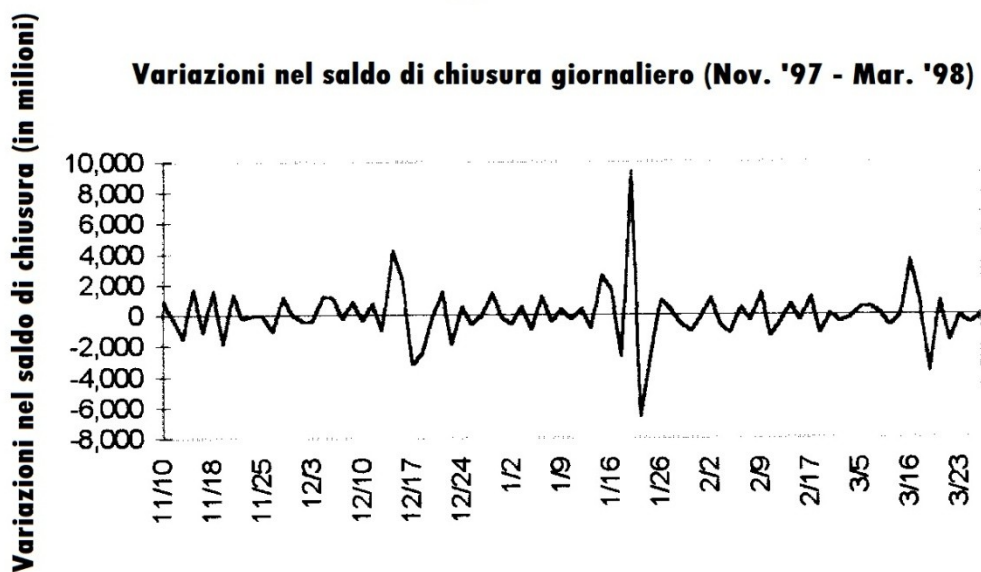
Ciò, nuovamente, è il risultato della intrinseca incertezza circa la dimensione/sincronizzazione delle entrate e delle spese. Ossia, poiché i pagamenti che entrano/escono dal conto del Tesoro presso

direttamente in conti alla Fed siano ampi abbastanza per più che ripagare la spesa pubblica.

¹³ Il Tesoro comunque, in ogni caso, non avrà successo nel suo sforzo di investire direttamente i propri fondi in eccesso. Alcune Special Depositories non soddisfaranno gli obblighi di garanzia e saranno destinatarie illegittime dei fondi T&L addizionali. Inoltre, i conti T&L, così come i conti del Tesoro alla Fed, possono gonfiarsi durante insoliti e cospicui pagamenti fiscali trimestrali. Poiché le banche devono pagare interessi sui conti T&L, esse limitano l'ammontare massimo dei saldi T&L che intendono accettare. Quando non vi è possibilità di investimenti diretti, il Tesoro può tentare di annullare le precedenti richieste di pagamento programmate provando a prelevare ulteriormente dal suo saldo alle *Reserve bank*.

la Fed non possono mai essere conosciuti precisamente in anticipo, i trasferimenti verso/da i conti T&L di norma non compenseranno (esattamente) l'insufficienza e/o l'eccesso in essi. Dunque, come la Figura 5 conferma, ci si aspetta una variazione non nulla nel saldo di chiusura giornaliero del Tesoro. Nonostante ciò, le variazioni nel saldo di chiusura giornaliero tendono in genere a fluttuare piuttosto strettamente intorno allo zero, discostandosi nella maniera più drastica in occasione dei pagamenti fiscali trimestrali.

Figura 5



Fonte: Daily Treasury Statement, <http://fedbbs.access.gpo.gov/dailys.htm>

In totale, sono stati effettuati tre importanti punti riguardo le operazioni del Tesoro. In primo luogo, il Tesoro riconobbe la natura dirompente delle sue operazioni di cassa e rispose mantenendo conti presso depositari privati. In secondo luogo, il Tesoro utilizza questi conti per diminuire l'effetto di riserva delle sue operazioni utilizzando gli inviti sui conti T&L e gli investimenti diretti in modo da minimizzare le variazioni nette nei saldi dei conti delle *Reserve bank* (per coordinare il flusso delle entrate con quello delle spese).

Infine, il Tesoro e la Fed collaborano per ottenere un grado piuttosto elevato di armonia nella gestione dei saldi del Tesoro presso le *Reserve bank*.

4. LA VENDITA DI BOND PER COORDINARE LE OPERAZIONI DEL TESORO

Finora ci siamo dedicati solamente ai tentativi del Tesoro di bilanciare i propri flussi di tassazione e di spesa in modo da minimizzare l'effetto di riserva delle sue operazioni. Era implicita nella nostra discussione, pertanto, l'idea che il governo tenti di pareggiare il proprio bilancio. Ma se ciò non avvenisse? Ovvero, cosa accadrebbe se il governo incorresse in un deficit di bilancio? In che modo

la vendita di bond inciderebbe sulle operazioni del flusso di cassa del Tesoro e, conseguentemente, sull'effetto di riserva? Vi sono tre scenari da analizzare allo scopo di determinare l'effetto di riserva della vendita di bond, la chiave viene da chi e da come essi vengono acquistati.

Per prima cosa, si deve ravvisare che effettivamente i conti T&L non ricevono solamente i proventi dei pagamenti fiscali, bensì anche i fondi provenienti dalla vendita del debito pubblico. Quando le banche commerciali con conti T&L (o i clienti di queste banche) acquistano bond governativi, vi può non essere perdita immediata di riserve nella banca acquirente o nel sistema bancario. Se, allorquando il Tesoro vende all'asta nuovo debito, esso specifica che almeno una parte dei bond ha i requisiti per l'acquisto tramite accredito su conti T&L, allora le *Special Depositories* possono acquisire i bond accreditando depositi (in nome del Tesoro degli Stati Uniti). Queste, pertanto, non perderanno riserve poiché esse acquistano bond di nuova emissione.¹⁴ In modo simile, lascerà le riserve inalterate l'acquisto di debito pubblico di nuova emissione da parte di un cliente di una *Special Depository*, purché il Tesoro specifichi che parte dell'offerta (o tutta) è idonea all'acquisto tramite accredito su conti T&L. Ad esempio, quando un cliente di una *Special Depository* acquista titoli governativi, il Tesoro *rideposita* l'assegno nella banca presso la quale lo stesso fu prelevato. La banca poi accredita il conto T&L del Tesoro, compensando il debito sul conto del compratore. Per cui, così come l'acquisto di debito pubblico da parte di una *Special Depository*, la vendita di debito pubblico ad un cliente di uno di questi istituti può essere effettuata senza alcuna perdita di riserve.

Il secondo metodo concerne l'acquisto isolato di debito pubblico nuovamente emesso che non richiede l'accredito di un conto T&L. Quando i titoli non sono idonei a una tale prassi, e/o non vengono acquistati da una c.d. *Special Depository* (o da uno dei suoi clienti), l'acquisto di bond governativi drena *immediatamente* riserve e dalla banca e dal sistema bancario. Ciò in quanto i proventi della vendita dei titoli non restano "nel sistema" bensì verranno direttamente depositati in uno dei conti del Tesoro presso una *Reserve bank*. Quando i bond vengono venduti in questo modo, le riserve delle banche diminuiscono giacché la Federal Reserve accredita il conto del Tesoro, incrementando il TPD nella Figura 1. Dunque, una banca che voglia acquistare titoli del governo statunitense, quando non vi è possibilità di accreditare conti T&L, lo farà prelevando [denaro, ndr] dal suo conto alla Federal Reserve. Una perdita di riserve a livello di sistema, pertanto, seguirà ad ogni acquisto *isolato* di debito pubblico emesso *ex novo* non atto al pagamento mediante accredito su conti T&L.

Infine, si deve considerare la vendita di titoli del Tesoro alla Federal Reserve. Se la Fed acquista direttamente dal Tesoro bond di nuova emissione, non provocherà nessuna variazione nelle riserve delle member bank. Ciò, come rende chiaro la Figura 1, avviene poiché sia il TPD (saldo del Tesoro USA presso la Fed) che il TPS (titoli del governo USA) incrementano dello stesso ammontare, lasciando il totale delle riserve inalterato. Per di più, dato che lo stato patrimoniale del governo può essere preso in considerazione su una base *consolidata*, data dalla somma degli stati patrimoniali del Tesoro e della Federal Reserve compensando attività e passività semplicemente annullando le une con le altre (Tobin 1998), la vendita di bond da parte del Tesoro alla Fed non è altro che un'operazione contabile interna, fornendo al governo un saldo sfruttabile auto-realizzato. Anche se i vincoli *auto-imposti* possono evitare che il Tesoro crei *tutti* i suoi depositi in questa maniera, non vi è alcun limite reale alla sua capacità di farlo.¹⁵

14 Il lettore potrebbe chiedersi se vengano richieste riserve aggiuntive quale risultato di un saldo T&L più elevato. La risposta è no. Dalla istituzione dei conti di promessa maturanti interessi nel Novembre 1978, le *Special Depositories* sono state esenti da condizioni sulla base dei depositi T&L.

15 Alla Federal Reserve fu proibito, per un periodo, acquistare direttamente bond dal Tesoro. Le cose cambiarono durante la Seconda Guerra Mondiale, quando la Fed fu autorizzata ad acquistare fino a 5 miliardi di \$ di titoli direttamente dal Tesoro. Da allora, il limite è stato innalzato diverse volte.

Ora, evidentemente il Tesoro può effettuare delle *scelte* riguardo al modo in cui saranno venduti i bond di nuova emissione. Per esempio, se il governo *programma* di impegnarsi in un deficit spending, il Tesoro può vendere bond, *permettere* che essi vengano acquistati mediante accredito su conti T&L eliminando ogni impatto immediato sulle riserve.¹⁶ Quando il Tesoro vende bond in questo modo, i bond operano come una specie di strumento di coordinamento *ex ante*. Dato che il Tesoro è in grado di controllare la dimensione e la distribuzione dei fondi trasferiti dai conti T&L, questo tipo di vendita aiuta il Tesoro a drenare (più o meno) lo stesso numero di riserve dal sistema di quelle che sono state aggiunte ad esso come esito della spesa a deficit.¹⁷

Comunque sia, se vi fosse un problema con il coordinamento (per esempio, se il Tesoro o la Fed sottostimassero l'ammontare di assegni che sono stati *prelevati* dal conto del Tesoro alla Fed), i bond potrebbe essere venduti per drenare le riserve *in eccesso*. In altre parole, inviti di pagamento insufficienti sui conti T&L (che risultano da un incremento a livello di sistema nelle riserve e che minacciano di fare giungere i tassi sui *prestiti overnight* [Operazione interbancaria con la quale una banca presta del denaro ad un'altra banca con l'impegno che il prestito concesso venga restituito il giorno seguente. Contestualmente all'estinzione avviene anche la liquidazione dell'interesse, fonte: <http://lexicon.ft.com/Term?term=overnight-loan>, *ndt*] a zero) potrebbero suggerire la vendita di bond come uno strumento di coordinamento *ex post*. Allo scopo di drenare l'eccesso di riserve immediatamente, potrebbe non essere permesso alle banche di acquistare bond accreditando conti T&L, ma ciò è qualcosa che comunque il Tesoro può specificare (o qualcosa che può fare la Fed).

5. LE SFUMATURE DEI CONTI DI RISERVA

Lo scopo di questa sezione è duplice. Dapprima, verrà esaminata la credenza comunemente accettata che tasse e titoli vengano utilizzati per finanziare la spesa pubblica. In primo luogo, la questione verrà posta *intuitivamente*, attingendo dagli effetti di riserva analizzati nelle sezioni 2-4. In secondo luogo, per chi non fosse convinto dall'analisi intuitiva, verrà considerata la questione di se e come i proventi della tassazione e della vendita di bond possano essere in grado di finanziare la spesa pubblica. L'argomento richiede l'applicazione dei principi basilari della contabilità ad un'analisi dei conti di riserva per determinare se gli introiti della tassazione e della vendita di titoli siano anche in grado di finanziare la spesa pubblica.

Entrambe le questioni sembrano assurde. Non vi è sicuramente dubbio che i proventi della tassazione e della vendita di bond vengano depositati in conti detenuti dal Tesoro statunitense (o da banche commerciali oppure dalla Federal Reserve) e che il governo spende staccando assegni dai conti del Tesoro presso le *Reserve bank*. Peraltro, dato che i fondi vengono trasferiti dai conti T&L verso il conto del Tesoro presso la Fed nell'intento di coprire le insufficienze previste in questi conti, certamente sembra proprio che il governo utilizzi questi proventi per finanziare la sua spesa. Tale apparente interdipendenza è, indubbiamente, il fondamento della trattazione della tassazione e della vendita di titoli come operazioni di finanziamento. Ma il coordinamento della tassazione e della vendita di bond con la spesa (a deficit) è dovuto a necessità oppure ciò

16 Boulding constata che il deficit spending il più delle volte comporta questa pratica (1966).

17 Si noti che il governo è *in grado* di spendere a deficit senza prima tassare o vendere bond, però, se la spesa pubblica è superiore alla tassazione, verrà lasciato il sistema bancario con un eccesso di riserve. Il Tesoro, pertanto, preferisce utilizzare i titoli di Stato per coordinare la sua spesa a deficit, vendendoli alle *Special Depositories* (e permettendo l'accredito sui conti T&L) *prima* di spendere dai suoi conti presso le *Reserve bank*. I titoli di Stato, quindi, permettono al governo di preservare (*ex ante*) il tasso dei fondi federali.

cela una funzione più pragmatica?

Consideriamo l'argomentazione secondo la quale il coordinamento è dovuto per necessità; ovvero, che il governo *necessita* di tassare e di prendere in prestito dal settore privato per finanziare la sua spesa. Alla discussione ci si può rivolgere in modo pragmatico, utilizzando le seguenti importanti conclusioni tratte dalle sezioni 2-4:

1. Il pagamento delle tasse e l'acquisto di titoli *da parte del settore privato* drena riserve dal sistema bancario dato che i proventi vengono depositati nel conto del Tesoro presso la Federal Reserve.
2. La spesa pubblica provoca un incremento a livello di sistema delle riserve bancarie in aggregato.
3. Le variazioni nel livello totale delle riserve causano variazioni sul tasso dei fondi federali ed in altri tassi di interesse a breve termine.
4. Il Tesoro gestisce il suo saldo finale nei conti presso le *Reserve bank* coordinando la spesa, la tassazione e la vendita di bond.
5. Eccetto vincoli auto-imposti, il Tesoro potrebbe gestire tutte le voci di spesa vendendo direttamente bond alla Federal Reserve.

Ma come mai il governo necessita di riscuotere il denaro dal settore privato (valuta e/o riserve bancarie) che da solo è in grado di creare? Ci sembra opportuno suggerire che non si tratta di denaro, ma di ponti, eserciti, satelliti ecc. che il governo desidera e che acquisisce incoraggiando la popolazione a fornirli in cambio della moneta del governo. Ovvero, non può essere il governo ma è il pubblico/cittadini ad avere bisogno della moneta per saldare le passività fiscali con lo Stato.

Invero, l'intero processo della tassazione e della spesa deve, per una questione di logica, essere iniziato in primo luogo con la creazione (e la spesa) di nuova moneta governativa. Dopotutto, come potrebbe una popolazione estinguere le proprie passività fiscali utilizzando la moneta del governo (MAP) *prima* che il governo abbia reso tale moneta disponibile? In altre parole, l'acquisto di beni e servizi da parte del governo utilizzando moneta di nuova emissione deve aver fornito *per primo* ai cittadini i mezzi con i quali pagare le tasse. Per cui, le tasse possono essere concepite come il mezzo con il quale il governo destina risorse reali dal dominio privato a quello pubblico. Se si accoglie questa teoria, allora le tasse vengono usate per creare una domanda per la moneta del governo, non per "finanziare" la spesa pubblica.

In modo simile, non v'è necessità di emettere bond allo scopo di consentire al governo di spendere in eccesso alla tassazione corrente. Ciò, di nuovo, avviene poiché il governo può sempre creare il proprio saldo sfruttabile internamente (sul proprio stato patrimoniale consolidato) compensando una passività del Tesoro con un'attività della Federal Reserve (ad esempio, anche se non necessariamente, un buono del Tesoro). In assenza di vendita di bond, la spesa a deficit si risolverebbe in un incremento netto nelle riserve bancarie in aggregato. I bond, quindi, vengono utilizzati per coordinare la spesa a deficit, drenando ciò che *altrimenti* diverrebbe un eccesso di riserve. Essi forniscono al settore privato un'alternativa che procura interessi alla valuta del governo che non ne frutta, e permette al governo di spendere in eccesso alla tassazione mantenendo tassi positivi sui prestiti overnight.

Dunque, un'analisi intuitiva delle operazioni del Tesoro indica una motivazione pratica per il coordinamento dell'imposizione fiscale e della vendita di titoli con la spesa pubblica. Specificamente, a causa degli effetti di riserva della tassazione, della spesa e della vendita di

bond, il governo *sceglie* di coordinare queste operazioni per mitigare l'impatto sulla situazione delle riserve bancarie e, dunque, sui tassi d'interesse a breve termine. Questa interdipendenza, quindi, non è una prova *de facto* di un ruolo di "finanziamento" per le tasse e i bond. Al contrario, le tasse possono essere viste come un mezzo per creare una domanda per la moneta del governo, MAP. I bond, che vengono usati per evitare che il deficit spending allaghi il sistema con un eccesso di riserve, consentono il mantenimento di tassi sui prestiti overnight positivi. Né le tasse né la vendita di bond, pertanto, devono essere considerate come operazioni di finanziamento.

Indubbiamente molti lettori non rimarranno convinti, sulla base dell'analisi intuitiva appena presentata, che il considerare la tassazione e la vendita di bond come operazioni di finanziamento debba cessare. Fortunatamente, vi è un altro, più efficace, metodo con il quale dimostrare che la tassazione e la vendita di bond non dovrebbero essere considerate come operazioni di finanziamento. L'argomentazione è tecnica e richiede di comprendere che le promesse di pagamento della Federal Reserve (e le riserve) vengono annotate come passività nello stato patrimoniale della Fed e che queste passività vengono estinte/saldate quando esse vengono offerte in pagamento allo Stato. Deve anche essere riconosciuto che quando le monete o le riserve ritornano allo Stato, le passività dello Stato si riducono e viene distrutta moneta ad alto potenziale.

L'estinzione di questi debiti ["*promises*"; intesi come lato passivo di un rapporto obbligatorio, non semplicemente come somma di denaro dovuta, *ndt*] non è differente dalla estinzione privata di un debito una volta che esso è stato attuato. In altre parole, quando un singolo sottoscrive un mutuo, fa sorgere un debito, un impegno, verso una banca. Una volta che 'assolve' a quell'impegno (ossia ripaga il mutuo), può 'distruggere' quel debito finanziario (passività) eliminandolo dal proprio stato patrimoniale. Parimenti, lo Stato, una volta attuato l'impegno di accettare la propria moneta (MAP) presso gli uffici di riscossione statali, può eliminare un numero equivalente di queste passività dal proprio stato patrimoniale.

Per cui, mentre la moneta bancaria (M1) viene distrutta quando i conti correnti liberi vengono usati per pagare le tasse, la moneta del governo, MAP, viene distrutta quando i fondi vengono depositati presso il conto del Tesoro alla Fed. Vista in tal modo, può essere convincente sostenere che la *moneta* riscossa con la tassazione e la vendita di titoli non può in alcun modo finanziare la spesa del governo. Ciò perché per 'mettere le mani' sui proventi della tassazione e della vendita di bond, il governo deve distruggere la moneta che ha raccolto. Chiaramente, la spesa pubblica non può essere finanziata dalla moneta che viene distrutta quando viene ricevuta in pagamento dallo Stato!

Allora come, se non usando il denaro ricevuto in pagamento con le tasse e con la vendita di titoli, il governo finanzia la sua spesa? Si noti che il governo stacca assegni da un conto che non include parte dell'offerta di moneta o MAP ma che *quando fa ciò*, i fondi divengono parte dell'offerta di moneta (M1 se depositata in conti correnti bancari, M2 se in conti di risparmio, ecc.) e parte della MAP. È pertanto evidente che mentre il pagamento delle tasse distrugge un ammontare equivalente di moneta (M1 immediatamente e MAP quando i proventi vanno nel conto del Tesoro alla Fed), spendere da questo conto crea un ammontare equivalente di nuova moneta — sia moneta bancaria che MAP. I governi moderni, quindi, finanziano tutta la loro spesa mediante la creazione diretta di nuova moneta (ad alto potenziale).

6. RIEPILOGO E CONCLUSIONI

Se il governo (Fed e Tesoro) non avesse riguardo per l'«effetto di riserva» delle sue operazioni, avrebbe poco bisogno dei conti T&L. Esso potrebbe semplicemente creare il proprio conto sfruttabile (sul suo stato patrimoniale consolidato) e poi spendere (aggiungendo riserve e creando moneta) senza preoccuparsi della dimensione/sincronizzazione delle proprie entrate fiscali. Ma questo atteggiamento lascerebbe di frequente un sistema bancario che, precedentemente era soddisfatto della propria situazione delle riserve, sostanzialmente con più riserve in eccesso di quelle che esso desiderava mantenere. Un afflusso di riserve in eccesso a livello di sistema riscontrerebbe pochi offerenti per tali fondi, e il tasso di prestito overnight crollerebbe a zero. Le tasse, nel momento in cui vengono raccolte, drenerebbero una parte delle riserve in eccesso. Tuttavia, il tasso dei fondi rimarrebbe ancora allo 0% per un periodo prolungato di tempo.

Al fine di avviarsi verso un tasso dei fondi positivo, la Federal Reserve o il Tesoro dovrebbero essere costretti a vendere bond per drenare l'eccesso di riserve.¹⁸ Le banche, non desiderando detenere un ammontare eccessivo di moneta governativa che non fruttasse interessi, sarebbero fin troppo felici di scambiare riserve che non rendono interessi con bond del Tesoro che ne fruttano. I bond dovrebbero essere venduti fino ad un punto sufficiente a far sì che le riserve in eccesso siano drenate per ottenere un tasso sui fondi positivo. Quantunque questo processo di aggiungere e *poi* drenare riserve potrebbe funzionare, comporterebbe una sostanziale variazione nel livello delle riserve e, di conseguenza, un significativo trambusto nei mercati dei fondi federali. Sapendo che questi sono gli effetti indesiderati del trascurare gli effetti di riserva delle proprie operazioni, il Tesoro *sceglie* di coordinarle, trasferendo fondi dai conti T&L (drenando riserve) in quanto *esso spende* dal suo conto presso la Fed.

Le tasse non sono in grado, dunque non occorrono, per finanziare la spesa pubblica quando esse vengono pagate utilizzando moneta ad alto potenziale (ovvero contanti o assegni in un sistema di *moneta fiat*). Il governo, al fine di 'mettere le mani sui' proventi della tassazione, deve depositare questi fondi nel conto del Tesoro alla Fed. Quando lo fa, il sistema bancario perde un ammontare equivalente di desiderate e/o richieste riserve (o immediatamente oppure quando il Tesoro trasferisce i proventi dai conti T&L presso i suoi depositi alle *Reserve bank*), e un ammontare equivalente di MAP viene distrutto. Similarmente, le riserve vengono drenate e la MAP viene distrutta quando il Tesoro emette titoli (o immediatamente se l'accredito sui T&L non è consentito o con un ritardo se i proventi vengono trasferiti dai conti T&L). Di contro, la spesa del governo dal conto del Tesoro presso la Fed inietta riserve e crea un ammontare equivalente di nuova moneta (M1, M2, ecc. e MAP).

È impossibile pareggiare perfettamente (in termini di dimensione e sincronizzazione) le entrate del governo con le spese. Il meglio che il Tesoro e la Fed possono fare è di mettere a confronto le *stime previste* delle variazioni nel conto del Tesoro alla Fed e trasferire all'incirca l'ammontare corretto verso/da in conti T&L. Gli errori dovuti agli "inviti" eccessivi o insufficienti sono la consuetudine. Nonostante gli "inviti nel giorno stesso" e gli "investimenti diretti" vengano programmati per permettere alle autorità di riparare a tali errori, essi non sempre sono una possibilità.

Quando il Tesoro non è in grado di correggere questi errori per proprio conto, la Federal

¹⁸ Si noti che i bond dovrebbero essere venduti persino se il governo incorresse in un pareggio di bilancio *annualmente*. Ciò in quanto è impossibile eliminare gli "effetti di riserva" delle operazioni *giornaliere* del Tesoro. Per cui, fluttuazioni nel saldo di chiusura giornaliero del Tesoro, che minacciano di spostare il tasso sui fondi distante dal suo obiettivo, provocherebbero la vendita di bond malgrado un pareggio di bilancio ogni anno.

Reserve può dover compensare le variazioni nel saldo di chiusura del Tesoro. Ciò sarà necessario ogni qualvolta che gli errori siano ampi abbastanza per scostare il tasso sui fondi dal tasso di riferimento. Difatti, come dimostrato in precedenza, il saldo del Tesoro alla Fed è "*spesso la più grande fonte di incertezza*" a cui fanno fronte i funzionari di politica monetaria (Meulendyke, 1989, p. 159). Il suo ruolo di ente di compensazione gli viene etichettato in base al suo dovere di perseguire un tasso sui fondi prestabilito. Invece, Poole (1975) va oltre, affermando che la Fed di solito lascerà ogni altro target realistico allo scopo di mantenere il tasso sui fondi all'interno del proprio range di tolleranza. L'aggiunta/drenaggio di riserve, quindi, è ampiamente discrezionale, poiché la politica monetaria è concepita principalmente per mantenere il tasso sui prestiti overnight. La politica fiscale, di contro, ha a che fare con la determinazione dell'offerta di moneta ad alto potenziale. Per di più, mentre sia l'imposizione fiscale che la vendita di titoli drenano riserve dal sistema bancario, nessuna delle due fornisce al governo la *moneta* con la quale finanziare la sua spesa. Invece, entrambe conducono (in ultima analisi) alla distruzione di MAP.

Un'analisi dei conti di riserva svela che tutta la spesa pubblica viene finanziata dalla creazione diretta di MAP; la vendita di bond e la tassazione sono semplicemente mezzi alternativi con i quali drenare riserve/distuggere MAP. La scelta, quindi, è fra metodi alternativi per drenare riserve al fine di evitare che il tasso sui prestiti overnight crolli a zero. Alla luce di queste considerazioni, è, forse, ora di riconsiderare le nostre definizioni della politica monetaria e fiscale nonché la nostra considerazione dell'imposizione fiscale e della vendita di titoli come operazioni "di finanziamento".

BIBLIOGRAFIA

Auerbach, Irving, 1963, United States Treasury Cash Balances And The Control Of Member Bank Reserves, Fiscal and Debt Management Policies: The Commission on Money and Credit (Englewood Cliffs: Prentice-Hall).

Barro, Robert J., 1974, Are Government Bonds Net Wealth?, *Journal of Political Economy* 82(6), 1095-1117.

Blinder, Alan S. and Robert M. Solow, 1973, Does Fiscal Policy Matter, *Journal of Public Economics* 2, 3 18-37.

Blinder, Alan S. and Robert M. Solow, 1976, Does Fiscal Policy Still Matter?, *Journal of Public Economics* 5, 501-10.

Boulding, Kenneth, 1966, *Economic Analysis: Macroeconomics*, Vol.2, Fourth Edition (New York: Harper & Row).

Buiter, William H., 1977, Crowding Out and the Effectiveness of Fiscal Policy, *Journal of Public Economics* 7, 309-28.

Ludvigson, Sydney, 1996, The Macroeconomic Effects of Government Debt in a Stochastic Growth Model, *Journal of Monetary Economics* 38(1), 25-45.

Lerner, Abba P., 1973, Money, Debt and Wealth, in W. Sellekaerts, ed., *Econometrics and Economic Theory: Essays in Honor of Jan Tinbergen*

Manypenny, Gerald D. and Michael L. Bermudez, 1992, The Federal Reserve Banks as Fiscal Agents and Depositories of the United States, *Federal Reserve Bulletin* 78(10), 727-737.

Modigliani, Franco, 1961, Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt, *Economic Journal* 71, 73 O-5 5.

Poole, William, 1975, The Making of Monetary Policy: Description and Analysis, *Economic Inquiry* 13, 253-65.

Poole, William, 1989, Federal Funds Rate, in: John Eatwell, Murray Milgate, and Peter Newman, eds., *The New Palgrave: Money* (New York and London: W. W. Norton) 1 O-1 1.

Ranlett, John, 1977, *Money And Banking: An Introduction to Analysis and Policy*, Third edition, (Santa Barbara: John Wiley & Sons).

Smith, Bruce D. and Anne P. Villamil, 1998, Government Borrowing Using Bonds With Randomly Determined Returns: Welfare Improving Randomization In The Context of Deficit Finance, *Journal of Monetary Economics* 41(2), 351-370.

Tobin, James, 1961, Money, Capital and Other Stores of Value, *American Economic Review* - 51(2), 26-37.

Tobin, James and Stephen S. Golub, 1998, *Money, Credit, And Capital* (Boston: Irwin McGraw-Hill).

Trostel, Phillip. A., 1993, The Nonequivalence Between Deficits and Distortionary Taxation, *Journal of Monetary Economics* 31(2), 207-227.

U.S. Department of the Treasury, 1997, 1998, Daily Treasury Statements (Superintendent of Documents, U.S. Government Printing Office), <http://fedbbs.access.gpo.gov/dailys.htm>.