



MMT Primer

di *L. Randall Wray*

Blog **28**

rete**mmt**

www.retemmt.it

La spesa pubblica in caso di vincoli autoimposti

di L. Randall Wray

Postato il 18 dicembre 2011

Nel Primer abbiamo discusso il caso generale di spesa pubblica, tassazione e vendite di Titoli. Per riassumere brevemente, abbiamo visto che quando uno Stato spende vi è un accredito al deposito bancario di qualcuno e – contemporaneamente – al deposito di riserve della banca presso la Banca Centrale; le tasse rappresentano semplicemente l'operazione inversa: un addebito ad un conto bancario ed alle riserve bancarie. Le vendite di Titoli avvengono addebitando le riserve di una banca. Ai fini della spiegazione, la più semplice possibile, è utile accorpate i conti di Tesoro e quelli della Banca Centrale in un unico [conto consolidato che chiameremo] “conto di Stato”.

Di certo, il mondo reale è più complicato: esistono una Banca Centrale ed un Tesoro, e ci sono specifiche procedure operative che vengono adottate. Esistono inoltre vincoli imposti a quelle procedure. Due vincoli, comuni ed importanti, sono:

A) il Tesoro è titolare di un conto di deposito presso la Banca Centrale, e deve attingere ad esso per poter spendere;

B) alla Banca Centrale è proibito acquistare Titoli direttamente dal Tesoro e concedere a quest'ultimo credito (il che ne accrescerebbe direttamente il deposito presso la Banca Centrale).

Gli Stati Uniti sono l'esempio di un Paese soggetto ad entrambi i vincoli. In questo blog approfondiremo le complesse procedure operative usate dalla Fed e dal Tesoro USA. Scott Fullwiler è forse l'economista più esperto su questi argomenti, e questa discussione attinge sostanzialmente al suo paper. I lettori che desiderano ancora più dettagli dovrebbero leggerlo, esso utilizza l'approccio *stock-flow consistent*^[1] al fine di evidenziare i risultati in modo esplicito.

Prima, però, affrontiamo un caso semplice, iniziando con uno Stato "consolidato" (Banca Centrale e Tesoro), e guardiamo alle conseguenze della sua spesa. Poi vedremo l'esempio, tratto dal mondo reale, degli USA di oggi. I lettori hanno richiesto qualche esempio contabile tratto dai bilanci, quindi utilizzerò alcuni semplici mastri. Alcuni lettori potrebbero essere costretti ad avere un po' di pazienza prima di riuscire a padroneggiare queste informazioni, se non hanno visto un mastro prima d'ora (nota: si tratta di bilanci parziali - vi inserirò solo il numero di voci minimo, quello necessario a mostrare cosa accade). Supponiamo che lo Stato acquisti una bomba ed imponga una tassa. Lo identifichiamo come:

Caso 1a

Lo Stato impone una tassa ed acquista una bomba accreditando un conto presso una banca privata

Governmento

Asset	Passività
+ Bomba	+ Riserve
+ Onere fiscale	+ Patrimonio netto

Banca privata

Asset	Passività
+ Riserve	+ Depositi

Soggetto privato non-bancario

Asset	Passività
- Bomba	+ Onere fiscale
+ Depositi	- Patrimonio netto

Lo Stato acquista la bomba, il venditore privato incassa un deposito a vista. Si noti che la tassa riduce il patrimonio netto del venditore ed aumenta quello dello Stato (dopotutto è quello lo scopo delle tasse: spostare risorse allo Stato). La banca privata ottiene un deposito di riserve presso lo Stato.

Ora la tassa viene pagata mediante addebito del deposito del contribuente e le riserve della banca:

Le tasse vengono pagate

Governo

Asset	Passività
- Onere fiscale	- Riserve

Banca privata

Asset	Passività
- Riserve	- Depositi

Soggetto privato non-bancario

Asset	Passività
- Depositi	- Onere fiscale

La posizione finale è quindi:

Posizione finale, Caso 1a

Governo

Asset	Passività
+ Bomba	+ Patrimonio netto

Soggetto privato non-bancario

Asset	Passività
- Bomba	- Patrimonio netto

La conseguenza di spesa e tassazione in condizione di “pareggio di bilancio” è quella di trasferire la bomba al settore pubblico - riducendo il patrimonio netto del settore privato. Lo Stato usa il sistema monetario per soddisfare l’“interesse pubblico”: ottenere risorse, come le bombe.

Ora vediamo cosa succede quando lo Stato spende a deficit (non andate in confusione - non stiamo dicendo che le tasse non sono necessarie; ricordate che “le tasse guidano la Moneta”, quindi esiste un sistema di tassazione attivo, ma lo Stato decide che questa settimana acquisterà una bomba senza imporre una tassa addizionale).

Caso 1b

Lo Stato spende a deficit e crea asset finanziari netti privati

Governo

Asset	Passività
+ Bomba	+ Riserve

Banca privata

Asset	Passività
+ Riserve	+ Depositi

Soggetto privato non-bancario

Asset	Passività
- Bomba + Depositi	

In questo caso la bomba viene trasferita allo Stato, ma la spesa a deficit consente la creazione di asset finanziari netti per il settore privato (il venditore ha un deposito a vista pari alla passività finanziaria dello Stato - le riserve). Tuttavia, la banca detiene più riserve di quante ne desidera. Vorrebbe guadagnare un interesse superiore, quindi lo Stato risponde a ciò vendendo un Titolo (ricordate: la vendita di Titoli fa parte della politica monetaria ed è finalizzata a consentire allo Stato di centrare il suo tasso d'interesse overnight target):

Lo Stato vende Titoli al fine di drenare riserve

Governo

Asset	Passività
	- Riserve + Titolo

Banca privata

Asset	Passività
- Riserve + Titolo	

E l'esito finale è:

Posizione finale, Caso 1b

Governo

Asset	Passività
+ Bomba	+ Titolo

Banca privata

Asset	Passività
+ Titolo	+ Depositi

Soggetto privato non-bancario

Asset	Passività
- Bomba + Depositi	

L'asset finanziario netto rimane, ma nella forma di un Titolo di Stato piuttosto che di riserve. Rispetto al Caso 1a, il settore privato è molto più contento! Il suo patrimonio complessivo non è variato, ma la ricchezza è stata convertita dalla forma di un asset reale (bomba) a quella di un asset finanziario (credito nei confronti dello Stato).

Ah, ma questo era [*un caso*] troppo facile. Lo Stato decide di legarsi le mani dietro la schiena, imponendosi di vendere il Titolo prima di spendere a deficit. Ecco il primo bilancio: la banca acquista il Titolo ed accredita il conto di deposito dello Stato:

Caso 2

Lo Stato deve vendere Titoli prima di poter spendere a deficit

Governo

Asset	Passività
+ Depositi	+ Titolo

Banca privata

Asset	Passività
+ Titolo	+ Depositi Governo

Ora lo Stato, per acquistare la bomba, stacca un assegno sul suo conto di deposito:

Lo Stato acquista una bomba, staccando un assegno su una banca privata

Governo	
Asset	Passività
- Depositi Governo + Bomba	

Banca privata	
Asset	Passività
	- Depositi Governo + Depositi privati

Soggetto privato non-bancario	
Asset	Passività
- Bomba + Depositi	

La banca addebita il deposito dello Stato ed accredita quello del venditore. La posizione finale è la seguente:

Posizione finale, Caso 2

Governo	
Asset	Passività
+ Bomba	+ Titolo

Banca privata	
Asset	Passività
+ Titolo	+ Depositi

Soggetto privato non-bancario	
Asset	Passività
- Bomba	

Si noti che è esattamente come il *Caso 1b*: vendere il Titolo prima della spesa a deficit non ha alcun effetto sul risultato, fintanto che la banca privata è in grado di acquistare il Titolo e lo Stato può staccare un assegno sul suo conto di deposito.

Anche questo è troppo facile. Leghiamo insieme i lacci delle scarpe del Governo: può staccare assegni solamente sul suo conto presso la Banca Centrale. Quindi, come primo passo, esso vende un Titolo al fine di ottenere un deposito presso una banca privata.

Caso 3

Il Tesoro può staccare assegni unicamente sul suo conto presso la Banca Centrale

Tesoro

Asset	Passività
+ Depositi banca privata	+ Titolo

Banca privata

Asset	Passività
+ Titolo	+ Depositi Tesoro

Poi sposterà il deposito alla Banca Centrale, così da poter staccare un assegno.

Il Tesoro sposta un deposito sul conto presso la Banca Centrale

Tesoro

Asset	Passività
- Depositi banca privata + Depositi Banca Centrale	

Banca Centrale

Asset	Passività
+ Prestito Riserve	+ Depositi Tesoro

Banca privata

Asset	Passività
	- Depositi Tesoro + Prestito Riserve

Abbiamo assunto che la banca non avesse riserve aggiuntive che potessero essere addebitate quando il Tesoro ha spostato il suo deposito, pertanto la Banca Centrale è stata costretta a prestare riserve alla banca privata (temporaneamente, come vedremo). Ora il Tesoro ha il suo deposito presso la Banca Centrale, sul quale può staccare un assegno per acquistare la bomba.

Il Tesoro acquista la bomba

Tesoro

Asset	Passività
+ Bomba	+ Titolo

Banca privata

Asset	Passività
+ Titolo	+ Depositi

Soggetto privato non-bancario

Asset	Passività
- Bomba + Depositi	

Quando il Tesoro spende, la banca privata riceve un accredito di riserve che le consente di ripagare il suo prestito di breve termine ottenuto dalla Banca Centrale (dando uno sguardo al bilancio della banca privata, potremmo mostrare un credito di riserve dal lato dei suoi asset, il quale viene poi addebitato simultaneamente alle riserve ottenute in prestito; ho tralasciato il passaggio intermedio al fine di mantenere la struttura di bilancio più semplice). La banca privata accredita il conto del venditore della bomba. La posizione finale è la seguente:

Posizione finale, Caso 3

Tesoro

Asset	Passività
- Depositi + Bomba	

Banca Centrale

Asset	Passività
- Prestito Riserve	- Depositi Tesoro

Banca privata

Asset	Passività
	+ Depositi - Prestito Riserve

Soggetto privato non-bancario

Asset	Passività
+ Depositi - Bomba	

Per quel che ne sapete, è esattamente identico al *Caso 2* e al *Caso 1b*! Anche se lo Stato si lega le mani dietro la schiena e i lacci delle scarpe insieme, non fa alcuna differenza.

Ok, a dire il vero, questi esperimenti sono ancora concepiti in maniera troppo semplice. Vediamo come avviene realmente negli USA - in cui il Tesoro è davvero titolare di conti sia presso banche private che presso la Fed, ma può staccare assegni solo sul suo conto alla Fed. Inoltre, alla Fed è proibito acquistare Titoli di Stato direttamente dal Tesoro (e non è obbligata a consentire scoperti sul conto del Tesoro). I depositi presso le banche private provengono (principalmente) dal gettito fiscale, ma il Tesoro non può staccare assegni su quei depositi. Pertanto il Tesoro, quando le tasse riscosse non sono sufficienti, ha la necessità di trasferire quei depositi dalle banche private e/o vendere Titoli per ottenere depositi. Vediamo dunque

i passi effettivamente compiuti. Avvertenza: si va nelle pignolerie.

* La discussione seguente è stata adattata a partire da *Treasury Debt Operations - An Analysis Integrating Social Fabric Matrix and Social Accounting Matrix Methodologies*, di Scott T. Fullwiler, settembre 2010 (modificato nell'aprile 2011).

Il Federal Reserve Act^[2] prevede ora che la Fed possa acquistare debito del Tesoro solo "sul mercato aperto", anche se non è sempre stato così. Ciò richiede che il Tesoro abbia un saldo positivo sul suo conto presso la Fed (la quale, come stabilito dal Federal Reserve

Act, per il Tesoro è l'agente fiscale, e sul suo bilancio registra i saldi del Tesoro come una passività). Prima di spendere, pertanto, il Tesoro deve rimpinguare nuovamente il suo saldo presso la Fed, o tramite i proventi delle tasse (e di altro) o tramite l'emissione di debito "sul mercato aperto".

Dato che il conto di deposito del Tesoro è una passività per la Fed, i flussi verso/da questo conto hanno un impatto sulla quantità di riserve. La spesa del Tesoro, ad esempio, incrementerà la quantità di riserve bancarie, mentre il gettito fiscale ne ridurrà la quantità. Normalmente, aumenti e diminuzioni [della quantità] di riserve del sistema bancario impattano sui tassi d'interesse overnight. Di conseguenza, le operazioni di indebitamento del Tesoro non possono essere separate dalle operazioni di politica monetaria attraverso le quali la Fed fissa e mantiene il suo tasso target. Flussi al/dal conto del Tesoro devono essere compensati da altre modifiche al bilancio della Fed, se non sono compatibili con la quantità di riserve che consente alla Fed di raggiungere il suo tasso target in un determinato giorno. In quanto tale, il Tesoro usa a questo scopo trasferimenti verso e da migliaia di conti di deposito (sia a vista che a tempo) presso banche private - solitamente detti *tax and loan account*^[3]. Prima del crollo del 2008, il Tesoro avrebbe cercato di mantenere il saldo di chiusura giornaliero del suo conto alla Fed attorno ai 5 miliardi di Dollari circa attraverso richieste di trasferimento dai *tax and loan account* al suo conto presso la Fed (se il suo

saldo presso di essa fosse stato inferiore a 5 miliardi di \$) o versamenti ai *tax and loan account* dal conto presso la Fed (se il saldo di quest'ultimo fosse stato superiore a 5 miliardi di \$). La crisi finanziaria globale e la risposta della Fed, in particolar modo il "quantitative easing", ha portato a qualche situazione piuttosto anomala che qui, sostanzialmente, ignoreremo.

Detto in altri termini, la *puntualità* nelle operazioni di indebitamento del Tesoro richiede coerenza sia con la gestione, da parte del Tesoro, dei suoi tempi di spesa/accredito, sia dei tempi di gestione, da parte della Fed, del suo tasso d'interesse target. Pertanto, in condizioni normali per le operazioni della Fed, [condizioni] "pre-crisi finanziaria globale" in cui il tasso target era fissato al di sopra dell'interesse pagato sui saldi di riserve bancarie (fissato a zero prima di ottobre 2008, ma che attualmente è positivo dato che la Fed paga un interesse sulle riserve), vi erano sei transazioni finanziarie che il Tesoro era costretto a compiere per effettuare spesa a deficit. Poiché è chiaro che le attuali condizioni per le operazioni della Fed (in cui il tasso target è fissato allo stesso livello del tasso di remunerazione) si devono intendere come temporanee e che ad un certo punto ci sarà, presumibilmente, un desiderio (dei policymaker della Fed) di tornare alle "normali" condizioni "pre-crisi", queste sei transazioni costituiscono il caso base qui analizzato (anche se le procedure operative "post-crisi" non impattano in modo significativo sulle conclusioni cui siamo giunti).

Le sei transazioni per le operazioni di indebitamento affinché il Tesoro realizzi spesa a deficit, nelle condizioni del caso base, sono le seguenti:

- 1 -

La Fed intraprende operazioni di accordo di riacquisto con i venditori primari (operazioni in cui la Fed acquista Titoli del Tesoro da venditori primari con la promessa di riacquistarli ad una specifica scadenza) per assicurare che circoli una quantità di riserve sufficiente a portare a

termine l'asta del Tesoro (che addebiterà i saldi di riserve sui conti bancari nella stessa misura in cui sarà accreditato il conto del Tesoro) raggiungendo, allo stesso tempo, anche il tasso target della Fed. È ben noto che i giorni di liquidazione delle aste del Tesoro sono “giorni ad alto flusso di pagamento”, che necessitano di una maggiore quantità di riserve circolanti rispetto agli altri giorni, e la Fed asseconda la domanda.

- 2 -

L'asta del Tesoro si conclude quando i Titoli del Tesoro vengono scambiati con le riserve, quindi i conti di riserva delle banche vengono addebitati per accreditare il conto del Tesoro, ed i conti dei venditori d'asta vengono addebitati presso le loro banche.

- 3 -

Il Tesoro somma i saldi accreditati sul suo conto in seguito all'asta ai [saldi dei] tax and loan account. Questa operazione accredita i conti di riserva delle banche in possesso dei tax and loan account accreditati.

- 4 -

(Le transazioni 4 e 5 sono intercambiabili; nella pratica, cioè, la transazione 5 potrebbe avvenire prima della 4) L'accordo di riacquisto della Fed è invertito, mentre si svolge la seconda parte dell'accordo di riacquisto in cui un venditore primario riacquista i Titoli del Tesoro dalla Fed. Si invertono le transazioni di cui al punto 1.

- 5 -

Prima di spendere, il Tesoro richiede i saldi dei suoi tax and loan account presso le banche. Ciò inverte le transazioni di cui al punto 3.

- 6 -

Il Tesoro spende a deficit addebitando il suo conto presso la Fed, il che ha come effetto un accredito ai conti di riserva delle banche presso la Fed e sui conti bancari dei beneficiari della spesa.

Di nuovo, è importante ricordare che tutte le transazioni sopra elencate avvengono via Fedwire (T2)^[4].

Notiamo, inoltre, che il risultato finale è esattamente quello mostrato in precedenza nell'esempio di uno Stato consolidato (Tesoro e Banca Centrale interdipendenti): la spesa a deficit del Governo porta ad un accredito sul conto bancario di qualcuno e ad un accredito di riserve a favore di una banca, le quali vengono poi scambiate con Titoli di Stato per eliminare l'eccesso di riserve.

Tuttavia, con le procedure effettivamente adottate, le transazioni sono più complesse e la sequenza delle stesse differente. Ma la posizione finale di bilancio è la stessa: il Governo ha una bomba, e il settore privato ha un Titolo di Stato.

Note

^[1] **Gli stock-flow consistent models**, divenuti popolari nella scuola di pensiero post-keynesiana, si basano su una struttura contabile rigorosa tale da assicurare la piena coerenza tra le variabili di tipo flusso e le variabili di tipo stock presenti nell'economia; fonte: Wikipedia.org, NdT

^[2] **Federal Reserve Act**: Legge istitutiva della Federal Reserve USA emanata nel 1913; fonte: Treccani.it, NdT

^[3] **Tax and loan account**: Conti bancari intestati alla Fed presso istituti bancari privati e utilizzati come conti operativi di spesa per il Tesoro USA, fonte: Investorwords.com, NdT

^[4] **Fedwire**: Rete di calcolatori del Federal Reserve system, usata per trasferire fondi relativi a conti di riserva e Titoli di Stato USA; fonte: Businessdictionary.com, NdT

*Traduzione di **Andrea Sorrentino**
Supervisione di **Maria Consiglia Di Fonzo***

www.retemmt.it