

Per ricordare Luigi Spaventa

MARIO SARCINELLI*

1.

La prima volta che incontrai Luigi Spaventa fu a Cambridge (UK) nel novembre del 1957, dove entrambi approdammo grazie alla borsa Stringher di cui eravamo risultati assegnatari da parte della Banca d'Italia; in verità, io ero quarto in graduatoria, ma beneficiari della borsa grazie alla rinuncia di Claudio Segre. A quell'epoca, anche per la presenza di Sraffa e per l'influenza dell'impostazione keynesiana, la Cambridge al di qua dell'Atlantico esercitava ancora una forte attrattiva. Luigi aveva fatto per tempo la domanda al King's College, mentre io l'avanzai solo dopo aver avuto la comunicazione che la borsa mi era stata assegnata, ma a quel punto non vi erano più disponibilità nei collegi. Non mi rimase quindi che essere aggregato a Fitzwilliam House, all'epoca "a non collegiate institution". Per giunta, a causa dei miei impegni con l'Università di Pavia come assistente supplente ritardai la mia partenza per l'Inghilterra sino all'autunno inoltrato, nonostante la mia conoscenza dell'inglese fosse piuttosto rudimentale e che anche quella dell'economia non fosse molto superiore, avendo seguito il corso di studi per la laurea in legge. In verità, fu la mia tesi dedicata all'imposta sulla spesa a farmi virare verso l'economia e a farmi scegliere Cambridge dove insegnava Nicki Kaldor (più tardi Lord Kaldor), il cui volume sulla tassazione della spesa¹ aveva costituito il riferimento costante della mia dissertazione; egli divenne quindi il mio *tutor*.

Non ricordo bene se il mio primo incontro con Luigi sia stato del tutto fortuito o se esso fu propiziato da un biglietto da lui lasciandomi nel

* Dexia Crediop, e-mail: mario.sarcinelli@tiscalinet.it. Ringrazio Antonio Pedone e Alessandro Roncaglia per avere letto e commentato una precedente versione di questo scritto e resto unico responsabile di errori, omissioni e opinioni. Ad Antonio sono anche debitore di copia della pubblicazione citata alla nota 2.

¹ Kaldor (1956).

“pidgeon hole” di Fitzwilliam House, dove mi recavo più o meno una volta la settimana per ritirare la posta e per incombenze amministrative; infatti, alloggiavo in una casa privata piuttosto lontana, in periferia. Luigi, invece, risiedeva al King’s Hostel che a quell’epoca aveva sede in un fabbricato non molto distante dalla monumentale, stupenda sede del King’s. La simpatia tra noi due fu immediata e si tramutò rapidamente in amicizia; avemmo parecchi incontri, sia con italiani come Pierangelo Garegnani, sia con altri *research fellows*: indiani, brasiliani, polacchi, ecc. Per l’ottima preparazione linguistica e per quella abbastanza buona in economia, Luigi si iscrisse per il conseguimento del *diploma* e al termine dell’anno accademico l’ottenne (ricordo ancora la gioia con la quale, incontrandomi per strada insieme con un amico indiano che aveva affrontato lo stesso esame, esclamò: “We got through!”). Conscio dei miei limiti, mi dedicai a imparare la lingua, a seguire corsi soprattutto per *undergraduates*, ad ascoltare seminari; perciò, almeno nella prima fase del soggiorno cantabrigense, non trassi grandi benefici dalla *tutorship* di Kaldor, noto tra gli studenti per la sua origine ungherese e per il suo carattere pacioso col nomignolo di Buda, mentre quello di Pest era riservato a Thomas Balogh, anch’egli di origine magiara, dal temperamento opposto e insegnante a Oxford. Se la memoria non mi inganna, con Luigi facemmo insieme il viaggio per rientrare a Roma.

Per qualche mese continuammo a vederci abbastanza spesso, ma ben presto le nostre strade professionali si delinearono con maggior precisione e si divisero. Luigi era già indirizzato alla carriera accademica; pur continuando ad accarezzare l’idea di rientrare nell’università, io accettai l’impiego in Banca d’Italia, che a quell’epoca, da madre piuttosto gelosa, non vedeva di buon occhio che i suoi figli continuassero a *flirtare* con l’accademia. Luigi tornò a Cambridge con una borsa Stringher di secondo grado nell’anno accademico 1959-1960; nel marzo 1960 fui inviato a New York da Guido Carli, da pochi mesi divenuto Direttore generale della Banca, su richiesta di Egidio Ortona, ambasciatore d’Italia presso le Nazioni Unite, che aveva bisogno di un giovane economista. Al mio ritorno in Italia, dopo oltre un anno, partecipai al concorso per assistente ordinario in Scienza delle finanze a Pavia, nel quale risultai idoneo, abbandonai ogni speranza di rientro nella

vita accademica e mi dedicai interamente alla mia carriera nell'istituto di emissione. Luigi, invece, tornato dal secondo anno a Cambridge, percorse una rapida carriera accademica che lo portò in cattedra a Palermo nel 1963-1964. Puntando le nostre strade in direzioni diverse, i nostri incontri si diradarono, ma il legame rimase forte per tutta la vita.

Fu nel 1979, quando la bufera giudiziaria investì il Governatore Baffi e me, che l'amicizia con Luigi, nata sulle rive del Cam, si dimostrò robusta verso l'istituzione banca centrale e sollecita verso i suoi rappresentanti. Come tanti economisti si schierò apertamente firmando un appello; come membro del Parlamento, nel quale sedeva dal 1976, difese l'operato della Banca d'Italia e l'integrità dei suoi uomini. Più tardi, quando ero ormai al Tesoro, Luigi, membro influente della Società Italiana degli Economisti, propose di cooptarmi, insieme con altri esponenti della Banca d'Italia, nell'associazione, che così si aprì anche ai non accademici; inoltre, alla scadenza della presidenza di Sergio Steve, si adoperò perché Baffi, ormai Governatore onorario, gli succedesse al vertice dell'associazione per il triennio 1980-1983. Gli anni '80 videro le nostre strade professionali nuovamente convergere e intersecarsi. Luigi scoprì che il debito pubblico aveva tendenza, sin dagli anni '60 e '70, a sopravanzare il prodotto nel tasso di crescita, e cominciò a dedicargli la sua attenzione di studioso, non solo di economia, ma soprattutto di politica economica; come Direttore generale del Tesoro e per un breve periodo anche Direttore generale del Debito pubblico, avevo primaria responsabilità di procurare all'Erario quanto necessario per coprire il disavanzo derivante dallo squilibrio tra spese ed entrate, nonché il saldo delle partite finanziarie, che insieme col primo forma il fabbisogno.

2.

Come mi è stato autorevolmente suggerito, il primo contributo di Luigi alla tematica del debito pubblico apparve a firma congiunta con Antonio Pedone nel 1982;² in esso sono già presenti i temi che egli

² Pedone e Spaventa (1982).

esplorerà in vari contributi nel decennio successivo, e si afferma con decisione: “Disavanzo e debito [...] ormai si autoalimentano” (Pedone e Spaventa, 1982, p. 65). Poiché non mi è possibile distinguere l’apporto di Spaventa da quello di Pedone, inizierò la mia analisi del pensiero di Luigi dal suo saggio del 1984. Oltre a richiamare la nota matematica del debito pubblico, e la crescita di quest’ultimo nel nostro Paese, egli sottolinea che il finanziamento del debito solleva problemi più numerosi e complessi dei rapporti tra disavanzo pubblico e inflazione.

“Ovviamente, qualora si accetti il teorema di equivalenza di Barro, c’è molto poco da dire: i disavanzi finanziati con titoli non influenzeranno né il livello di attività, né la ricchezza, né i tassi di interesse reali. Le proposizioni di Barro, comunque, rappresentano una posizione estrema o, più esattamente, una versione estrema di opinioni che erano state dibattute in termini più accettabili molto tempo prima di Barro: non solo da Ricardo, ma anche, nel corso degli anni trenta, dalla scuola italiana di finanza pubblica, i cui contributi, apparentemente trascurati, anticipano gran parte del dibattito recente” (Spaventa, 1984, p. 254).

Se si rifiuta l’ipotesi di Barro, oltre agli effetti del finanziamento dei disavanzi con base monetaria o con titoli – aggiunge Luigi – si pone un problema di sostenibilità dei rapporti crescenti tra debito e PIL; anche quando essi tendano a convergere verso valori finiti, la stabilità del sistema è posta a repentaglio. La crescita dell’onere del debito in Italia, infatti, produce sin dal 1981 un’auto-alimentazione del debito fruttifero in titoli attraverso la differenza tra r (tasso medio di interesse) e g (tasso di crescita nominale del PIL). Passando dalla diagnosi alla prognosi, Luigi ammonisce che quando esiste un ampio stock di debito, la politica fiscale dovrebbe porsi un obiettivo in termini di fabbisogno complessivo, non riferirsi a quello al netto degli interessi; per evitare instabilità ed esiti potenzialmente esplosivi, la politica fiscale deve puntare a un valore del fabbisogno complessivo sufficientemente basso, il che potrebbe rivelarsi politicamente e socialmente impossibile senza un qualche aiuto da parte della politica monetaria. Mancando un coordinamento di quest’ultima con la politica fiscale per arrestare la crescita del debito fruttifero, l’esito effettivo si collocherà tra gli estremi di un regime *à la* Barro e la monetizzazione del debito pronosticata da Sargent, e dipenderà in definitiva dalla funzione di domanda di attività finanziarie. Comunque –

conclude Luigi – indurre i risparmiatori a comprare crescenti quantità di debito pubblico non rappresenta una soluzione, anzi rende il problema ancora meno gestibile nel lungo termine.

L'anno successivo Luigi torna sull'argomento fissando l'attenzione sui piani di rientro (Spaventa, 1985). Una riduzione drastica del disavanzo – afferma Luigi – deve essere valutata al netto delle conseguenze negative sul tasso di crescita che può derivarne. Il costo della stabilizzazione, perciò, ne sarebbe aggravato, con conseguenze tanto maggiori quanto più alto è il rapporto debito/PIL; tuttavia, ancor più inquietanti sarebbero quelle di medio periodo, se viene compromessa la stabilità dinamica del sistema o se ne aggrava l'instabilità. Con riferimento al ruolo dei rendimenti reali nel processo di riduzione della crescita del rapporto debito/PIL, egli osserva:

“[u]na domanda di titoli pubblici stimolata da alti tassi di interesse reali crea, per così dire, un'ulteriore offerta futura di titoli e, in circolo, le condizioni per la persistenza di tassi elevati. Ciò avviene perché alti tassi oggi influiscono [...] sulla dinamica del debito, mentre l'aumento delle consistenze può influire sul livello dei tassi. [/] Nell'esperienza storica sono numerosi gli esempi di paesi [...] “rientrati” in una situazione di normalità. [...] Anche fra i casi di rientro graduale e non traumatico è difficile trovare esempi significativi in cui il risultato sia stato raggiunto grazie alla sola virtù fiscale: una virtù assolutamente necessaria, ma che rischia di restare sterile, e anche di essere difficilmente praticabile, se non si elimina contestualmente il processo di autoriproduzione del debito dovuto all'eccedenza del costo reale del debito sulla crescita del sistema” (*ibid.*, pp. 32-33).

Anche in questo scritto la collaborazione della politica monetaria è quindi ritenuta essenziale per l'attuazione di una politica di rientro dagli squilibri fiscali.

Nel 1986 Luigi si reca a Washington (DC) presso il Dipartimento per gli affari fiscali del Fondo Monetario Internazionale (FMI), allora diretto da Vito Tanzi, e produce un *working paper* dalle spiccate caratteristiche analitiche (Spaventa, 1986). Astraendo dalla realtà italiana, egli si concentra sulla sostenibilità della crescita del debito attraverso l'esame della tassazione implicita in regole fiscali che rispettino il vincolo intertemporale del bilancio. Nell'accezione più ampia, la

sostenibilità implica, allorché il tasso di interesse eccede quello di crescita dell'economia, che la politica fiscale del governo a un qualche stadio sia in grado di generare avanzi per il servizio del debito, sempre che il tasso di crescita del debito sia inferiore a quello dell'interesse. Ciò significa che il rapporto debito/PIL può salire ad altissimi livelli, ma le sue implicazioni sono spaventose: se la spesa pubblica è rigida verso il basso, le imposte devono aumentare insieme col volume del debito. Se quest'ultimo continua a crescere non v'è limite all'aumento della tassazione; la sostenibilità del primo, perciò, si identifica con la sopportabilità della seconda. E l'unico modo per allentare il loro legame è affidato ancora una volta alla politica monetaria, dipende cioè dalla scelta di un tasso d'inflazione, non dalla monetizzazione del debito che, insieme con l'imposta straordinaria, Luigi ritiene inappropriata.

In un articolo che riprende in esame la vicenda italiana, egli sottolinea che sulle conseguenze dell'accumulazione del debito, dovuta in Italia a un persistente fabbisogno primario e soprattutto a un eccesso di costo reale del debito sulla crescita reale, applicato su una massa crescente di debito, né la teoria, né l'analisi quantitativa offrono risposte e quindi non sembra esistere un livello critico (Spaventa, 1988a, pp. 3-15). Le alternative di politica economica cui si è confrontati sono: a) non fare nulla, lasciare il modesto disavanzo primario al livello raggiunto e sperare che il futuro regali un aumento del tasso di crescita e/o una riduzione del tasso di interesse; b) utilizzare misure straordinarie a carattere fiscale o amministrativo per ridurre lo *stock* di debito, e quindi il flusso di interessi, che Luigi giudica impossibili o scarsamente produttive, come la vendita di attività patrimoniali; c) porsi come obiettivo l'arresto della crescita del debito, il quale richiede uno sforzo di risanamento delle finanze pubbliche agendo non solo sulle spese, ma anche sulle entrate, e contando su un ragionevole finanziamento monetario del disavanzo. Luigi si schiera per quest'ultima opzione che impone la scelta tra costi minori a breve termine e oneri maggiori se diluiti nel tempo.

Di un volume collettaneo Luigi scrive l'introduzione, e sin dal titolo pone retoricamente la domanda se vi è un problema di debito pubblico in Italia; la risposta che egli dà è negativa per l'epoca in cui scrive, ma aggiunge che le condizioni perché un problema emerga probabilmente si

stanno già materializzando (Spaventa, 1988b, pp. 1-24). Una maggiore instabilità nella domanda di attività finanziarie renderebbe il sistema più fragile, e costringerebbe le autorità a scelte difficili, compresi i controlli diretti. Sulle problematiche di politica del debito pubblico egli concorda con la tesi esposta da Alesina nel suo contributo, secondo la quale, una volta eliminato il disavanzo primario, per l'abbattimento del debito il ricorso a qualche misura straordinaria sarebbe di aiuto. Quanto alla possibilità di imporre alle banche un vincolo di portafoglio in titoli di Stato, si dice contrario poiché imporrebbe costi a valle, ma non risolverebbe affatto il problema fiscale a monte. Nel riprendere la sua tesi di uno sforzo di risanamento basato su riduzione delle spese, aumento delle tasse e un moderato finanziamento monetario del Tesoro, appare piuttosto critico del pensiero di Tabellini favorevole a una politica monetaria di assoluto rigore, affiancata dalla liberalizzazione del movimento dei capitali, anche per rendere più costosa la prodigalità fiscale. Sulla politica seguita nella gestione del debito pubblico, argomento affrontato da Pagano, è molto critico: non solo la quota di titoli denominata in valuta è particolarmente bassa, se confrontata con quella di altri Paesi, ma non vi sono state emissioni a lungo termine con un rendimento reale fissato in termini di un indice di prezzo, con danno per l'allungamento del debito e per la struttura a termine dei tassi di interesse.

“Non è facile comprendere perché le autorità italiane non hanno fino ad ora perseguito una più immaginifica e diversificata politica di gestione del debito pubblico che possa aver ridotto il costo del debito” (*ibid.*, p. 21).

L'ultimo contributo dell'economista accademico, se la mia ricerca è stata accurata, è una voce, scritta in un linguaggio molto semplice, per la Treccani (Spaventa, 1992). Nell'articolo si parla nuovamente di vincolo intertemporale di bilancio, di onere del debito, di requisiti e limiti del regime ricardiano, del finanziamento monetario del fabbisogno, dell'imposta da inflazione, del signoraggio³ e dei suoi costi, infine della politica di gestione del debito pubblico. Premesso che quest'ultima deve tendere a minimizzarne il costo, Luigi chiarisce che l'obiettivo deve

³ Su cui si veda anche Spaventa (1989, pp. 557-563).

essere espresso in termini reali e deve riguardare l'intera vita del debito emesso, ma ammette che non è facile l'individuazione di criteri precisi di gestione, non solo per le incertezze teoriche, ma anche per le circostanze storiche e le diversità istituzionali. Egli aggiunge che non v'è alcuna ragione a priori per preferire una vita lunga per il debito ad una breve, anche se con uno *stock* di debito elevato la "fatica" dei rinnovi contribuisce ai rischi e a i costi di una possibile crisi di fiducia. Inoltre,

“anche l'allungamento della durata può presentare in alcune circostanze un costo non indifferente. Si supponga che l'inflazione sia ancora elevata, [...] se poi [...] scende o il disavanzo viene eliminato, lo Stato si trova a corrispondere rendimenti reali molto più elevati [...]. Per uscire dall'alternativa tra vita breve e costo elevato del debito si può ricorrere all'emissione di titoli variamente indicizzati” (p. 25):

ai prezzi, al cambio, ai tassi a breve, ecc. Con riferimento al contributo della politica monetaria, forse per la prospettiva della moneta unica, Luigi sembra cambiare posizione: non punta più a un parziale finanziamento monetario del Tesoro e quindi a una sorta di tasso di inflazione programmato, ma solo alla possibilità di trarre sulla banca centrale per un breve periodo, in situazioni di momentaneo turbamento del mercato dei titoli. Infine, sottolinea lo sviluppo e la funzionalità dei mercati secondari, che assicurando liquidità ai titoli sono in grado di ridurne il costo.

3.

A determinare una certa evoluzione nel pensiero di Luigi sulla politica del debito pubblico non fu soltanto l'approssimarsi dell'Unione monetaria, ma anche l'aver fatto egli parte di due commissioni nominate rispettivamente dai ministri del Tesoro Gorla e Amato, la prima⁴ designata nell'aprile del 1986 e presieduta da me, la seconda⁵ istituita nel 1988 e guidata, sotto il nome di Comitato scientifico consultivo del debito pubblico, da lui. Non meraviglia che il debito pubblico fosse

⁴ Ministero del Tesoro (1987).

⁵ Ministero del Tesoro (1989).

avvertito come argomento di grave momento non solo nell'accademia e nella politica, ma anche in Banca d'Italia e al Tesoro. Né stupisce, perciò, che si cominciasse a parlare di una commissione di studio formata non solo da accademici, ma anche da esperti come Conti (Consob), Gianani (ABI), Masera (Banca d'Italia), Ranuzzi (Debito pubblico). Mentre il decreto del 1986 era in preparazione, il ministro Gorla mi chiese se volevo presiedere la commissione; poiché sapevo che Luigi sarebbe stato volentieri disponibile a dirigerla, risposi che sarebbe stato preferibile affidarla a un accademico, ad esempio a Spaventa; il ministro prese tempo. Incontrando Luigi, gli dissi che avevo fatto il suo nome, ma che il ministro non solo aveva menzionato il mio, ma non mi aveva dato una risposta chiara sul suo. Luigi mi fece capire che non era l'unico accademico ad aspirare all'incarico, sicché era opportuno ripiegare su di una figura istituzionale. Registrai il suo consenso e capii finalmente che il ministro, per non scontentare nessuno, preferiva scaricare l'onore e soprattutto l'onere su di me, già oberato di impegni soprattutto all'estero.

Il mandato ricevuto si rivelò troppo ampio; nonostante che la commissione si fosse assunta la responsabilità di delimitare e definire il proprio compito nell'ambito delle direttive ricevute, la conclusione dei lavori slittò dalla fine del 1986 al marzo dell'anno successivo, e condusse alla redazione di un ponderoso volume di oltre 250 pagine, corredato da molte appendici e irto di statistiche. Purtroppo non ho trovato traccia nelle mie carte della ripartizione dei compiti all'interno della commissione, ma ricordo che i singoli capitoli furono affidati, in sede di redazione, a ciascun commissario alla luce dei documenti che erano stati presentati e delle discussioni di cui erano stati oggetto. Ovviamente, a me toccò rileggere il tutto. Nel V capitolo sulla "politica monetaria" non mi pare che vi sia traccia delle idee espresse da Luigi nei suoi scritti a proposito dell'aiuto che la gestione monetaria avrebbe potuto dare all'azzeramento del fabbisogno attraverso un moderato, programmato finanziamento da parte della banca centrale; d'altra parte, erano presenti nella commissione diversi studiosi della moneta e tutti strenui fautori della sua stabilità. Nel capitolo successivo, quello sulla "Politica del debito pubblico", si afferma che:

“[m]antiene... tutta la sua validità la strategia di politica monetaria e del debito pubblico impostata nel 1981-82. Pertanto, la gestione del debito pubblico deve continuare a svolgersi in modo da non vincolare l'autonomia della politica monetaria ed è necessario che i tassi nominali (e, *a fortiori*, reali) sui titoli del debito pubblico si tengano ai livelli necessari ad assicurare il finanziamento del fabbisogno e la realizzazione degli obiettivi della politica monetaria” (p. 108).

In termini meno paludati ciò significa che al “divorzio” tra Banca d'Italia e Tesoro non era possibile rinunciare. Ovviamente, altre idee di Luigi, ad esempio quella dell'emissione di certificati del Tesoro ‘reali’, furono accolte; in precedenza, soprattutto in Banca d'Italia, si era data la preferenza all'indicizzazione finanziaria, ritenendo che quella ai prezzi potesse dare un messaggio di resa all'inflazione. In seguito, però, all'allentamento del legame tra prezzi e salari, soprattutto all'approntamento di schemi contabili in grado di evidenziare in bilancio l'onere riportato in avanti e alla diffusione all'estero di tali emissioni, l'opposizione non ebbe più ragion d'essere. Ricordo che la prima emissione ‘reale’, sempre ispirata da Luigi, venne da me agganciata al deflatore del PIL, ma l'emissione non fu apprezzata dal mercato, poiché le informazioni sull'andamento della variabile erano calcolate e diffuse solo una volta l'anno! Un altro cavallo di battaglia di Luigi erano le emissioni in valuta, cui il Tesoro si acconciava spesso più per necessità di bilancia dei pagamenti che per desiderio di diversificazione delle fonti e della valuta di denominazione; d'altra parte, la frequenza dei riallineamenti nell'ambito dello SME, almeno sino al 1987, teneva ben alta l'avversione al rischio di cambio. In questo campo la commissione si limitò piuttosto timidamente a raccomandare l'emissione di buoni del Tesoro in euroscudi (BTE), da affiancare a quella degli omologhi certificati (CTE), anche allo scopo di facilitare marginalmente una riduzione dei tassi a breve in lire e quindi del costo dell'indebitamento. Come Antonio Pedone mi ha ricordato, la commissione constatò che, mentre la politica di emissione era chiamata sempre più a sintonizzarsi con il mercato, il Tesoro non aveva con quest'ultimo alcun collegamento diretto; perciò diedi inizio a regolari incontri con le banche e con altri operatori in titoli nella “sala azzurra”, quella che si apriva di fronte alle mie stanze.

Quando l'insieme dei capitoli e delle relative appendici fu approntato, ci si chiese in commissione se era necessario o almeno opportuno aprire il rapporto con una sezione dedicata a "Sommario e conclusioni". Personalmente, pur essendo conscio che la sua mancanza sarebbe stata molto criticata, ero piuttosto contrario, poiché avrebbe comportato per me altro lavoro; infatti, avendo chiesto ai segretari della commissione di preparare una bozza, essi si dissero impreparati alla bisogna. Nel successivo fine di settimana, nella quiete della mia casa di Tor San Lorenzo, scrissi il §2 dell'Introduzione, cioè il "Sommario e conclusioni" e credo il §1.a della "Premessa" o poco più. Quando lessi in commissione ciò che avevo scritto a mano, Luigi mi chiese di inviargli il testo, dopo che fosse stato battuto a macchina. Ci lavorò e produsse i §§ da 1.b a 1.f.; ovviamente l'Introduzione quale oggi essa appare a stampa ebbe il contributo e l'approvazione di tutti gli altri membri, ma debbo all'amicizia di Luigi e al suo impegno se essa assunse un formato e un contenuto degni di una commissione ministeriale di studio.

4.

La storia non finisce qui. Luigi era convinto che il debito pubblico, il fulcro dei suoi interessi accademici a mezzo degli anni '80 e certamente la maggiore preoccupazione per i responsabili della politica economica e monetaria nel nostro Paese, non avesse ricevuto dalla commissione cui aveva partecipato una trattazione adeguata. Probabilmente si rese anche conto che era difficile per lui dare sfogo al suo spirito critico in un consesso nel quale erano presenti i due massimi rappresentanti amministrativi della gestione del debito pubblico, nonché un esponente della Banca d'Italia che anche dopo il "divorzio" (da me qualificato nel decimo anniversario dell'evento come passaggio dal matrimonio al... concubinato!⁶) manteneva un occhio vigile su quantità, tipologia e caratteristiche delle emissioni in virtù della sua capacità tecnica e di monitoraggio dei mercati. D'altra parte, dal settembre del 1982 lo

⁶ Sarcinelli (1991b).

sfondamento ripetuto del limite del conto corrente di tesoreria aveva costretto il neo ministro del Tesoro Gorla, successore di Andreatta in seguito alla crisi di governo dovuta alla “lite delle comari” tra lo stesso Andreatta e il ministro delle Finanze Formica, a chiedere al Parlamento una legge autorizzativa di un’anticipazione straordinaria.⁷

Nel ministero De Mita (13/4/1988-22/7/1989), Amato mantenne il dicastero del Tesoro e il 5 maggio fu costituito il Comitato scientifico consultivo sul debito pubblico, formato solo da accademici sotto la presidenza di Luigi; i rappresentanti del Ministero del Tesoro e della Banca d’Italia erano invitati alle riunioni. Ad esse, in verità, partecipai di rado, in parte per i miei impegni all’estero, in parte perché ritenevo di scarsa utilità ritornare su un tema già affrontato, in parte perché avevo maturato la convinzione che ampliare la capacità di collocamento del Tesoro avrebbe finito col dare alla politica l’alibi per non eliminare il disavanzo, ritenendo che per contenere la crescente mole del debito pubblico sarebbe stato sufficiente limare i rendimenti all’emissione!

Il rapporto del Comitato, pubblicato nel 1989, consta di cinque capitoli. Il primo affronta le ragioni per una politica di gestione del debito pubblico soggetta a due vincoli: il finanziamento monetario del disavanzo, salva l’elasticità di cassa, appartiene alla politica monetaria (perciò non trova spazio a questo riguardo l’originaria posizione di Luigi esposta in vari articoli); il secondo è l’esclusione del ricorso a strumenti straordinari per contenere il debito pubblico. Mantengono la loro validità gli obiettivi di allungamento della vita del debito senza incorrere in costi troppo elevati, di ordinata distribuzione delle scadenze, di flessibilità nel ricorso al mercato.

I rapporti tra la politica monetaria e quella di gestione del debito, affrontati nel secondo capitolo, pur prevedendo forme di cooperazione e di coordinamento, si fondano sulla completa attribuzione alla banca centrale dei poteri in materia di saggio di sconto e di riserva obbligatoria, e sulla trasformazione del conto corrente da strumento di finanziamento a facilitazione per l’elasticità di cassa, da concordare trimestralmente nella dimensione e da azzerare a fine periodo. Il

⁷ Sarcinelli (2010, pp. 94-104).

Rapporto Delors e i negoziati in corso per l'unione monetaria rendevano inevitabile una più netta separazione tra la sfera monetaria e quella del debito pubblico; negli anni '90 essa fu realizzata grosso modo lungo le linee evocate nel rapporto, senza la complicazione della facilitazione di cassa trimestrale.

Nel capitolo successivo, il terzo, sono considerati i titoli da emettere alla luce anche delle innovazioni già introdotte; si sottolinea l'importanza del CTO, o certificato con opzione di rimborso per l'emittente, dei titoli a lungo termine con indicizzazione reale del capitale, e soprattutto le emissioni in ECU, in una valuta comunitaria e in altre valute, sui mercati internazionali e su quelli stranieri, ritenuti i nuovi 'campi da arare'. A questo riguardo, ricordo di avere avuto con Luigi una discussione piuttosto vivace poiché egli riteneva che si potesse ricorrere a questi ultimi con grande facilità, mentre ogni singola operazione richiedeva mesi di preparazione, date anche le scarse risorse umane del Ministero.⁸ Comunque, si ritiene oggi che il Giappone non abbia difficoltà a pagare interessi bassissimi sul proprio debito pubblico, denominato in yen, nonostante superi il prodotto interno lordo di 2,4 volte, proprio perché esso è nelle mani di istituzioni e di famiglie giapponesi.

Al funzionamento dei mercati e in particolare a quello secondario è dedicato il quarto capitolo, dove si dà un giudizio positivo del mercato telematico dei titoli di Stato lanciato nel 1988, e per il quale si avanzano diversi suggerimenti; per migliorare il funzionamento del primario, si sottolinea l'importanza dell'informazione, del calendario delle emissioni, ecc.

Infine, il capitolo da me più apprezzato resta l'ultimo, quello sull'accorpamento delle responsabilità di gestione del debito in un'unica Direzione generale, e del rafforzamento del capitale umano necessario per gestire una massa di debito che già superava per dimensioni il PIL.

⁸ A conferma del desiderio di Spaventa di ridurre il costo del debito attraverso l'ampliamento delle emissioni rivolte ai mercati internazionali e stranieri, si veda l'Appendice che riproduce, con l'approvazione di Clare Spaventa, che ringrazio, un inedito di Luigi trovato tra le carte della commissione da me presieduta.

5.

Quando negli anni '90 quest'ultima riforma fu realizzata, io avevo già abbandonato il Tesoro, passo doloroso cui mi decisi vedendo l'insensibilità della classe politica per la dimensione e per la dinamica del debito e non volendo ulteriormente contribuire attraverso nuovi titoli e nuovi mercati ad allontanare il "giorno del giudizio", che comunque arrivò nel 1992 sotto il Governo Amato. Il mio travaglio è riflesso nella lettera di dimissioni inviata al ministro Carli e resa pubblica otto giorni dopo.⁹ Per non avere trasformato un avanzo primario negativo in uno positivo e crescente negli anni '80, come era mio desiderio,¹⁰ e per non avere attenuato attraverso il finanziamento monetario l'effetto dei tassi reali sulla crescita del debito negli stessi anni, come a lungo Luigi aveva sostenuto,¹¹ il debito pubblico era divenuto un potente freno al processo di sviluppo.

Nonostante l'azione di risanamento del disavanzo e la flessione del rapporto debito/PIL, anche per la vendita delle partecipazioni bancarie e industriali, perseguita negli anni '90 per poter far entrare la lira nella moneta unica sin dall'inizio, il rilassamento degli sforzi di risanamento e un serpeggiante euroscetticismo nel primo decennio degli anni 2000 hanno fatto ripiombare la finanza pubblica in una situazione critica. Oggi non solo siamo sovrastati da un debito pubblico di dimensioni colossali, ma la crisi finanziaria internazionale e le profonde recessioni economiche che ne sono seguite nell'Europa mediterranea lo hanno reso ancor più gravoso. Infatti, nel nostro Paese abbiamo un rapporto debito/PIL che supera il 130%, dobbiamo rispettare il vincolo europeo del 3% per il disavanzo/PIL, subiamo il condizionamento dei mercati internazionali, in grado di far salire il differenziale con i titoli tedeschi ad ogni stormir di fronda, e riponiamo solo nell'estero le nostre magre speranze di rivitalizzare la domanda.

⁹ Sarcinelli (1991a, pp. 20-24).

¹⁰ Sarcinelli (1990).

¹¹ Un'eco si ritrova nell'affermazione di Luigi del 2008 ne "Il lascito di Andreatta: una discussione": "Io mi avventurai ad [...osservare sull'esercizio contro fattuale di Andreatta e D'Adda] che i più alti tassi di interesse avrebbero posto il debito pubblico, e l'intero sistema, su una traiettoria di instabilità" (Gigliobianco e Rossi, 2009, p. 132).

D'altronde, ho espresso da tempo la mia convinzione che il "miracolo economico" del Dopoguerra fu dovuto in gran parte alla distruzione del debito pubblico in termini reali attraverso l'inflazione del 1947, tollerata (o voluta?) da Luigi Einaudi (Sarcinelli, 2012a). Poiché per i casi di sovra-indebitamento nessuno dei tre estremi rimedi di Keynes (ripudio, inflazione, imposta straordinaria)¹² è oggi accettabile o possibile, quando potremo dire: "E uscimmo a riveder le stelle"?

BIBLIOGRAFIA

- GIGLIOBIANCO A. e ROSSI S. (a cura di) (2009), *Andreatta economista*, il Mulino, Bologna.
- KALDOR N. (1956), *An Expenditure Tax*, George Allen and Unwin, Londra.
- MINISTERO DEL TESORO (1987), *Ricchezza finanziaria, debito pubblico e politica monetaria, nella prospettiva dell'integrazione internazionale*, Rapporto della Commissione di studio, IPZS, Roma.
- MINISTERO DEL TESORO (1989), *Rapporto del Comitato scientifico consultivo sul debito pubblico, per una politica del debito pubblico in Italia*, IPZS, Roma.
- PEDONE A. e SPAVENTA L. (a cura di) (1982), "Il debito pubblico e i tassi di interesse", *Rapporto CER*, n. 1 – Parte speciale, Centro Europa Ricerca, Roma, pp. 63-90, disponibile alla URL: http://www.centroeuroparicerche.it/userfiles/Pedone-Spaventa_RapCER_01-82.pdf.
- SARCINELLI M. (1990), "Tendenze e squilibri della finanza pubblica italiana", *Economia italiana*, n. 2, pp. 175-215; ripubblicato in Ministero del Tesoro (a cura di), *L'Unione economica e monetaria: problemi e strategie*, IPZS, Roma, pp. 179-208; ripubblicato in Pedone A. (2012) (a cura di), "Debito pubblico e riforma tributaria", *Quaderni di economia italiana*, n. 9, pp. 49-89; traduzione inglese (1990), "Trends and Disequilibria in Italian Public Finances", *Review of the Economic Conditions in Italy*, n. 2, pp. 165-201.
- (1991a), "Maestro, che delusione!", *Il Mondo*, 11/18 marzo, pp. 20-24.
- (1991b), "E alle nozze seguì un concubinato", *Il Sole-24 Ore*, 26 luglio, p. 5.
- (2010), "Giovanni Gorla e i dilemmi nella gestione della finanza pubblica", *Bancaria*, n. 2, pp. 94-104.
- (2012a), "Commenti ad Antonio Pedone e Gianni Toniolo sul tema 'La gestione di elevati debiti sovrani in contesti di crisi finanziaria: quali insegnamenti dalla storia'", riunione intermedia SIEP, Banca d'Italia, Villa Huffer, 2 marzo, disponibile alla URL <http://www-3.unipv.it/websiep/2012ri5.pdf>.
- (2012b), "Come abbattere la consistenza del debito pubblico", *Rivista Bancaria – Minerva Bancaria*, vol. 68 n. 6, pp. 35-51.

¹² Su cui si veda Sarcinelli (2012b, pp. 35-51).

- SPAVENTA L. (1984), “La crescita del debito pubblico in Italia: evoluzione, prospettive e problemi di politica economica”, *Moneta e Credito*, n. 147, pp. 251-284; traduzione inglese (1984), “The Growth of Public Debt in Italy: Past Experience, Perspectives and Policy Problems”, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 149, pp. 119-149. Ripubblicato in *PSL Quarterly Review*, vol. 66 n. 266, pp. 291-324.
- (1985), “Piani di rientro, politica fiscale e politica monetaria”, *Economia italiana*, n. 1, pp. 9-33.
- (1986), “The Growth of Public Debt: Sustainability, Fiscal Rules, and Monetary Rules”, *IMF Working Paper*, n. WP/86/8, International Monetary Fund, Washington (DC); traduzione italiana (1988), “La crescita del debito pubblico: sostenibilità, regole fiscali e regole monetarie” in Graziani A. (a cura di), *La spirale del debito pubblico*, il Mulino, Bologna, pp. 21-48.
- (1988a), “Debito pubblico e pressione fiscale”, *Moneta e Credito*, n. 161, pp. 3-15.
- (1988b) “Introduction: Is there a Public Debt Problem in Italy?”, in Giavazzi F. e Spaventa L. (a cura di), *High Public Debt: The Italian Experience*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 1-24.
- (1989), “Seignorage: Old and New Policy Issues”, *European Economic Review*, vol. 33, pp. 557-563.
- (1992), “Debito pubblico”, *Enciclopedia delle Scienze Sociali*, Istituto per l’Enciclopedia Italiana fondata da Giovanni Treccani, Roma, disponibile alla URL [http://www.treccani.it/enciclopedia/debito-pubblico_\(Enciclopedia_delle_scienze_sociali\)/#](http://www.treccani.it/enciclopedia/debito-pubblico_(Enciclopedia_delle_scienze_sociali)/#).

APPENDICE

*infotizzare**A. M. Sacinelli
da: L. Spaventa*LIBERALIZZAZIONE DEI MOVIMENTI DI CAPITALE, EMISSIONI IN
ED EMISSIONI ALL'ESTERO
VALUTA

La parola è politica, di economia da parte dell'istituto per i rapporti con l'estero

Al par. 15, p. 10 del documento "La domanda di attività finanziarie" (Izzo, 31/1/1987), si afferma:

"Se ed in quanto i residenti acquireranno titoli esteri, dovrà trovare collocamento nei portafogli dei non residenti un ammontare di titoli in lire esattamente uguale al suddetto importo delle attività in valute estere. Ciò equivale ad un aumento di ~~pari~~ *di pari importo* dell'offerta di attività finanziarie in lire sul mercato internazionale.

....
Il maggior assorbimento di titoli in lire e la equivalente diminuzione della quota di titoli stilati in altre valute, nei portafogli dei non residenti, potrebbe comportare una flessione delle quotazioni dei titoli in lire - ossia aumento dei rendimenti in lire - e/o una svalutazione del cambio della lira."

La conseguenza segue della premessa. La premessa tuttavia è indebitamente restrittiva, a motivo di due assunti impliciti: identificazione di titoli in valuta con titoli emessi da non residenti; identificazione di titoli emessi all'estero da residenti con titoli in lire. Questa coincidenza fra emittente e valuta può essere solo il risultato di una decisione delle autorità, che tuttavia sarebbe difficilmente comprensibile. Il venir meno della coincidenza, infatti, può evitare o ridurre le conseguenze a cui ci si riferisce nel brano citato.

a) Se quello che gli agenti economici si attendono dalla liberalizzazione è una maggiore possibilità di differenziazione di attività in relazione agli emittenti di esse, la sostituzione avverrà per intero a favore di attività estere, e in valuta. Ma se la differenziazione richiesta è, almeno in parte, una differenziazione in valuta, questa può essere offerta anche da emittenti nazionali: in quanto ciò avvenga, non si verifica un aumento di attività in lire che debba necessariamente essere collocata nei portafogli di non residenti.

b) Se i residenti emettono sull'estero in valuta, a fronte dell'aumento di attività estere detenute da residenti, si

&

2.

verificherà un aumento di offerta non già di attività in lire, ma di attività in valuta emesse da residenti. In tal caso, non solo la posizione debitoria netta del paese verso l'estero resta immutata, ma neppure si verificano eccessi di offerta di titoli in lire, con le temute conseguenze sul cambio o sulle quotazioni dei titoli in lire.

* * *

In base a quanto esposto, pare opportuno che, col progredire della liberalizzazione, vengano incoraggiate, o quanto meno non ostacolate: emissioni sull'interno indicizzate in valuta, o espresse in valuta; emissioni all'estero in valuta.

Il principale destinatario di questo auspicio deve probabilmente essere il Tesoro italiano. Per quanto riguarda la prima possibilità si può quanto meno perfezionare e aumentare la pratica delle emissioni in ECU, anche su scadenze più brevi. Sarebbero anche desiderabili emissioni a lunga scadenza (dieci anni) a tasso fisso, indicizzate in valuta: anche tenendo presente che in regime di liberalizzazione nulla impedisce al residente di detenere titoli italiani in valuta emessi all'estero.

Per quanto riguarda la seconda possibilità, si nota che la quota di debito pubblico verso l'estero (rectius la quota di debito pubblico in valuta collocata all'estero) è estremamente modesta, in assoluto e nei confronti internazionali. Sarebbe d'altra parte pericoloso, e dunque sconsigliabile, se un aumento di questa quota avvenisse non in base a considerazioni strategiche e ad una decisione di medio periodo, ma con fini prevalenti di compensazione di uscite eccessive di capitali. Si tornerebbe in questo modo, di fatto, alla tattica difensiva dei prestiti compensativi: mal visti dal mercato, perché segnalano una situazione di disagio, e pertanto più costosi finanziariamente e più pregiudizievoli per il merito di credito. Per far fronte ad occorren-

3.

ze straordinarie, esistono altri strumenti di sostegno, anzitutto comunitari e connessi al sistema monetario europeo. Invece, una decisione strategica di pur modesto e graduale aumento dell'indebitamento pubblico sull'estero, che prevenga le conseguenze valutarie della liberalizzazione piuttosto che costituire eventuale reazione al loro avverarsi, avrebbe maggiori benefici e minori costi.

16. 2. 1987

Luigi Spaventa