

Debito pubblico *versus* debito privato*

GIACOMO VACIAGO

1. Introduzione

Nell'ultimo decennio abbiamo assistito al manifestarsi di diversi e ben distinti "problemi del debito". All'inizio degli anni '80 vi è stata la crisi del debito estero dei paesi meno sviluppati. Successivamente, fino alla metà degli anni '80, molti paesi industrializzati hanno sperimentato deficit pubblici crescenti e un continuo aumento del rapporto tra debito pubblico e PIL. Infine, in anni più recenti, è emerso il problema di un eccessivo debito privato, specialmente in quei paesi dove l'espansione del debito pubblico era stata riportata sotto controllo.

È in qualche misura sorprendente rilevare come ancora oggi l'attenzione sia rivolta agli eccessivi deficit pubblici, quando invece le economie dei paesi più ricchi sembrano soffrire soprattutto del problema opposto, cioè dell'eccessivo debito privato. È possibile dare due esempi di questa distorsione, il primo offerto dalla letteratura scientifica, il secondo dai documenti ufficiali. Per quanto riguarda il primo, si pensi all'ampio consenso ricevuto negli anni '80 dalle ipotesi di *credit rationing*¹ e dai modelli *liquidity-constrained*² che sono costruiti sull'assunto che sia il settore delle famiglie sia il settore delle imprese subiscano un razionamento del credito da parte di intermediari finanziari razionali e avversi al rischio.³ Quella basata sul razio-

□ Università Cattolica del S. Cuore, Istituto di Economia e Finanza, Milano.

* Fowler Hamilton Lecture, Christ Church, Oxford, 13 novembre 1992.

¹ Vedi Jaffee-Stiglitz (1990).

² Vedi Jappelli-Pagano (1989).

³ Da ricordare che i modelli *liquidity constrained* (in cui alcuni agenti economici non sono in grado di ottenere credito a fronte del loro reddito futuro) furono sviluppati per provare - contrariamente alla neutralità Barro-ricardiana - l'esistenza di un effetto positivo del debito pubblico: il Governo indebitandosi può attivare (*crowding-in*) gli investimenti privati. Vedi Woodford (1990) e Inman (1990).

namento del credito si è imposta come l'interpretazione standard proprio nel periodo in cui stava emergendo il problema di un eccessivo debito privato. Il secondo esempio può essere trovato nell'ormai ben noto Trattato di Maastricht che stabilisce (art. 104c) che «Gli stati membri dovranno evitare eccessivi deficit pubblici», come definiti nell'allegato "Protocollo sulle procedure relative ai deficit eccessivi". Bisogna rilevare che non è fornita nessuna definizione analitica per poter stabilire con precisione cosa sia un deficit pubblico eccessivo. È assente qualunque riferimento sia a specifici problemi di servizio del debito sia a una qualche misura della "ricchezza netta" eventualmente negativa del settore pubblico.⁴ Il Trattato stabilisce, invece, che la disciplina in fatto di bilancio pubblico (cioè l'evitare deficit "eccessivi") è data dal rispetto di due valori di riferimento: meno del 3% per il rapporto tra deficit pubblico annuale e PIL e meno del 60% per il rapporto tra lo stock di debito pubblico e il PIL. Non vi è nessuna teoria particolare dietro questi valori ma è opinione largamente condivisa⁵ che la loro rilevanza derivi dal fatto che il 60% è la media degli ultimi anni del rapporto debito/PIL dei paesi della CEE mentre il tetto massimo del 3% è il valore del rapporto deficit/PIL consistente con la stabilità di un valore debito/PIL pari al 60% nel caso di un tasso di crescita stabile del PIL nominale pari al 5%.

Da questo punto di vista, il Trattato di Maastricht consacra l'ossessione per i deficit e i debiti pubblici che è stata tipica degli anni '80. Il criterio in base al quale considerare o meno eccessivo un debito pubblico è, infatti, del tutto indipendente dalle condizioni del debito privato, che nel Trattato non è neanche menzionato. Nelle pagine che seguono discuteremo proprio questo approccio al problema del debito, contestando la teoria implicita negli accordi di Maastricht secondo la quale solo il Governo "può sbagliare" e generare deficit eccessivi, mentre individui privati razionali non commetterebbero mai l'errore di contrarre un debito per loro insostenibile. La saggezza convenzionale affermatasi in questi ultimi tempi, secondo la quale solo il debito pubblico è rilevante (cioè influenza il comportamento del settore privato) e solo esso può diventare eccessivo (così che il settore privato si ritrova a possedere "troppo" debito pubblico), non ha alcuna validità di tipo generale. Come vedremo, un mondo nel

⁴ Vedi Buiter (1983).

⁵ Vedi Buiter (1992). Per una critica più articolata ai massimali di bilancio vedi Bovemberg *et al.* (1991).

quale il debito pubblico è rilevante e può essere eccessivo è nello stesso tempo un mondo in cui è di norma rilevante anche il debito privato; il debito pubblico, quindi, non può essere ritenuto eccessivo se non si fa riferimento anche alla situazione dello stato patrimoniale del settore privato. Al fine di argomentare questa posizione, in primo luogo esporremo alcuni fatti stilizzati rilevanti in fatto di debito privato e pubblico e successivamente passeremo in rassegna la letteratura più recente relativa a questo problema. Diamo per scontato il giudizio di buon senso secondo il quale il debito diventa un problema solo quando è eccessivo. Sia quello privato sia quello pubblico sono, infatti, una caratteristica positiva, se non addirittura necessaria, di qualunque economia in crescita, mentre diventano fonte di problemi solo se – per ragioni che devono essere spiegate – diventano eccessivi.

2. Alcuni fatti stilizzati

Se consideriamo l'esperienza dei principali paesi industrializzati negli ultimi vent'anni, è possibile rilevare che:

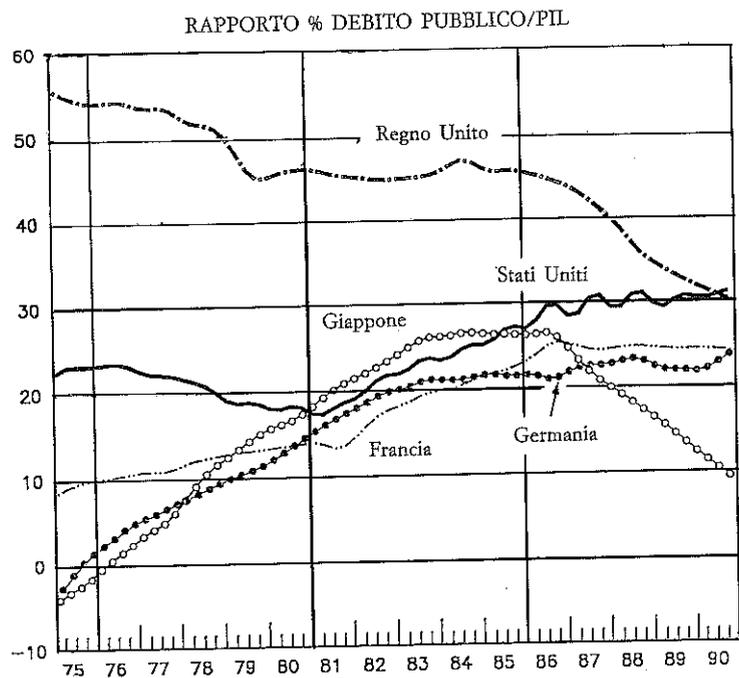
i) questi paesi differiscono in modo significativo dal punto di vista dei rapporti tra debito pubblico e PIL (si considerino i casi diametralmente opposti dei paesi del Gruppo dei 5 e dell'Italia – figure I e II); e

ii) lo stesso si può dire dei rapporti tra il loro debito privato (famiglie più imprese) e il PIL; però

iii) le differenze si riducono sensibilmente quando si fa riferimento alla somma dei due – debito pubblico più debito privato – (i paesi del Gruppo dei 5 e l'Italia presentano *trends* molto più simili – figure III e IV).

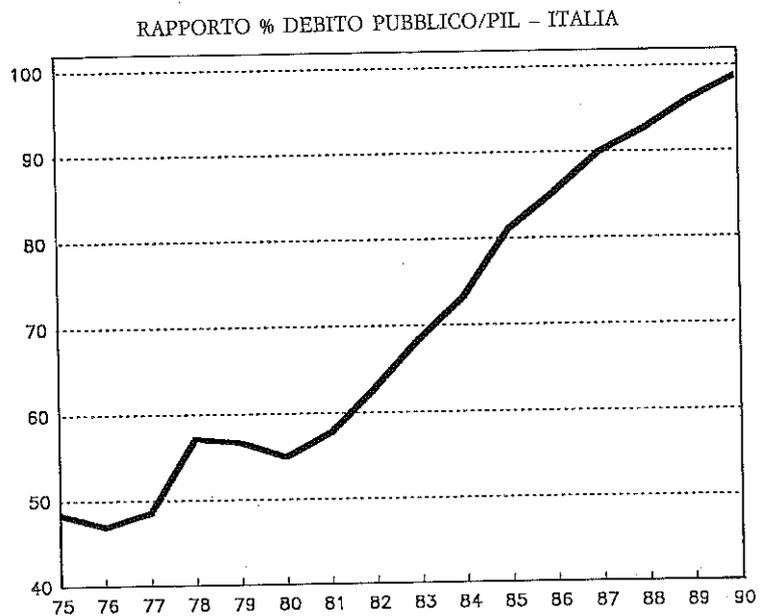
Inoltre, le considerazioni fatte a proposito delle differenze nei livelli valgono anche per le differenze nei *trends*: i paesi qui considerati hanno, generalmente, un elevato debito pubblico oppure un elevato debito privato; e i paesi che negli ultimi anni hanno sperimentato la maggiore riduzione del debito pubblico hanno anche registrato il maggior incremento nel debito privato. In altre parole, il

FIGURA I



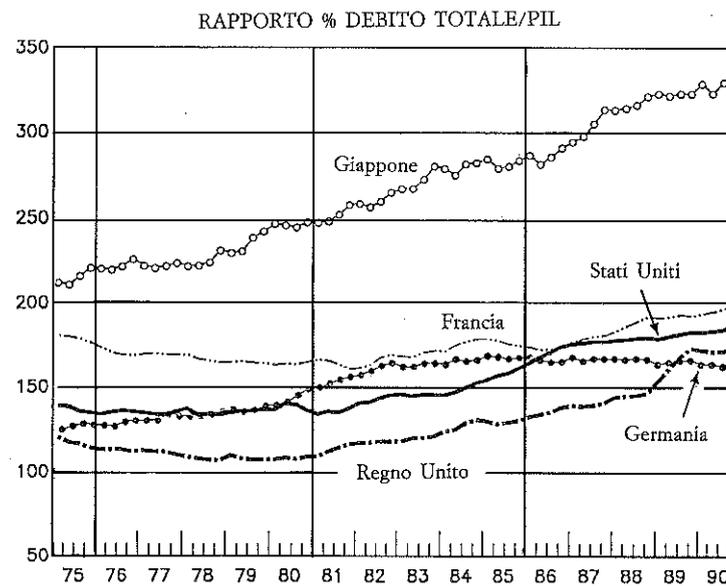
Fonte: Howe-Pigott (1991-92).

FIGURA II



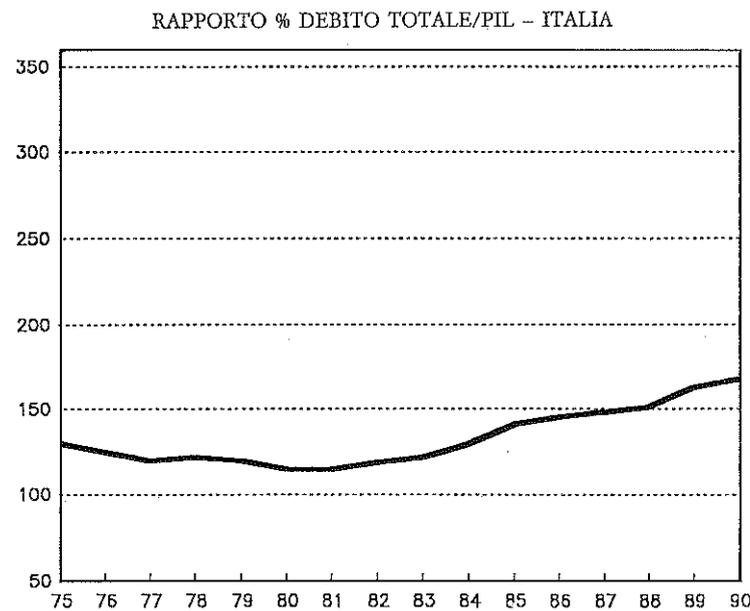
Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale, vari anni.

FIGURA III



Fonte: Howe-Pigott (1991-92).

FIGURA IV



Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale, vari anni.

debito totale (pubblico più privato) sembra essere molto più stabile nel tempo e molto più simile nei vari paesi che ognuna delle sue due componenti. Questa evidenza sembra suggerire che, dato un significativo grado di sostituzione *ex ante* tra le due tipologie di debito, il problema della sostenibilità del debito debba essere riferito propriamente al totale piuttosto che a ognuna delle due componenti presa separatamente.

Per valutare i problemi posti da una crescita eccessiva del debito pubblico oppure di quello privato, possiamo esaminare i due casi estremi costituiti, negli anni più recenti, dall'Italia e dal Regno Unito: due paesi che hanno avuto uno sviluppo del debito totale molto simile ma un *trend* delle due componenti di tale debito del tutto opposto. L'Italia è stato, tra i principali paesi industrializzati, quello che ha registrato il maggiore incremento del rapporto tra debito pubblico e PIL e il minore incremento nel debito privato (delle famiglie così come delle imprese). Il Regno Unito, all'opposto, ha avuto la maggiore riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL e, contemporaneamente, il maggior incremento del debito privato (soprattutto quello del settore delle famiglie).

3. Italia e Regno Unito a confronto

Ripercorriamo brevemente le caratteristiche principali di questi due paesi che possono essere ricondotte alla loro situazione debitoria.

Nel caso dell'Italia, si è verificata una crescita del debito pubblico continua e superiore a quella del PIL che si è riflessa, di conseguenza, in un progressivo aumento del rapporto tra debito pubblico e PIL passato in dieci anni dal 50% a oltre il 100%. Il settore privato ha conservato un alto tasso di risparmio, circostanza questa che ha consentito che il finanziamento del deficit pubblico avvenisse per lo più all'interno del paese. La maggior parte del debito pubblico è, infatti, posseduta dal settore privato. La forte richiesta di titoli dello Stato da parte delle famiglie è sostenuta e alimentata sia dall'elevato rendimento offerto da questi ultimi, rendimento che negli ultimi dieci anni è stato positivo in termini reali, sia dal favorevole trattamento fiscale riservato loro. Gli interessi pagati sul debito pubblico affluiscono, quindi, al settore privato e incrementano il suo

reddito disponibile. Ne risulta un livello dei consumi privati maggiore di quello altrimenti possibile. Mentre, però, il settore delle famiglie gode dei benefici di un reddito disponibile maggiore poiché ha interessi attivi maggiori di quelli passivi, il settore delle imprese sopporta i costi derivanti dal dover pagare interessi più alti (ed eventualmente anche i costi derivanti dalla sopravvalutazione della valuta in conseguenza degli alti tassi d'interesse). Sono chiare, quindi, le ragioni per cui negli anni recenti un debito pubblico crescente è stato accompagnato da maggiori consumi e minori investimenti e, più generalmente, da una compressione dell'offerta nazionale a fronte di una sostenuta domanda interna. La differenza è stata rappresentata da importazioni nette crescenti; attraverso queste una parte del debito è defluito verso investitori esteri. In sintesi, un debito pubblico crescente è tendenzialmente associato a vincoli dal lato dell'offerta e costituisce, alla fine, un ostacolo alla crescita economica.

L'economia del Regno Unito ha registrato andamenti di tipo completamente opposto. Il bilancio pubblico è stato posto sotto controllo a metà degli anni '80 e per alcuni anni ha generato un *surplus*. Questi successi sul fronte del bilancio pubblico sono stati però seguiti e in parte accompagnati da un'esplosione dell'indebitamento privato finalizzato sia al consumo sia all'acquisto di beni reali (soprattutto abitazioni). L'accumularsi del debito privato ha condotto a un tasso d'indebitamento crescente rispetto al capitale e a crescenti oneri finanziari rispetto al reddito. Il settore privato si è trovato con un servizio del debito che riduceva il reddito "primario" (cioè al netto degli interessi) disponibile; vi è quindi stato un rallentamento della domanda interna, che è stata poi ulteriormente ridotta dai tentativi di ridurre l'onere del debito posti in essere dal settore privato. La conseguenza di tutto ciò è stata una recessione originatasi dal lato della domanda come effetto del fatto che sia il settore delle famiglie sia quello delle imprese hanno ridotto le loro spese nel tentativo di sanare i propri bilanci e migliorare la propria situazione debitoria.

Le implicazioni di debiti pubblici o di debiti privati elevati, ed eventualmente eccessivi, sono per alcuni aspetti simili e per altri aspetti molto diverse. Differenze importanti emergono in relazione agli intermediari finanziari e alla politica monetaria. Per quanto riguarda la struttura dell'intermediazione finanziaria, l'aspetto principale è che il debito delle famiglie è maggiore nei paesi che offrono maggiori facilitazioni all'accesso delle famiglie al credito. Il debito pubblico è, al contrario, più elevato nei paesi in cui i vincoli di

liquidità sono più stringenti e le famiglie subiscono un razionamento del credito. Considerazioni analoghe si possono fare se si analizza l'evoluzione degli ultimi anni: in Italia un debito pubblico elevato è parzialmente responsabile di costi d'intermediazione (differenziale tra tassi sugli impieghi e tassi sui depositi) molto alti, mentre nel Regno Unito la riduzione del debito pubblico è stata seguita dalla riduzione dei costi d'intermediazione per il settore privato, cioè da servizi bancari più competitivi. Per quanto riguarda, invece, la politica monetaria, un elevato debito pubblico riduce la sua efficacia come strumento di controllo della domanda interna: un incremento dei tassi d'interesse prodotto da un irrigidimento della politica monetaria ha, infatti, sia effetti di reddito sia effetti di sostituzione e, di conseguenza, l'entità della restrizione effettivamente messa in atto è ridotta. Nel caso di un alto indebitamento privato, invece, è vero il contrario.

Sul terreno della politica economica vi sono però anche importanti analogie e non solo in termini di effetti finali (in ambedue i casi i debiti eccessivi costituiscono un ostacolo alla crescita), ma anche in termini di vincoli imposti all'uso di altri strumenti di politica economica. In effetti, nell'ultima parte del 1992 è emersa una sorprendente analogia in termini di ciò che può essere fatto per difendere il tasso di cambio. Abbiamo, infatti, verificato come ogni incremento nei tassi d'interesse che potrebbe essere necessario per difendere la parità del tasso di cambio può non essere credibile se i mercati finanziari sono consapevoli, e ovviamente lo sono almeno quanto dovrebbe esserlo il Governo stesso, che tassi d'interesse più alti aggraveranno proprio quegli stessi problemi che minano alla base l'impegno a un tasso di cambio fisso. Tassi d'interesse più elevati che aggraveranno l'onere di un debito, pubblico oppure privato, già ritenuto eccessivo⁶ non sono uno strumento credibile di difesa di quella che è già considerata una valuta sopravvalutata.

4. Opinioni alternative sul debito

L'Italia e il Regno Unito sembrano fronteggiare problemi differenti, derivanti da situazioni debitorie diverse, anzi diametralmente

⁶ L'unica via di uscita sarebbe rappresentata da un forte andamento dei tassi a breve che non aggravi il costo del debito, pubblico o privato. Ciò però assume che le pressioni sul cambio siano solo di breve periodo.

opposte. Queste differenze sono realmente importanti e permanenti? Possiamo riformulare e articolare questa domanda nel modo seguente: il debito è un fatto rilevante e, più precisamente, in quali circostanze diventa "eccessivo"? è attribuibile cioè agli errori del Governo, o a comportamenti irrazionali degli individui, oppure ancora a istituzioni finanziarie inefficienti? e la distinzione tra debito pubblico e debito privato è rilevante? Si tratta di domande che non rivestono solo un interesse di tipo accademico. La valutazione delle attuali condizioni economiche e molte proposte di politica economica dipendono, infatti, proprio dalla capacità di dare risposte credibili a queste domande.

Nella letteratura accademica sono presenti punti di vista diversi e alternativi sul problema del debito. La posizione ortodossa sostiene che solo il debito pubblico è rilevante e che esso può diventare eccessivo in seguito a errori del Governo. Secondo questa saggezza convenzionale, un debito pubblico eccessivo può causare almeno uno dei seguenti problemi:

i) può essere monetizzato e, quindi, provocare un'accelerazione dell'inflazione;

ii) alternativamente, può condurre a tassi d'interesse reali più alti e, di conseguenza, avere un effetto di *spiazzamento* sugli investimenti produttivi;

iii) in modo complementare o alternativo alle situazioni prospettate sopra, può assorbire risorse provenienti dall'estero, nella misura in cui si riflette in un deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti;

iv) eventualmente, se il debito rimane eccessivo e non sostenibile, può sfociare in una crisi finanziaria, con ripudio.

Questa è esattamente la teoria implicitamente incorporata nel Trattato di Maastricht. Per evitare la monetizzazione del debito pubblico, Maastricht prevede una banca centrale completamente indipendente (art. 107) che non può concedere alcun credito al settore pubblico (art. 104). Interventi di salvataggio in caso di rischio di fallimento sono vietati (art. 104b) così come lo è l'accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie (art. 104a). Date tutte queste clausole, le regole sulla disciplina da imporre ai bilanci pubblici (tese a evitare deficit eccessivi) devono essere state logicamente formulate per prevenire l'assorbimento di risorse da parte di altri paesi (o regioni) che

potrebbe derivare da uno squilibrio di tipo fiscale. Il fondamento logico sul quale è implicitamente costruito il Trattato è che il settore privato è più stabile di quello pubblico e che solo il settore privato subisce direttamente i vincoli imposti da mercati finanziari efficienti e da creditori razionali e avversi al rischio: tale settore non potrà, quindi, esporsi mai (non gli sarà mai concesso) a un debito (un credito) eccessivo.

In che misura, però, quel punto di vista ortodosso è conciliabile con il grado di sostituzione tra debito privato e debito pubblico che abbiamo osservato? In termini macroeconomici si tratta di esaminare l'interazione tra politiche fiscali e monetarie. Come è confermato da una consistente evidenza relativa alle funzioni di reazione delle politiche di numerosi paesi, il vincolo fondamentale cui sono sottoposte le politiche macroeconomiche – monetarie e fiscali – è il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti. Per un dato livello di competitività, politiche espansive si rifletteranno in un aumento del deficit corrente che accrescerà così l'indebitamento estero. Se si pone un limite a esso, la politica economica che di norma verrà messa in atto tenderà ad alternare due diversi *policy mix*: quello *tight budget and easy money*, costituito cioè da una politica monetaria espansionistica e da un orientamento fiscale restrittivo; oppure quello speculare *easy budget and tight money*, costituito cioè da una politica fiscale espansiva e da un orientamento monetario restrittivo. Nel primo caso, l'espansione monetaria conduce a un debito privato crescente, mentre nel secondo aumenta soprattutto il debito pubblico. È, in sostanza, a causa di questo vincolo di bilancia dei pagamenti⁷ che una politica monetaria restrittiva produrrà il così detto *crowding-out* del debito privato da parte del debito pubblico.

Si può assumere che questa sia anche la logica che sottostà all'insistenza sui limiti ai deficit pubblici e alle clausole tese a prevenire la monetizzazione e i salvataggi che sono contenute nel Trattato di Maastricht: una volta entrati in un'unione economica, il "vincolo estero" di ogni singolo paese viene meno (in effetti non è neanche più rilevato dato che le statistiche relative alle bilance dei pagamenti "interne" spariscono). Le regole stabilite dal Trattato al fine di evitare deficit pubblici eccessivi hanno quindi il compito di sostituire la disciplina imposta, fino a quel momento, dalla bilancia

⁷ Deve essere interpretato come un vincolo alle politiche e non semplicemente come un'identità contabile. Vedi Chrystal (1992).

dei pagamenti. D'altra parte, se si accetta il principio secondo il quale l'effettivo limite macroeconomico è posto dal vincolo estero – un paese può avere tutto il debito che i creditori esteri gli permettono di avere –, allora si deve accettare anche l'ulteriore implicazione che è il debito totale, e non solo quello pubblico, a essere vincolato. Se è rilevante solo il debito estero, allora la distinzione tra debito pubblico e debito privato perde ogni rilevanza e si dovrebbe fare riferimento esclusivamente al bilancio nazionale risultante dal consolidamento dei conti dello Stato e di quelli del settore privato.⁸ Questo implica, però, anche che qualunque aumento del debito pubblico può essere o no "eccessivo" solo in relazione al contemporaneo sviluppo del debito privato. Bisogna, quindi, ammettere che i valori numerici fissati nel Trattato di Maastricht, il 3% del PIL per il deficit di bilancio e il 60% del PIL per il debito, possono assumere un significato e un'importanza molti diversi in paesi, quali l'Italia e il Regno Unito, che hanno una situazione di debito privato (di famiglie e imprese) così differente.

Seguendo la logica di Maastricht, debiti pubblici eccessivi vanno evitati ma essi devono, in primo luogo, essere definiti in quanto tali e ciò non sembra possibile se non si fa riferimento al complessivo stato patrimoniale di ciascun paese.

Abbiamo visto che una spiegazione macroeconomica, basata fondamentalmente sul *policy mix* e sul conseguente *crowding-out* del debito privato da parte del debito pubblico, è in grado di dar conto dei fatti stilizzati che abbiamo prima considerato. Basandosi su questa sola evidenza, si dovrebbe concludere che l'Italia, rispetto al Regno Unito, ha avuto mediamente una politica fiscale più espansiva e una politica monetaria più restrittiva. Non va dimenticato, però, che l'evidenza macroeconomica è rilevante soprattutto nel breve periodo e che i fattori che sono stati evidenziati potrebbero essere solo temporanei: il *policy mix* influenza il ciclo piuttosto che i *trends* sottostanti.

Ogni cambiamento inatteso nel debito pubblico, così come ogni espansione monetaria inattesa, influenzerà il comportamento di breve periodo del settore privato. Ma per comprendere il suo equilibrio di lungo periodo, è necessario considerare in maggiore dettaglio i fondamenti microeconomici del debito. Ci proponiamo di fare questo concentrando l'attenzione in particolare sui risultati del lungo dibattito che si è svolto attorno alla così detta "ipotesi di equivalenza ricardiana". Si è trattato di un dibattito piuttosto acceso, ma che ha

⁸ Vedi Buiter (1983).

indubbiamente fornito un contributo importante alla chiarificazione di quali sono gli aspetti rilevanti del problema.

Ridotto ai suoi elementi essenziali, il dibattito avviato dal fondamentale articolo di Barro (1974) è approdato a due approcci microeconomici alternativi al problema dell'importanza del debito, che possono essere sintetizzati nei due modelli esposti qui di seguito.

4.1 *La neutralità del debito*

Ipotizziamo un mondo costituito da n individui razionali e tra loro simili negli aspetti essenziali, che condividono la stessa funzione di utilità, la stessa propensione marginale al consumo, lo stesso accesso al credito e così via. Attraverso il Governo, o qualunque altra analoga organizzazione collettiva, essi possono ottenere il *mix* desiderato di beni privati e di beni pubblici.

Attraverso il credito e il risparmio positivo o negativo essi possono inoltre anticipare o posticipare il consumo. In un mondo di individui sostanzialmente simili, possiamo assimilare ciascun individuo (come "agente rappresentativo") all'intera economia e mostrare come si possa contrarre un debito (pubblico o privato) al fine di finanziare un consumo attuale rinunciando a un consumo futuro. Ogni incremento nel debito pubblico dovrà essere servito da tasse future, il cui valore attuale è esattamente uguale al debito stesso, così come ogni incremento nel debito privato dovrà essere seguito dalla rinuncia a un consumo futuro.⁹ In un mondo siffatto, il Governo non presenta alcuna specificità rispetto a ogni altro individuo: la sua funzione di utilità non differisce da quella dell'"agente rappresentativo" e le sue politiche di bilancio non possono modificare l'equilibrio reale dell'economia.¹⁰ In una società in cui "tutti gli uomini sono uguali" (o almeno molto simili) e il Governo si indebita allo stesso tasso al quale lo fanno tutti gli altri individui, vige la neutralità del debito (in effetti questo è normalmente un mondo nel quale un debito "eccessivo" non dovrebbe esistere) e si applica al debito pub-

⁹ A meno che, ovviamente, fosse possibile, anticipando il consumo futuro, aumentare il reddito permanente atteso e sostenere così il debito contratto.

¹⁰ A un incremento nell'offerta di debito pubblico fa sempre fronte un identico aumento nella domanda di debito e in effetti i due aspetti non possono essere nemmeno distinti.

blico così come al debito privato,¹¹ poiché la distinzione stessa tra un settore pubblico e uno privato sotto il profilo finanziario perde veramente ogni significato.

4.2 *L'importanza del debito*

In una società altamente semplificata quale quella appena tratteggiata, un debito "eccessivo" può realizzarsi solo per errore. È possibile che gli individui formino le proprie previsioni sui redditi disponibili futuri in base ad aspettative ottimistiche e si attendano un incremento nel reddito, relativamente ai costi dell'indebitamento, che poi non si realizza. Oppure, può innescarsi una bolla speculativa: gli individui comprano beni immobili e altre attività prevedendo guadagni in conto capitale che poi non si realizzano. In tutti questi casi, l'onere del debito risulta maggiore di quello atteso e quindi la riduzione del consumo che ne consegue deve essere maggiore. Questo punto può essere sviluppato ulteriormente lungo le linee della parabola delle incompatibilità micro-macro di Phelps-Lucas. Individui razionali orientati al futuro non incorreranno in errori sistematici ma le loro stime delle variabili macro possono essere sbagliate. La ragione di ciò è che essi conoscono il proprio reddito *relativo* (dipendente dalla loro produttività, dal loro specifico mercato del lavoro, ecc.) meglio di quanto conoscano i *trends* dell'intera economia.

Errori di previsione - ottimismo eccessivo - possono condurre a un indebitamento eccessivo anche in un mondo in cui vale normalmente la neutralità del debito. Ma vi sono altri casi in cui il debito è rilevante. Bisogna però fare riferimento a un modello completamente diverso. In tale modello, contrariamente a quello visto prima, il debito pubblico può essere rilevante anche nel lungo periodo nel caso in cui i soggetti economici siano tra loro diversi. In un modello in cui individui diversi hanno funzioni di utilità, o propensioni al consumo oppure un accesso al credito diversi, e queste differenze non sono compensate completamente da legami diretti (eredità o trasferimenti), l'economia non può funzionare esattamente come se fosse costituita

¹¹ Così come nessuno può essere reso più ricco dal contrarre debiti, allo stesso modo nessuno può essere reso diverso dal fatto che sia lo Stato a indebitarsi. Bisogna osservare che in questo mondo alla Barro-Ricardo si verificano molte altre "neutralità": il teorema di Modigliani-Miller (la scelta tra il finanziamento con debito e quello con capitale di rischio è indifferente per l'equilibrio dell'azienda) è ugualmente valido. Vedi Webb (1982).

da un solo individuo (come succede nei modelli con "agente rappresentativo"). La distribuzione tra individui diversi di alcune variabili cruciali (reddito, credito ...) avrà un impatto macroeconomico, del tutto indipendente da aspettative razionali, dal comportamento lungimirante rispetto al futuro e così via. La neutralità del debito viene, quindi, meno: sia il debito privato sia quello pubblico hanno effetti distributivi e, quindi, macroeconomici. Queste conclusioni sono state riproposte di recente,¹² ma in realtà erano già presenti nella letteratura ben prima del recente dibattito sull'"equivalenza ricardiana".

Va ricordata l'insistenza di Keynes (1923) sul fatto che il servizio del debito trasferisce reddito da coloro che pagano le tasse ai *rentiers* e che, attraverso questo canale, ha un effetto depressivo sull'economia. Questo effetto non ci sarebbe in un mondo di individui omogenei nel quale tutti i *rentiers* sono anche cittadini che pagano le tasse e viceversa, poiché ogni trasferimento di reddito tra individui identici non avrebbe effetti macroeconomici. Lo stesso può dirsi per la distinzione tra individui giovani e anziani (o tra elettori attuali e futuri) sulla quale abbiamo imparato molto dai modelli di *overlapping generations* che adesso vanno per la maggiore. In un mondo di soggetti non omogenei, il debito pubblico è rilevante perché gli individui che beneficiano del deficit pubblico non sono gli stessi che ne dovranno sostenere il costo. E questo è vero anche nel lungo periodo, se queste differenze tra gli individui permangono.

5. Conclusioni

Dall'esame della micro e macro economia del debito possiamo concludere che sono rilevanti i seguenti fattori:

- i) le preferenze collettive per i beni pubblici in contrapposizione a quelli privati;
- ii) le preferenze temporali degli individui per il consumo attuale in alternativa al consumo futuro;
- iii) le previsioni sui *trends* macroeconomici e la possibilità che siano sbagliate;
- iv) le differenze tra gli individui.

¹² Vedi Webb (1981), Blanchard (1985), Bernheim-Bagwell (1988) e Miller-Roberds (1992).

Abbiamo visto che un rapporto debito/reddito crescente può riflettere le reali preferenze intertemporali degli individui oppure può derivare da errori nelle loro attese circa gli andamenti macroeconomici futuri. In generale, comunque, gli effetti di breve periodo (dovuti a variazioni inattese nel reddito, nei tassi d'interesse, ecc.) tenderanno a scomparire nel lungo periodo. Si potrebbe dire che solo nel breve periodo gli individui *si adeguano* all'azione del Governo.

Gran parte della controversia tra le spiegazioni *macroeconomiche* degli effetti sul settore privato di politiche del debito pubblico assunte come esogene, e le spiegazioni *microeconomiche* del comportamento del Governo implicite nella struttura delle preferenze di individui razionali, hanno a che fare con le differenze tra l'equilibrio di breve periodo e quello di lungo periodo. Solo nel breve periodo l'azione del Governo può rivelarsi diversa da quella che la gente si aspetta. Nel lungo periodo, i Governi e le loro politiche sono scelti dai - e non imposti ai - cittadini (almeno nelle nostre democrazie)!

Adottando quest'ottica, si può concludere che l'assunto del Trattato di Maastricht secondo il quale solo il debito pubblico è rilevante non ha alcuna base teoricamente fondata. Se il debito pubblico è rilevante (o solo nel breve periodo o anche nel lungo periodo) allora può esserlo anche il debito privato, e di quest'ultimo bisogna tener conto nel decidere se un dato volume di debito pubblico sia "eccessivo" oppure no.

Il confronto tra le recenti evoluzioni del debito dell'Italia e del Regno Unito può giovare di questi sviluppi teorici. Ulteriori valutazioni, qui di seguito elencate, dovrebbero essere tenute in considerazione:

i) L'Italia può sostenere un rapporto tra debito pubblico e PIL elevato, che non potrebbe essere sostenuto da un paese che ha già un rapporto debito privato/PIL molto alto. Questa conclusione dipende anche parzialmente dalla capacità del Governo di reperire entrate addizionali oppure di ridurre i trasferimenti a un settore delle famiglie che ha ancora un tasso d'indebitamento molto basso e un tasso di risparmio molto alto.

ii) È però anche vero che in Italia l'accumularsi di un debito pubblico senza precedenti - almeno in tempo di pace - può aver accresciuto l'incertezza circa la solvibilità del Governo e circa il

reddito disponibile atteso del settore privato,¹³ due fattori questi che contribuiscono a spiegare il crescente risparmio del settore privato e quindi la "neutralità del debito". È da rilevare, inoltre, che mentre un generalizzato razionamento del credito e l'esistenza di vincoli alla liquidità dovrebbero rendere il debito pubblico diverso da quello privato, nel caso italiano questi aspetti sono largamente compensati da estesi legami familiari diretti e da mercati del credito "interni". Si può, quindi, concludere che, almeno nel breve periodo, l'economia italiana sembra essere meno danneggiata dal suo eccessivo debito pubblico di quanto lo sia il Regno Unito dal suo eccessivo debito privato, cosa che sembra confermata anche dal fatto che quando le valute di entrambi i paesi sono recentemente uscite dal meccanismo di cambio dello SME, la sterlina inglese ha mostrato la tendenza a deprezzarsi contro la lira italiana.

Ovviamente la maggior parte di queste differenze potrebbero essere rilevanti solo nel breve periodo. Per il lungo periodo, abbiamo visto come la controversia analitica e ideologica sulla neutralità del debito, così come molti altri dibattiti di teoria economica, può essere ricondotta, in sostanza, a una questione semplice ma basilare: gli uomini sono o no tutti uguali?

¹³ Il rischio di *default* associato a un debito pubblico eccessivo riduce il suo "vantaggio comparato" rispetto al debito privato. La fiducia è molto più importante per il debito pubblico, per il quale a un solo debitore corrispondono molti creditori, di quanto non lo sia per il debito privato.

Un debito pubblico in aumento è associato anche a una crescente incertezza circa le future aliquote fiscali e, quindi, circa il reddito disponibile futuro. Vedi Leiderman-Blejer (1988).

BIBLIOGRAFIA

- BARRO, R.J., "Are government bonds net wealth?", *Journal of Political Economy*, November-December 1974.
- BERNHEIM, B.D. and BAGWELL, K., "Is everything neutral?", *Journal of Political Economy*, April 1988.
- BLANCHARD, O.J., "Debt, deficits, and finite horizons", *Journal of Political Economy*, April 1985.
- BOVENBERG, A.L. *et al.*, "Economic and monetary union in Europe and constraints on national budgetary policies", *IMF Staff Papers*, June 1991.
- BUITER, W.H., "Measurement of the public sector deficit and its implications for policy evaluation and design", *IMF Staff Papers*, June 1983.
- BUITER, W.H., "Should we worry about the fiscal numerology of Maastricht?", *CEPR Discussion Paper*, no. 668, London, June 1992.
- CHRYSAL, K.A., "The fall and rise of saving", *National Westminster Bank Quarterly Review*, February 1992.
- HOWE, H. and PIGOTT, C., "Determinants of long-term interest rates: an empirical study of seven industrial countries", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter 1991-92.
- INMAN, R.P., "Public debts and fiscal politics: how to decide?", *American Economic Association Papers and Proceedings*, May 1990.
- JAFFEE, D. and STIGLITZ, J., "Credit rationing", in B. Friedman and F. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, North-Holland, Amsterdam, 1990.
- JAPPELLI, T. and PAGANO M., "Consumption and capital markets imperfections - An international comparison", *American Economic Review*, December 1989.
- KEYNES, J.M., *A Tract on Monetary Reform*, Macmillan, London, 1923.
- LEIDERMAN, L. and BLEJER, M.I., "Modeling and testing Ricardian equivalence", *IMF Staff Papers*, March 1988.
- MILLER, P.J. and ROBERDS, W., "How little we know about deficit policy effects", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Winter 1992.
- WEBB, D.C., "The net wealth effect of government bonds when credit markets are imperfect", *Economic Journal*, June 1981.
- WEBB, D.C., "Default risk in a model of corporate and government finance", *Journal of Public Economics*, April 1982.
- WOODFORD, M., "Public debt as private liquidity", *American Economic Association Papers and Proceedings*, May 1990.