

Debito pubblico e pressione fiscale (*)

1. È opinione unanimemente condivisa che il debito pubblico in Italia ha raggiunto un livello insostenibile. È opinione assai diffusa, inoltre, che la pressione fiscale in Italia debba restare costante al livello raggiunto a metà degli anni ottanta.¹ La prima opinione ha assunto quasi la forza di un luogo comune; la seconda quella di un vincolo politico. Ma il luogo comune non esime dalla prova; né il vincolo politico può sottrarsi ad una verifica di coerenza.

Non è certo mio proposito negare il luogo comune. Mi pare tuttavia opportuno distinguere gli argomenti seri su cui esso poggia da quelli spuri. Un'analisi delle ragioni di insostenibilità mi induce ad argomentare che esse possono essere rafforzate proprio da una comoda accettazione del vincolo politico sulla pressione fiscale. Cercherò infine di dare qualche indicazione circa le condizioni necessarie per ridurre la crescita del debito ad un ritmo non superiore a quello della crescita del prodotto nazionale.

2. Il caso italiano di accumulazione del debito pubblico nell'ultimo quindicennio è certamente anomalo. Lo è con riferimento all'esperienza contemporanea di altri paesi, sia per i livelli sia per la dinamica del rapporto fra debito e prodotto; e tale resta anche dopo la revisione della contabilità nazionale, che ha considerevolmente aumentato il denominatore del rapporto.² Lo è anche con riferimento alla storia: non per i livelli, che sono ancora assai inferiori a quelli raggiunti in varie occasioni da molti paesi, ma per le cause. Le esperienze passate di livelli

(*) Versione riveduta e integrata della prolusione tenuta alla Scuola Centrale Tributaria "Ezio Vanoni" il 21 gennaio 1988.

¹ Questo proposito fu inizialmente enunciato nel cosiddetto "piano di rientro", presentato dal Ministro del Tesoro on. Goria nel 1985 (v. GIOVANNI GORIA, Ministro del Tesoro, "Politiche ed obiettivi per il controllo della finanza pubblica", Roma, 2 maggio 1985) ed è stato in seguito più volte ribadito in enunciazioni politiche e in programmi governativi.

² Anche dopo la revisione della contabilità nazionale l'Italia ha il massimo rapporto debito/PIL fra i sette maggiori paesi. Nell'area OCSE è terza dopo l'Irlanda e il Belgio, ma è prima se si considera il debito interno. Le posizioni restano le stesse quando si consideri la dinamica del rapporto.

particolarmente elevati di indebitamento pubblico, infatti, configurano sempre casi di accumulazione "anormale" di debito, dovuta a guerre o a severe recessioni.³ con il ritorno alla normalità, venivano meno le cause prime del fenomeno e presto o tardi (pur se non sempre senza traumi) il rapporto fra debito e prodotto cominciava a decrescere. Nell'Italia d'oggi, invece, una rapida accumulazione di debito avviene in tempi di pace; né si arresta in anni relativamente prosperi, anche se risente di un abbassamento tendenziale del saggio di crescita.

In Italia, la crescita del rapporto debito/PIL comincia nella seconda metà degli anni '60; prosegue negli anni '70, con qualche interruzione dovuta soprattutto all'inflazione; è ininterrotta e diviene più rapida negli anni '80. Questa vicenda non muta di molto se, anziché al debito totale, ci si riferisce al debito non monetario (escludendo quello verso la Banca d'Italia).

Occorre ricordare che la dinamica del rapporto debito/PIL è sospinta da due fattori ed è frenata da altri due.⁴ I primi due fattori sono (in rapporto al PIL): il fabbisogno primario (al netto degli interessi) del settore pubblico; l'onere *reale* d'interessi sul debito in essere — ovvero la quota di interessi nominali al netto delle perdite di valore reale che lo *stock* di debito subisce a causa dell'inflazione. I fattori di freno sono: il tasso di crescita reale del sistema economico; e, quando si consideri solo il debito sul mercato, il finanziamento ad opera della Banca d'Italia, che riduce il fabbisogno da finanziare sul mercato. In definitiva, la crescita del rapporto debito/PIL è la somma di tre addendi: disavanzo primario; differenza fra costo medio reale del debito e tasso reale di crescita, moltiplicata per la consistenza del debito in rapporto al PIL, che può avere segno positivo o negativo; finanziamento monetario, che ha segno negativo.⁵

In Italia, disavanzi primari abbastanza elevati si manifestano nei primi anni '70, quando le spese correnti, ma non le entrate tributarie, fanno un balzo. In seguito, una rimarchevole crescita delle entrate

³ Livelli fra il 100 e il 200% del PIL furono ad esempio raggiunti dalla Gran Bretagna per un lungo periodo dopo le guerre napoleoniche, negli anni '20 e '30 di questo secolo e per qualche anno dopo la seconda guerra mondiale; dalla Francia negli anni '20; dagli Stati Uniti dopo la seconda guerra mondiale; dal nostro paese negli anni '30.

⁴ L'equazione della dinamica del debito è riportata in appendice, sia per il continuo, sia, per ricavare alcuni risultati, per le variazioni discrete.

⁵ Naturalmente questi tre addendi non sono fra loro indipendenti: ad esempio, una più alta crescita riduce la dinamica del rapporto non solo direttamente, ma anche indirettamente, perché consente un aumento di entrate e una riduzione di spese per trasferimenti, e pertanto una diminuzione del disavanzo primario.

accompagna una pari crescita delle spese: fino al 1986, il disavanzo primario si stabilizza intorno al 3-4% e il fabbisogno primario intorno al 6%. Le lievi variazioni del fabbisogno primario nel periodo 1977-86 non spiegano né la variabilità della crescita del debito sino al 1981, né l'accelerazione degli anni successivi. L'una e l'altra dipendono dalle vicende dell'onere reale di interessi in relazione al tasso reale di crescita: il primo assai basso, o addirittura negativo negli anni settanta e poi in continua crescita dal 1981, a motivo del forte aumento dei tassi reali, che, per l'accorciamento delle scadenze, si riflette in larga misura sul costo dell'intero debito; sempre modesto il secondo, anche negli anni migliori.

Per indicare in quale misura la crescita del rapporto debito/PIL dipende dai valori relativi che assumono l'onere del debito e la crescita reale del prodotto, basta confrontare i due periodi 1978-81 e 1982-86. Nella media dei due periodi, il fabbisogno primario in rapporto al PIL non è molto diverso (intorno al 6%); eppure il rapporto debito/PIL cresce di 2,3 punti all'anno nella media del primo periodo, ma di 5,7 punti nel secondo. La ragione risiede soprattutto nella differenza fra tasso d'interesse reale sul debito e tasso reale di crescita: negativa nel primo periodo, essa riduce la crescita del rapporto di circa 1,3 punti all'anno; positiva nel secondo, essa aggiunge circa 2 punti all'anno alla crescita del rapporto. Nel 1986 l'importanza di questo fattore diviene prevalente: il ritmo di aumento del rapporto debito/PIL non muta, nonostante una diminuzione di 2,5 punti del fabbisogno primario.⁶

Ormai, dunque, la crescita del debito in Italia si nutre a due sorgenti: un persistente, pur se ridotto, fabbisogno primario; e un ormai consolidato fattore di autogenerazione, che agisce in modo sempre più vigoroso, poiché l'eccesso del costo reale del debito sul tasso di crescita reale si moltiplica per una massa sempre maggiore di debito.⁷

3. Prima di considerare la questione delle possibili conseguenze di una continua crescita del debito, vorrei sbarazzarmi sia di un falso argomento di drammatizzazione del problema, sia di un troppo tenue argomento consolatorio. Il primo consiste nella seguente misura: essendo il debito pubblico di circa 880 mila miliardi, e poiché gli italiani

⁶ Queste valutazioni sono tratte da L. SPAVENTA, "Is there a public debt problem in Italy?", in F. Giavazzi e L. Spaventa (a cura di), *High Public Debt: The Italian Experience*, Cambridge, 1988.

⁷ Si tenga presente che, anche se la differenza (positiva) fra tasso d'interesse reale *ex post* e tasso di crescita reale resta costante, l'effetto sulla dinamica del rapporto debito/PIL aumenta all'aumentare del rapporto stesso.

sono, all'incirca, 57 milioni, ogni italiano ha, all'incirca, un debito di circa 15 milioni e mezzo a testa. Che una misura siffatta sia priva di significato dovrebbe essere chiaro, e da tempo. Ricardo nei *Principi* cita J.B. Say, che si rifà a sua volta a un economista francese del '700, François Melon, per affermare che i «debiti di una nazione sono i debiti dovuti dalla mano destra a quella sinistra»⁸ — sempre che, naturalmente, si tratti di debito interno. Se e in quanto siano i cittadini del paese a sottoscrivere i debiti dello Stato, una variazione di questo debito non muta la posizione creditoria netta del paese.

Sul versante opposto non si può sminuire il problema alla radice conteggiando a fronte delle passività dello Stato, liquide, tutte le attività, assai meno liquide dello Stato medesimo. È certo vero che il ricavato della cessione di alcune attività potrebbe essere impiegato per ridurre la consistenza del debito. Ma, anzitutto, questa operazione non altererebbe la posizione patrimoniale netta dello Stato. Essa, in secondo luogo, neppure ne altererebbe la posizione reddituale, ove le attività cedute avessero lo stesso rendimento che deve essere pagato sulle passività. Se d'altra parte il rendimento fosse più basso, ma fosse consentito al cessionario di ricavarne uno più alto, ciò equivarrebbe all'imposizione di un tributo specifico, o all'aumento di una tariffa, o alla riduzione di un sussidio: ma allora la decisione dovrebbe riguardare più generalmente i modi per ridurre il disavanzo che produce il debito. Comunque, la cessione di un cespite per ridurre la consistenza del debito sarebbe priva di efficacia, a medio termine, se le cause della generazione del debito non fossero rimosse. Infine, come dirò in seguito, una cessione di attività nella misura realisticamente concepibile non modifica di molto i requisiti di un piano di rientro.

4. Sulla questione delle conseguenze dell'accumulo di debito, né la storia economica, né la teoria o l'analisi quantitativa ci offrono molti lumi. La sola lezione che possiamo trarre è che non esiste, o quanto meno non è possibile definire, un livello critico del rapporto, oltre il quale si possa dire che qualcosa deve succedere.

Nella storia abbiamo esperienze traumatiche di crisi del debito; ma anche esempi numerosi di sopravvivenza e di rientro alla normalità, partendo da livelli più alti di quello italiano.⁹ Nel confronto di economie

⁸ DAVID RICARDO, *On the Principles of Political Economy and Taxation*, The Works and Correspondence of David Ricardo, a cura di Piero Sraffa, vol. I, Cambridge, 1953, cap. XVII, p. 244.

⁹ Per un'analisi accurata delle esperienze di rientro, v. ALBERTO ALESINA, "The End of Large Public Debts", in F. Giavazzi e L. Spaventa, *cit.*

ad alto e a basso debito stentiamo a rinvenire differenze sistematiche specificamente imputabili al livello del debito. Certo, il *mix* di politica monetaria e fiscale influisce sul livello dei tassi d'interesse reali — i quali peraltro in una piccola economia aperta e integrata finanziariamente con l'estero non possono troppo discostarsi da quelli internazionali; un elevato finanziamento monetario di un forte disavanzo può essere causa d'inflazione; un elevato rapporto fra disavanzo e risparmio privato trova riscontro o in bassi investimenti o in *deficit* della bilancia dei pagamenti.¹⁰

Comunque, eventuali legami delle variabili indicate si manifestano, semmai, con il disavanzo: con il *flusso* che alimenta il debito, dunque, non con la *consistenza*. Per rinvenire possibili legami con la consistenza, si deve percorrere una strada diversa, che tuttavia non è facilmente suscettibile di precisa definizione quantitativa.

A conferma impressionistica di quanto detto, si consideri che la *performance* dell'economia italiana negli anni '80 non pare certo peggiore di quella di altre economie europee, assai più virtuose fiscalmente. L'inflazione è stata certo maggiore in Italia, e ad essa, ma solo in passato, può avere contribuito il finanziamento monetario del disavanzo: la differenza rispetto ad altri paesi si è tuttavia notevolmente ridotta. La necessità di assicurare il piazzamento del debito ha a tratti contribuito a più elevati tassi d'interesse reali (il cui aumento, peraltro, è tardivo in Italia rispetto agli altri paesi). Ma la crescita del prodotto e la formazione di capitale sono a livelli europei, o un po' migliori; e il saldo di bilancia dei pagamenti varia con le ragioni di scambio. Se spiazzamento vi è stato, è difficile trovarne evidenza, quanto meno con riferimento al capitale produttivo. L'assorbimento di una quota crescente di titoli pubblici nei portafogli delle famiglie ha trovato contropartita sia in un aumento del rapporto fra ricchezza finanziaria e ricchezza totale delle famiglie, sia in una riduzione della quota dei depositi. Poiché quest'ultima riflette una disintermediazione nella detenzione dei titoli di debito pubblico, lo spiazzamento pare aver colpito soprattutto la ricchezza reale delle famiglie.¹¹

¹⁰ L'ovvio richiamo è al caso degli Stati Uniti, che si distingue non certo per un rapporto molto elevato fra disavanzo pubblico e PIL, ma per un rapporto troppo alto fra disavanzo pubblico e risparmio privato, a cui corrisponde un elevato disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti.

¹¹ V. ANTONIO FAZIO, "Debito pubblico, ricchezza e sviluppo dell'economia", in BANCA D'ITALIA, *Bollettino economico*, n. 6, febbraio 1986. Tale spiazzamento è stato stimolato dall'aumen-

5. Quanto detto, tuttavia, non consente certo di negare la possibilità di una patologia acuta del debito pubblico. Essa non si manifesta nel settore reale dell'economia, ove semmai si avvertono i sintomi cronici di alti disavanzi; ma assume piuttosto le sembianze di crisi finanziarie, come la storia ci insegna. Per meglio comprendere come ciò possa avvenire, conviene considerare la nozione di solvibilità del debitore pubblico e la percezione che di essa possono avere i risparmiatori.¹²

Un problema di solvibilità, in linea di principio, non si pone, o meglio si risolve da sé, in periodi in cui il tasso di crescita economica supera i tassi d'interesse reali. Il servizio del debito è allora assicurato dal maggiore prodotto: è come se lo Stato prelevasse una tassa sulla crescita. L'aumento del rapporto debito/PIL finisce per arrestarsi anche in presenza di un disavanzo primario costante: e dunque senza alcun sacrificio di aumento di imposte o di taglio di spese. (Per esemplificare, con un disavanzo primario pari al 2% del PIL e con un tasso di crescita che ecceda di due punti il costo del debito, il rapporto debito/PIL si stabilizzerebbe a un livello di poco superiore al 100%.) Non è certo, questa, un'ipotesi stravagante: per lunghi periodi il tasso di interesse è stato inferiore al tasso di crescita; e molti episodi di rientro indolore da un indebitamento elevato sono stati proprio consentiti da situazioni siffatte. Gli anni '80 ci hanno tuttavia abituato a un persistente eccesso dei tassi d'interesse sul tasso di crescita, che pare destinato a durare nel prevedibile futuro.

Se il tasso di interesse supera il tasso di crescita, il requisito di solvibilità considerato in letteratura richiede che, almeno in prospettiva,

to dei tassi d'interesse reali e si è manifestato in una riduzione relativa sia del valore delle consistenze sia dei flussi di nuovi investimenti in attività reali (soprattutto case e terreni). Per quanto riguarda la composizione della ricchezza finanziaria e il processo di disintermediazione, si considerino i seguenti dati:

| | 1976 | 1986 |
|---|------|---------------------|
| Quota sulla ricchezza finanziaria delle famiglie al netto delle azioni: | | |
| — attività monetarie | 66,5 | 48,3 |
| — titoli pubblici | 4,5 | 33,7 ^(a) |
| Quota di titoli pubblici detenuti da: | | |
| — famiglie | 28,9 | 59,8 ^(a) |
| — aziende di credito | 68,7 | 29,8 |

^(a) include le quote di titoli pubblici detenuti da fondi comuni.

¹² Per una discussione del vincolo intertemporale di solvibilità, v. L. SPAVENTA, "The Growth of Public Debt: Sustainability, Fiscal Rules, and Monetary Rules", in *IMF Staff Papers*, 1987, vol. 34, no. 2.

al servizio del debito sul mercato non si possa provvedere per intero con nuovo indebitamento. Questo requisito impone pertanto che, presto o tardi, le entrate finali del settore pubblico debbano eccedere le spese finali, al netto degli interessi e al netto del finanziamento monetario (che può essere considerato come un'imposta implicita da signoraggio), per coprire almeno in parte l'onere del pagamento di interessi. Se si vuole arrestare la crescita del debito, tale eccedenza dovrà essere tanto maggiore, quanto maggiore è il tasso di interesse rispetto al tasso di crescita e quanto più si è rinviato l'aggiustamento. Un aggiustamento più tardivo, infatti, implica una maggiore dimensione del debito accumulato, e pertanto un maggiore onere di interessi a cui si deve far fronte.

Per illustrare le implicazioni del requisito di solvibilità, si consideri un caso, che verrà trattato più formalmente in appendice, in cui quel requisito viene certamente rispettato: il caso di un fabbisogno complessivo costante in quota rispetto al prodotto. In tale caso il rapporto debito/PIL rallenta gradualmente la sua crescita, tendendo a un valore di stato stazionario. Fin quando tuttavia il rapporto cresce, e per una data differenza (positiva) fra tasso d'interesse e tasso di crescita, aumentano i pagamenti di interessi e in pari misura devono aumentare le entrate o ridursi le spese al netto degli interessi. Se si vuole arrestare la crescita del rapporto prima che esso raggiunga il suo valore massimo, occorre anticipare l'aumento di entrate o la riduzione di spese: l'avanzo primario richiesto sarebbe tuttavia minore di quello corrispondente al valore stazionario che il rapporto debito/PIL raggiungerebbe spontaneamente senza interventi.

Con riferimento all'Italia, possiamo constatare che il requisito di solvibilità, consistente in una graduale riduzione del disavanzo primario per compensare un crescente onere di interessi, non è stato certo soddisfatto nel quinquennio 1981-85: con una differenza positiva, dopo il 1981, fra costo reale del debito e tasso reale di crescita, il disavanzo primario al netto del finanziamento monetario non è mai stato inferiore ai 3 punti di PIL. Dal 1986 pare manifestarsi una tendenza ad una riduzione del disavanzo primario; ma si accentua al contempo la forza del meccanismo di autogenerazione, dovuta all'eccesso del costo del debito sul tasso di crescita.

6. Naturalmente, ciò non comporta necessariamente un'insolvibilità in termini oggettivi. Nell'orizzonte, poniamo, di un decennio, potremmo scontare una situazione di avanzi primari e/o di ritorno a più alti tassi di crescita e più bassi tassi d'interesse.

A questo punto, tuttavia, occorre considerare la percezione di solvibilità del debitore pubblico che hanno i risparmiatori, ai quali tocca sottoscrivere i titoli di debito, investendo in essi quote sempre maggiori della propria ricchezza.

Nel medio termine, come abbiamo visto, la credibilità del debitore pubblico deve poggiare o su una prospettiva di rapida crescita del prodotto, poiché allora non si verifica autogenerazione del debito, o su una prospettiva di riequilibrio del saldo primario. Mancando la prima, il grado di fiducia nella seconda diviene cruciale. È possibile, ed è avvenuto in passato, che questa fiducia venga rapidamente meno. Ciò può accadere sia perché una lunga storia passata di alti disavanzi e di debiti crescenti, soprattutto se accompagnata da impegni disattesi, viene proiettata anche nel futuro; sia perché il pubblico diventa consapevole delle difficoltà obiettive di riduzione del disavanzo primario.

Tali difficoltà derivano dal fatto che il rispetto del requisito di solvibilità impone un intervento di redistribuzione del reddito, tanto più massiccio quanto più elevato è il debito accumulato. Come scriveva De Viti De Marco, la collettività, diversamente dallo Stato, «non è un ente omogeneo, che paga 50 milioni di imposte e riceve 50 milioni di interessi; lo Stato riceve dagli uni 50 milioni di imposte, e paga agli altri 50 milioni di interessi».¹³ E Keynes notava nella stessa vena: «In nessuna società... gli elementi attivi e produttivi acconsentirono mai a cedere dalla classe dei *rentiers* o portatori di obbligazioni più di una certa proporzione dei frutti del loro lavoro».¹⁴ La percezione di questi limiti provoca una percezione di insolvibilità, e con essa il timore di soluzioni traumatiche, se, rinviando i necessari interventi, si consente che il debito superi il livello oltre il quale l'avanzo primario richiesto per garantire la solvibilità viene ritenuto irrealizzabile (v. appendice).

Se ciò avviene, aumentano i rischi di una crisi da debito, che può assumere, e ha assunto nella storia, forme diverse. La situazione finanziaria diviene più fragile, perché più esposta a reazioni destabilizzanti, le quali possono trovare alimento anche in pretesti labili. Può essere che vengano richiesti sul debito premi di rischio che, aumentando il costo del debito, complicano ulteriormente il problema. Si accorciano le scadenze per ridurre i rischi; e aumenta in conseguenza il *turn-over* del debito. Le autorità monetarie si possono trovare improvvisamente

¹³ A. DE VITI DE MARCO, *Principi di economia finanziaria*, ristampa della terza edizione, Torino 1961, p. 402.

¹⁴ J. M. KEYNES, *A Tract on Monetary Reform*, Londra 1923, trad. it., *La riforma monetaria*,

costrette ad abbandonare i loro obiettivi, qualora le emissioni non siano sottoscritte. Sono tutti sintomi che si sono manifestati in modi acuti in altre esperienze storiche,¹⁵ ma che in forma più blanda non ci sono sconosciuti nella nostra esperienza recente. Conviene perciò considerare più da vicino il nostro caso.

7. Esaminiamo su quali dati di fatto può ragionare chi voglia considerare l'affidabilità di un impegno al rispetto del vincolo di bilancio da parte del nostro settore pubblico. A tal fine, farò riferimento anche a una previsione per il biennio 1988-89 alquanto ottimistica per quanto riguarda la finanza pubblica.¹⁶

Un precedente piano di rientro¹⁷ aveva posto un obiettivo di azzeramento della crescita del debito per l'inizio del prossimo decennio, imponendo come condizioni: una riduzione della quota sul PIL di spesa al netto degli interessi, e in particolare di quella corrente; l'invarianza della pressione fiscale in senso lato; una contestuale riduzione dei tassi di interesse reali sino a divenire inferiori al tasso di crescita.

Nel triennio 1984-86 la spesa finale al netto degli interessi si è mantenuta in media costante rispetto al PIL — intorno al 44%; e non pare discostarsi da questo livello nel triennio 1987-89. La pressione tributaria in senso stretto (imposte e contributi) è effettivamente rimasta costante nel triennio 1984-86, mentre è aumentata di circa un punto la quota delle entrate complessive. Si è ridotta di molto la differenza fra fabbisogno e indebitamento netto, grazie a una diminuzione delle partite finanziarie, che, insieme all'aumento di entrate complessive, ha consentito nel 1986 la riduzione di 1,5 punti del fabbisogno primario.

Nel triennio 1987-89, un'ulteriore e più modesta riduzione, di circa un punto, del fabbisogno primario è soprattutto dovuta ad un aumento della pressione fiscale in senso stretto nel 1987 e nel 1988.

La differenza fra onere reale del debito e effetto della crescita reale si mantiene positiva ed elevata nel triennio 1984-86 e aumenta ancora in quello successivo.

¹⁵ Soprattutto nell'esperienza francese degli anni '20. Sulla possibile percezione di una probabilità non nulla di solvibilità v. anche R. DORNBUSCH, "Comments", in F. Giavazzi e L. Spaventa, *cit.*

¹⁶ Le previsioni sono quelle contenute in CENTRO EUROPA RICERCHE, Rapporto n. 5/1987. Si tratta di valutazioni ormai ottimistiche, (che impieghiamo a fini illustrativi) per due ragioni: anzitutto a motivo di un aumento di 3000 miliardi del fabbisogno 1987, inatteso in ogni stima disponibile e concentrato a fine anno; in secondo luogo perché le valutazioni sopra indicate si basano sul d.d.l. finanziaria per il 1988 nella versione licenziata dal Senato della Repubblica, prima della seconda lettura da parte della Camera dei Deputati.

¹⁷ V. nota 1.

La crescita del rapporto fra debito fruttifero sul mercato e PIL è di oltre cinque punti all'anno nel triennio 1984-86 e di oltre quattro nella media del triennio successivo. Da un lato, infatti, persiste, pur se ridotto, un fabbisogno primario al netto del finanziamento monetario (dell'ordine di 1,5 punti di PIL); dall'altro l'autogenerazione del debito continua vigorosa, al ritmo di oltre 2,5 punti all'anno.

Quali possibilità di correzione si possono intravedere, da parte di chi si interroga circa il rispetto del vincolo di bilancio, in base alla percezione di dati esterni e condizionamenti politici? I grandi sforzi messi in opera ogni anno servono solo a impedire una progressione della spesa più rapida di quella del prodotto, ma non riescono a ridurre la quota. Cresce al tempo stesso una resistenza sociale ad un aumento del carico tributario, che trova facile acquiescenza politica.

La resistenza sociale ha una sua giustificazione quando sia motivata dalla non equa distribuzione del carico fiscale, in un paese ove l'evasione è diffusa e l'elusione agevole per vaste categorie di redditi: talché la grandine si abbatte sempre sulla medesima base imponibile. Non trova giustificazione quando assume i connotati di rivolta fiscale da parte di chi leverebbe alti lamenti se venissero applicati i criteri di definizione della base imponibile e di accertamento propri di altri paesi citati ad esempio; né può trovarla, in generale, in una situazione di livelli e di onere del debito pubblico così elevati. Non trova soprattutto giustificazione l'acquiescenza politica alla richiesta di un impegno a mantenere costante la pressione fiscale. Quando, a torto o a ragione, non si ravvisa la possibilità di prossima riduzione del tasso d'interesse al di sotto del tasso di crescita, enunciazioni siffatte, insieme alla dimostrata difficoltà di ridurre la quota di spesa, finiscono per convincere il pubblico che il requisito di solvibilità non sarà rispettato.

8. Da qualche tempo, sempre più di frequente, si sente porre la domanda "chi pagherà per il debito pubblico?". È una domanda che, nei suoi termini ingenui, è priva di senso; ma che, nel momento stesso in cui viene posta, acquista un senso preciso e indica un pericolo. Il senso preciso è questo: vi sarà un riaggiustamento che assicuri il requisito di solvibilità? e chi ne sopporterà l'onere? Il pericolo deriva dal fatto che la domanda indica la percezione che si manifesta o può manifestarsi un problema di solvibilità.

Fra l'estate e l'autunno del 1987 si è verificata una non piccola crisi nel collocamento dei titoli di Stato. Ne ricordo i tratti principali: una destabilizzazione delle aspettative sul cambio, sull'inflazione e sui tassi;

una politica monetaria che non riusciva a far sentire la sua voce; ingenti vendite nette di titoli da parte dei fondi d'investimento, sotto la pressione di una raccolta netta negativa, di un tentativo di aumento delle attività sull'estero dopo la liberalizzazione e di un mercato azionario cedente; un aumento graduale dei tassi a breve che sosteneva, invece di placare, aspettative di aumenti ulteriori; il tentativo di mantenere una curva di rendimenti che veniva rifiutata dal mercato, con pesanti conseguenze sul collocamento e sul prezzo dei titoli a più lungo termine. Le conseguenze più evidenti di questa crisi sono state: pesanti perdite in conto capitale sui titoli a scadenza più lunga, che hanno reso i risparmiatori assai diffidenti; un aumento notevole del costo reale del debito accompagnato da un improvviso accorciamento della sua vita media, che ha rovesciato una tendenza all'allungamento in corso da molti anni.

È stato un campanello d'allarme a cui sarebbe bene porgere orecchio, anche considerando il notevole addensarsi di scadenze di vecchi titoli, che avrà luogo quest'anno e soprattutto, in misura massiccia, nel 1990. È stata una prova dell'instabilità finanziaria che si può manifestare quando il reddito pubblico raggiunge livelli così cospicui.

Possiamo a questo punto esaminare le alternative di politica economica che ci sono di fronte.

Una prima possibilità è quella di lasciare le cose come stanno, con un modesto fabbisogno primario, nella speranza che presto o tardi il meccanismo di autogenerazione del debito si interrompa, grazie ad un aumento della crescita o a una riduzione del tasso d'interesse. Si tratta, a ben vedere, di un'ipotesi implausibile. Le "cose come stanno" implicano un aumento illimitato del rapporto debito/PIL. Una prospettiva siffatta impedirebbe probabilmente una riduzione dei tassi d'interesse. Probabilmente, in un futuro più o meno lontano, le autorità sarebbero costrette ad aumentare in misura sensibile il grado di monetizzazione del disavanzo: la crescita del debito, allora, si interromperebbe, grazie all'aumento di quella forma di entrata non decisa per legge che è l'imposta da inflazione. Non è ragione di scandalo che, in una situazione di alto debito accumulato, l'imposta da inflazione debba contribuire alla copertura del fabbisogno in misura maggiore che in altre condizioni.¹⁸ È opportuno, tuttavia, che la decisione in proposito sia meditata, e assunta nell'ambito di una strategia di rientro, e non forzata da una crisi di collocamento dei titoli.

¹⁸ V. R. DORNBUSCH, "Money and Finance in European Integration", non pubblicato, gennaio 1987.

Una seconda possibilità, di cui ogni tanto si rumoreggia, è quella di impiegare misure straordinarie, di natura fiscale e amministrativa, per ridurre lo *stock* di debito, e con esso i pagamenti di interesse. Gli esempi di misure siffatte sono numerosi nella storia. Si consideri, tuttavia, che esse possono avere una loro plausibilità e una loro efficacia solo qualora sia stata inaridita la sorgente originaria dell'accumulo di debito, ovvero il fabbisogno primario, e il Tesoro non debba più presentarsi sul mercato con frequenza e per importi ingenti; e che comunque esse non possono essere tali da compromettere la fiducia dei risparmiatori. La più innocua di queste misure — la vendita di attività da parte dello Stato — avrebbe un effetto assai limitato: si consideri infatti che, per ottenere una riduzione di meno di mezzo punto di PIL nella crescita del debito, occorrerebbe ridurre la massa di debito di circa 100.000 miliardi.¹⁹

Una terza, e più seria, possibilità è quella di porsi direttamente un obiettivo di arresto della crescita del debito. Questo obiettivo può essere perseguito a lungo termine o a più breve termine. Per comodità di esposizione considero due casi specifici. Suppongo, per entrambi, che la politica monetaria e quella di gestione del debito contribuiscano, come devono, alla bisogna: che, pertanto, sia assicurato un finanziamento monetario del disavanzo in misura pari all'1,5% del PIL e che la differenza fra onere reale del debito ed effetto della crescita reale si riduca a 2 punti, dagli oltre 3 attuali. La semplice derivazione dei risultati è riportata in appendice.

A un estremo, le autorità possono decidere di stabilizzare il fabbisogno al 10% del PIL — un valore che potrebbe essere raggiunto nel 1989. Con un tasso di crescita nominale del 7%, l'aumento del rapporto debito fruttifero/PIL rallenterebbe gradualmente e tenderebbe a un valore di circa il 130%. Nel corso di questo processo, il disavanzo primario dovrebbe contrarsi, e poi trasformarsi in un avanzo non lontano dal 2% del PIL.

In alternativa, le autorità potrebbero proporsi di stabilizzare il rapporto fra debito sul mercato e PIL a un livello dell'80%: quello che, secondo le previsioni prima citate, verrebbe raggiunto alla fine del 1989. Per ottenere questo risultato, occorrerebbe trasformare il disavanzo primario, che fra il 1988 e il 1989 dovrebbe essere di poco superiore al 2,5%, in un lieve avanzo, di mezzo punto di PIL: sarebbe dunque necessario un miglioramento di circa tre punti.

Questa seconda soluzione pare preferibile alla prima per due motivi. Anzitutto, su una strada più lunga aumenta il rischio di incidenti di percorso, che inciderebbero negativamente sul valore

¹⁹ V. appendice.

relativo ipotizzato di tasso d'interesse e tasso di crescita. In secondo luogo, più lunga è la strada e più elevato è lo *stock* di debito di cui si consente l'accumulazione, maggiore è la redistribuzione di risorse dalla generalità dei cittadini ai percettori di interessi — come è evidenziato dal maggiore avanzo necessario nel primo caso.

A ben vedere, lo sforzo imposto dalla seconda soluzione non appare straordinario o insopportabile, se condotto nell'arco di due o tre anni. Dopo tutto, una riduzione di poco inferiore è già avvenuta fra il 1984-85 e il 1986 senza conseguenze particolarmente traumatiche. Si ponga mente, tuttavia, che essa è stata ottenuta, in misura prevalente, con un aumento del rapporto fra entrate e PIL.

Difficilmente si può pensare di ottenere un analogo risultato senza ricorrere, almeno in parte, allo stesso strumento. Considerando la tendenza delle componenti più importanti della spesa, e in particolare della spesa previdenziale, già la riduzione di un punto della quota della spesa sarebbe un risultato importante e di non facile realizzazione. Ne consegue che del richiesto miglioramento di tre punti del saldo primario due dovrebbero essere ottenuti con un aumento della pressione tributaria.

Certo, la decisione di aumentare programmaticamente, e soprattutto esplicitamente, la pressione tributaria non è facile né gradita ai governi, soprattutto quando sia breve la loro vita attesa. Anche perché questa decisione ne comporta a sua volta altre, su come si possa ottenere il necessario aumento di carico fiscale, in cui l'aspetto tecnico e quello politico difficilmente possono essere separati. Difficilmente, infatti, un aumento di pressione fiscale complessiva pare fattibile politicamente e socialmente, se esso non avviene almeno in parte grazie ad un recupero di base imponibile evasa, erosa e elusa: e sappiamo quanto vi sia da fare in quella direzione, come anche gli osservatori stranieri non si stancano di ripeterci.

In definitiva, la scelta che oggi abbiamo di fronte non è fra il costo di un riaggiustamento relativamente rapido e la ricerca di impossibili alternative che siano prive di costi. La scelta è fra un costo da sopportare a più breve termine, ma minore, e costi maggiori pur se protratti nel tempo. Nel valutarne i termini, occorre considerare che la seconda possibilità potrebbe a un certo punto rivelarsi non praticabile, a motivo delle resistenze sociali e politiche ad una troppo spinta redistribuzione dei redditi (tanto maggiore, per garantire la solvibilità, quanto più si consente al debito di crescere): nel qual caso, i rischi e i costi da considerare in alternativa sarebbero quelli delle conseguenze, comunque traumatiche, di una crisi finanziaria.

LUIGI SPAVENTA

APPENDICE

1. Scriviamo anzitutto nel continuo l'equazione della dinamica del debito sul mercato:

$$(1) \quad \dot{b}_t = f_t - \frac{\dot{H}_t}{Y_t} - \gamma b_t$$

ove \dot{b}_t è la variazione al tempo t del rapporto fra debito sul mercato e PIL, b_t è il valore del rapporto al tempo t , f_t è il fabbisogno complessivo in t in quota del PIL, \dot{H}_t è il finanziamento del fabbisogno con base monetaria, Y_t è il PIL e γ è il tasso di crescita nominale del PIL.

Il fabbisogno viene definito come:

$$(2) \quad f_t = g_t - \tau_t + i b_t$$

ove g e τ sono le quote rispettivamente della spesa pubblica e delle entrate al netto degli interessi sul PIL e i è il tasso d'interesse nominale sul debito in essere. Pertanto, sottraendo dal tasso di crescita nominale e dal saggio d'interesse nominale il tasso d'inflazione, possiamo scrivere la (1) come:

$$(1') \quad \dot{b}_t = (g_t - \tau_t) - \frac{\dot{H}_t}{Y_t} + (r-n) b_t$$

ove l'espressione in parentesi è il disavanzo primario, r è il tasso reale d'interesse sul debito e n è il tasso reale di crescita. La (1') rende espliciti i tre addendi di cui si parla nel testo.

2. Supponiamo ora che la politica del governo sia tale da garantire il mantenimento di un fabbisogno totale costante rispetto al PIL. Pertanto, $f_t = \bar{f}$, costante. Per semplicità supponiamo che il finanziamento in base monetaria del fabbisogno sia una quota costante del PIL (ovvero che la crescita della base monetaria per il Tesoro avvenga ad un tasso costante). Potremo pertanto scrivere $\dot{H}/Y_t = \lambda h$, ove λ è il tasso di crescita della base monetaria per il Tesoro e $h = H/Y$.

In queste condizioni, il requisito di solvibilità è certamente soddisfatto, poiché b tende ad un valore stazionario. Tale valore, b^* , sarà:

$$(3) \quad b^* = \frac{\bar{f} - \lambda h}{\gamma}$$

Sia $a_t = g_t - \tau_t$ il saldo primario. Mentre il rapporto debito/PIL cresce, approssimandosi al valore indicato dalla (3), il saldo primario dovrà variare secondo la

$$(4) \quad a_t = \bar{f} - i b_t$$

Il disavanzo primario dovrà dunque ridursi e, se il saggio d'interesse supera il saggio di crescita, trasformarsi in un avanzo. Infatti, il valore di a quando il rapporto debito/PIL avrà raggiunto il valore stazionario b^* sarà:

$$(5) \quad a^* = \bar{f} - i b^* = i \frac{\lambda}{\gamma} h - \frac{i - \gamma}{\gamma} \bar{f}$$

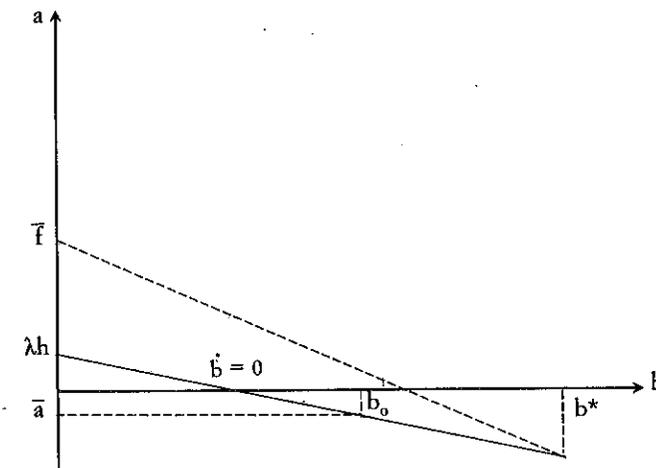
Supponiamo ora che si voglia arrestare la crescita di b al tempo T , prima che esso raggiunga il valore b^* . Affinché $b_T = 0$, occorre che:

$$(6) \quad \begin{aligned} f_T &= \lambda h + \gamma b_T \\ a_T &= f_T - i b_T = \lambda h - (i - \gamma) b_T \end{aligned}$$

Quanto maggiore è il valore di b al quale si decide di arrestarne la crescita, tanto maggiore è il valore di avanzo primario da realizzare. Tale valore di a che consente di arrestare la crescita di b in T , prima che si raggiunga il valore di b^* , è sempre maggiore del valore di a che si avrebbe in T , se il fabbisogno fosse mantenuto al valore \bar{f} e si consentisse al rapporto debito/PIL di crescere sino a b^* . I due valori naturalmente coincidono per $b_T = b^*$.

In figura 1, la linea tratteggiata indica il percorso di a descritto dalla (4), per un dato fabbisogno \bar{f} e per un dato tasso d'interesse i e un dato valore di λ , sino al valore di stato stazionario. La linea continua indica il valore di a che occorrerebbe conseguire per arrestare la crescita del debito in corrispondenza di ogni valore indicato sull'ascissa.

FIGURA 1



Le implicazioni di quanto esposto e l'illustrazione di quanto detto nel testo possono essere meglio comprese supponendo che la quota della spesa al netto degli interessi sul PIL, g , sia costante e che tutta la variazione di avanzo primario richiesta nei due casi debba avvenire con variazione della pressione fiscale τ .

Nel caso di un fabbisogno dato, \bar{f} , la pressione fiscale dovrà variare secondo la

$$(7) \quad \tau_t = g + i b_t - \bar{f}$$

sino a raggiungere il valore stazionario corrispondente a b^* :

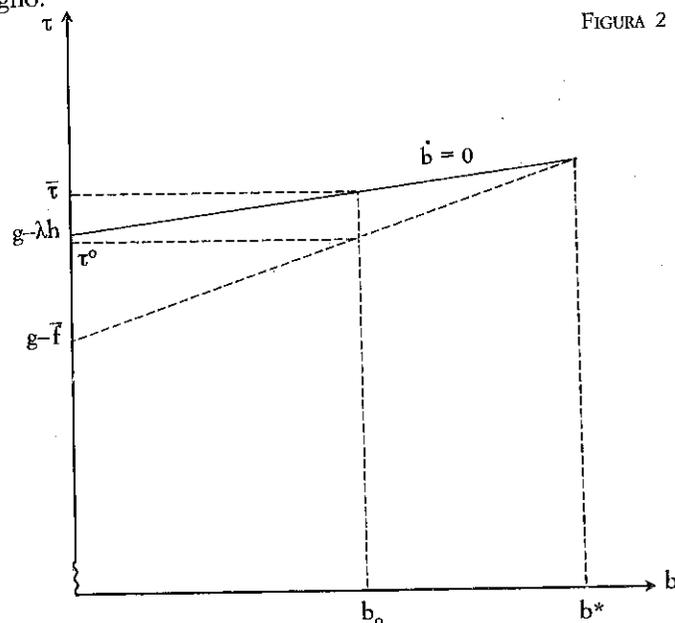
$$(8) \quad \tau^* = g + i b^* - \bar{f} = g - i \frac{\lambda}{\gamma} h + \frac{i - \gamma}{\gamma} \bar{f}$$

Se si vuole arrestare la crescita del rapporto b al tempo T , prima che raggiunga il valore b^* , il valore della pressione fiscale corrispondente alle (6) sarà:

$$(9) \quad \tau_T = g - \lambda h + (i - \gamma) b_T$$

Naturalmente, per arrestare la crescita del rapporto debito/PIL in T , prima che raggiunga il valore b^* , la pressione fiscale deve aumentare rispetto al valore che assumerebbe in T mantenendo invariato il dato fabbisogno f . Per $b_T = b^*$, la (9) dà ovviamente lo stesso valore di τ della (8).

In figura 2, la linea tratteggiata indica come aumenta la pressione fiscale all'aumentare del rapporto debito/PIL, secondo la (7), per un dato fabbisogno f e per un dato tasso d'interesse i e un dato valore di λ . La linea continua indica il valore che la pressione fiscale dovrebbe assumere in corrispondenza di ogni valore di b , per mantenere il rapporto costante a quel valore. Se il tasso d'interesse eccede il tasso di crescita, come nel caso considerato in figura, l'inclinazione di questo secondo luogo è positiva (sarebbe negativa nel caso opposto) e minore di quella della linea tratteggiata; l'intercetta è invece maggiore, poiché il finanziamento monetario copre solo una parte del fabbisogno.



Si supponga ora che il massimo di pressione fiscale socialmente accettabile sia $\tau = \bar{\tau} < \tau^*$ (con un fabbisogno primario \bar{a}). Le autorità non sono in grado di ridurre g né di far variare il tasso d'interesse reale e neppure sono in grado di imporre un aumento di entrate oltre $\bar{\tau}$. Quando si sia giunti al livello di debito b_0 , con una regola di dato fabbisogno \bar{f} e con una corrispondente pressione fiscale τ^0 , il mantenimento della solvibilità impone alle autorità una scelta obbligata: esse devono immediatamente procedere ad un aumento della pressione fiscale da τ^0 a $\bar{\tau}$. Se ciò non avvenisse, la crescita del debito proseguirebbe senza che vi sia più alcun limite: lasciando infatti invariato il fabbisogno a \bar{f} , essa toccherebbe il limite massimo $\bar{\tau}$ prima che sia raggiunto lo stato stazionario; né d'altra parte, oltre b_0 , sarebbe più possibile effettuare un riaggiustamento. In definitiva, oltre il punto in cui la linea tratteggiata incontra l'ordinata $\bar{\tau}$ verrebbe mantenuto costante non più il fabbisogno complessivo, ma solo il disavanzo primario: e con un disavanzo primario costante ed un tasso d'interesse superiore al tasso di crescita non esiste una soluzione stazionaria e il requisito di solvibilità non viene rispettato. Il rinvio del riaggiustamento impedisce che esso venga mai compiuto.

(Si noti che quanto detto non vale nel caso in cui il tasso d'interesse sia inferiore al tasso di crescita: in tal caso, infatti, ogni livello di pressione fiscale sul luogo dei punti $\dot{b} = 0$ risulta più elevato di ogni livello di pressione fiscale compatibile con la crescita del debito verso il livello massimo b^* .)

Il ragionamento che abbiamo appena fatto circa l'opportunità di un aggiustamento immediato quando esista un livello fattibile massimo di pressione fiscale può essere immediatamente esteso ad un livello massimo raggiungibile di avanzo primario (\bar{a} , in figura 1).

3. Quando si opera nel discreto, come si deve fare nei computi riferiti a una specifica situazione, subentrano varie complicazioni. Anzitutto, la (1) si modifica, poiché il fattore di crescita da portare in sottrazione non è più γb_t , ma $\gamma b_t / (1 + \gamma)$: da cui l'esempio del testo, con $\bar{f} = 0,1$, $\lambda h = 0,015$, $\gamma = 0,07$, $b^* = 1,3$.

In secondo luogo, si pone un duplice problema nel computo dell'onere reale del debito nella (1'): il debito è composto da titoli di diversa natura e con diversi rendimenti nominali; occorre tener presente la perdita di valore, dovuta all'inflazione, dei titoli collocati sul mercato fra la fine di un periodo e la fine del periodo successivo. Per calcolare l'onere reale del debito, non si può allora considerare un tasso d'interesse di mercato e sottrarvi il tasso d'inflazione; occorre invece considerare la quota sul PIL degli interessi effettivamente pagati e sottrarvi un fattore di correzione che cerchi di tener conto anche della perdita di valore dei nuovi titoli emessi dell'anno. Per un procedimento di calcolo, si rinvia a L. Spaventa, "Is there a public debt problem...", citato nel testo e ai riferimenti ivi contenuti: i dati di seguito riportati sono ottenuti con questo procedimento.

Nel 1986 la differenza fra onere reale di interessi ed effetto della crescita reale è stato di circa 2,8 punti; nel triennio 1987-89 dovrebbe oscillare fra i 2,3 e i 3,5 punti all'anno, con un debito sul mercato (titoli e raccolta postale) che passa dal 67% circa del PIL nel 1986 a circa l'80% nel 1989 (sempre con le ipotesi ottimistiche di finanza pubblica di cui si è detto nel testo). Supponendo che dal 1990 la differenza fra onere reale del debito ed effetto di crescita reale si riduca a 2 punti e con un finanziamento del disavanzo non sul mercato per 1,5 punti di PIL, la crescita del debito fruttifero si arresterebbe con un avanzo primario di circa 0,5 punti di PIL.

Se invece si mantenesse costante un fabbisogno complessivo al 10% del PIL, il debito fruttifero tenderebbe al 130%: *sempre che* l'avanzo primario (calcolato sul discreto, per un tasso nominale d'interesse del 9% e un tasso di crescita del PIL nominale del 7% e con finanziamento monetario sempre dell'1,5%) tenda all'1,7% del PIL.

Con una differenza di 3 punti fra onere reale d'interessi ed effetto reale di crescita, una riduzione di mezzo punto nella crescita del debito richiederebbe una riduzione di oltre 16 punti del rapporto debito/PIL. Una riduzione di 100.000 miliardi dello *stock* di debito, con alienazione di attività del settore pubblico, ridurrebbe il rapporto debito/PIL al 1987 di non più di 10 punti: una diminuzione di mezzo punto della crescita del debito si verificherebbe se la riduzione della consistenza fosse accompagnata da una diminuzione di mezzo punto dell'onere reale di interessi.

L.S.