

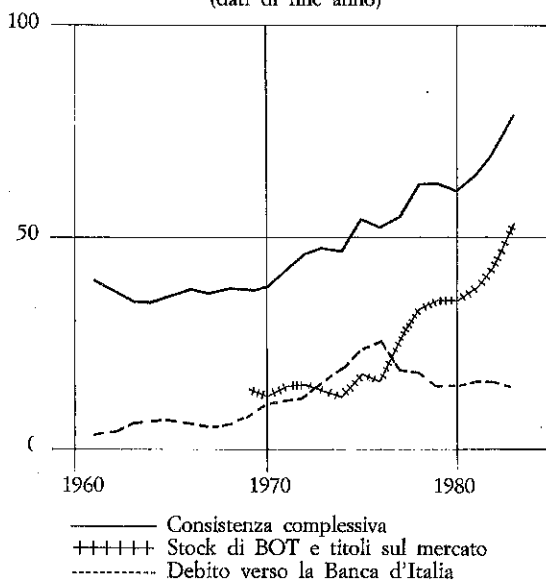
La crescita del debito pubblico in Italia: evoluzione, prospettive e problemi di politica economica *

1. Introduzione

1. La figura 1 mostra l'evoluzione della consistenza complessiva del debito del settore statale italiano e delle due sue componenti

FIGURA 1

RAPPORTI DELLA CONSISTENZA DEL DEPOSITO RISPETTO AL PIL
(dati di fine anno)



* Questo articolo è una versione profondamente modificata di una relazione presentata ad un seminario organizzato dall'*International Seminar in Public Economics* dell'Università di California, Santa Cruz, con la collaborazione dell'Università di California, Santa Cruz, e della Banca d'Italia. L'autore è grato al Servizio Studi della Banca d'Italia per l'aiuto ottenuto nella ricerca dei dati statistici e al dottor Cesarano, della Banca d'Italia, per utili commenti ad una precedente versione dell'articolo.

principali, in percentuale, del PIL dal 1961. La consistenza complessiva (linea superiore) include il debito verso il pubblico e gli intermediari finanziari, il debito estero ed il debito verso la Banca d'Italia. Quest'ultimo (linea tratteggiata) è costituito dai BOT e dai titoli di Stato a medio e a lungo termine acquistati dalla Banca d'Italia e, in misura minore, dal debito accumulato dal Tesoro sul conto corrente per il servizio di tesoreria: la sua contropartita è rappresentata dallo stock di base monetaria creata attraverso il canale del Tesoro.¹ L'indebitamento con l'estero, benché crescente negli anni più recenti, nel 1983 era pari solo al 2,6 per cento del debito complessivo e a poco più del 2 per cento del PIL. L'importanza del risparmio postale si è progressivamente ridotta ad iniziare dai primi anni settanta, raggiungendo nel 1983 il 10,6 per cento del debito complessivo e l'8 per cento del PIL. L'andamento della consistenza dei BOT e dei titoli di Stato in possesso del pubblico e degli intermediari finanziari è descritto nella figura dalla linea sbarrata.

I dati relativi ai tassi di crescita, a prezzi variabili e a prezzi costanti, ed alle variazioni del debito complessivo e delle sue componenti principali rispetto al PIL vengono riassunti nella tabella 1. L'intero aumento del rapporto fra debito complessivo e PIL avviene dopo il 1970; mentre il tasso di crescita dell'economia si contrae, quello del debito a prezzi costanti aumenta. I dati sulle consistenze dei BOT e dei titoli di Stato sul mercato non sono disponibili per gli anni prima del 1970. L'aumento considerevole del loro rapporto rispetto al PIL si concentra negli ultimi sette anni del periodo successivo, mentre un andamento opposto si riscontra per il rapporto del debito verso la Banca d'Italia. L'evoluzione del debito complessivo a partire dal 1970 procede a scalini, passando attraverso fasi di rapida espansione seguite da brevi intervalli di stabilizzazione a livelli sempre più alti; dopo il 1976, la crescita del debito collocato sul mercato mostra una maggiore continuità, con punti di flesso del tutto indipendenti dall'andamento della consistenza complessiva.

2. Numerosi paesi hanno conosciuto, durante l'ultimo decennio, ampi disavanzi ed una rapida accumulazione del debito pubblico.² Questo fatto, insieme al dibattito sull'efficacia della politica fiscale,

¹ La base monetaria creata per conto del Tesoro include altre voci minori. Fino al 1975 i BOT potevano essere utilizzati dalle aziende di credito per la riserva obbligatoria: i titoli utilizzati a tal fine dovrebbero essere compresi quindi nella base creata per il Tesoro; nella figura 1 essi non sono inclusi nel totale dei BOT e dei titoli a medio e lungo termine.

² Si veda OCSE (1983, 1984). Il Regno Unito è l'unico fra i paesi industriali in cui il rapporto debito/PIL, fra il 1970 e il 1983, si è ridotto.

TABELLA 1

DEBITO DEL SETTORE STATALE: TASSI DI CRESCITA
E VARIAZIONI IN RAPPORTO AL PIL
(consistenze di fine periodo)

	1961-70	1970-76	1976-82	1970-82	1961-82
<i>Debito complessivo</i>					
Tassi di crescita medi annuali:					
– in termini nominali	10,3	22,8	26,1	24,4	17,9
– a prezzi costanti 1970	5,3	8,6	7,3	7,9	6,6
Variazione cumulata del rapporto sul PIL	- 1,8	14,2	17,9	32,1	30,3
<i>BOT e titoli a medio e lungo termine sul mercato^(a)</i>					
Tassi di crescita medi annuali:					
– in termini nominali	..	17,1	41,8	28,9	..
– a prezzi costanti 1970	..	3,6	20,7	11,8	..
Variazioni cumulate:					
– rapporto rispetto al PIL	..	3,5	27,6	31,1	..
– rapporto rispetto al debito complessivo	..	- 2,2	31,4	29,2	..
<i>Debito verso la Banca d'Italia</i>					
Tassi di crescita medi annuali:					
– in termini nominali	24,9	33,8	11,6	22,3	23,4
– a prezzi costanti	19,3	18,4	- 5,0	6,0	11,5
Variazioni cumulate:					
– rapporto rispetto al PIL	7,3	14,6	- 9,3	5,3	12,6
– rapporto rispetto al debito complessivo	19,6	19,3	-24,8	- 5,5	14,1
Per memoria:					
Tassi di crescita medi annuali:					
– deflatore del PIL	4,7	13,1	17,5	15,3	10,6
– PIL a prezzi costanti	5,4	3,0	2,2	2,6	3,8

(a) Fino al 1975 sono inclusi i BOT impiegati dalle aziende di credito per riserva obbligatoria.

ha attirato l'attenzione sui problemi connessi alla crescita dei disavanzi, alle modalità del loro finanziamento e agli effetti di lungo periodo dell'accumulazione del debito fruttifero.

La dimensione del disavanzo è influenzata dall'inflazione, mentre gli effetti dei disavanzi sull'inflazione dipendono in larga misura dall'entità del finanziamento con moneta. Si ammette oggi che occorre elaborare stime di disavanzi corrette dall'inflazione, mentre si è dibat-

tuto se esista una relazione fra disavanzi e creazione di base monetaria.³ Gli effetti del finanziamento del debito sollevano problemi più numerosi e complessi. 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.⁴

Qualora si rifiuti l'ipotesi di Barro o nel caso in cui un regime alla Barro non trovi riscontro, si pongono numerose questioni oltre a quelle relative agli effetti del finanziamento dei disavanzi con base monetaria o titoli sul livello di attività economica. Vi è un problema di sostenibilità di rapporti crescenti tra debito e PIL determinati da disavanzi persistenti finanziati con titoli: anche nel caso in cui tali rapporti convergano a valori finiti, la loro crescita può generare notevoli tensioni sulla stabilità finanziaria del sistema.⁵ Si è dibattuto se l'accumulazione del debito influisca sul livello dei tassi di interesse: poiché quest'ultimo influenza certamente la prima, si può anche ipotizzare un processo di ritorno potenzialmente instabile. La considerazione di questi e di altri problemi ha indotto ad un riesame dei meriti relativi del finanziamento monetario e di quello con titoli in situazioni di conflitto fra politica fiscale e monetaria. In tali condizioni l'efficacia di una severa regola del K per cento è stata messa in dubbio con riferimento sia ad obiettivi di stabilizzazione di breve periodo sia, soprattutto, agli effetti di una

³ Fra i molti contributi recenti sul problema della correzione da inflazione del disavanzo, si veda BUTTER (1982), MILLER (1982), MILLER e BABBS (1982). CUKJERMAN e MORTENSEN (1983) hanno calcolato e confrontato i dati corretti dei disavanzi, dei coefficienti di risparmio, del debito societario per cinque paesi della CEE. Con riferimento all'Italia si veda COTULA e MASERA (1980), CENTRO EUROPA RICERCHE (1982), SALVEMINI (1983), ARTONI (1983), REATI (1984).

Per il dibattito sull'esistenza di un nesso causale fra disavanzi e creazione di base monetaria, si veda BARRO (1978), NISKANEN (1978), HAMBURGER e ZWICK (1981), BLINDER (1982) che si riferiscono tutti all'esperienza americana. Per l'Italia si veda WILLET e LANEY (1978), DEMOPOULOS, KATSIMBRIS e MILLER (1983).

⁴ Si veda BARRO (1974, 1978); DE VITI DE MARCO (1961) e, per un'ottima sintesi del dibattito italiano, BUCHANAN (1965).

⁵ La prima formulazione precisa del problema è dovuta a DOMAR (1957); il problema è stato ulteriormente approfondito nella letteratura sul debito estero. Si veda anche OCSE (1984).

monetizzazione futura del debito, qualora l'ammontare dei titoli posseduto dal pubblico raggiunga un qualche limite superiore.⁶

3. Di tali questioni molte non hanno ancora trovato una sistemazione. In assenza di un mutamento deciso delle tendenze correnti, il caso italiano può rappresentare nel prossimo futuro un terreno di verifica per alcune delle ipotesi estreme di cui si dibatte. Sebbene, come si è detto, una rapida crescita del debito rappresenta una caratteristica comune ad un gran numero di economie, l'Italia si pone, fra i maggiori paesi industrializzati, al primo posto per il rapporto debito-PIL, il quale dovrebbe ulteriormente aumentare nei prossimi anni.⁷

Lo scopo di questo lavoro è un esame dell'esperienza italiana con riferimento ad alcune questioni indicate in precedenza. Esso non ha l'ambizione di verificare teorie alternative, sia perché alcuni mutamenti finanziari e di politica sono troppo recenti, sia per la qualità scadente dei dati. Il suo fine più limitato è un'analisi dell'esperienza passata e un esame delle prospettive future per considerare alcuni problemi riguardanti sia la politica fiscale sia quella monetaria.

Nella sezione successiva si esamina la formazione del debito nel passato, con riferimento al fabbisogno pubblico, alla sua composizione ed alla sua misura corretta. Nella terza sezione si analizzano le politiche perseguite dalle autorità nel finanziamento del disavanzo e l'evoluzione della composizione, delle categorie e di sottoscrittori e dell'onere del debito. Nella quarta sezione si considerano i possibili sviluppi futuri ed alcuni problemi ad essi connessi.

2. La formazione del debito

4. Appare utile, per la discussione di questo e dei successivi paragrafi, esporre preliminarmente la semplice algebra della formazione del debito.

⁶ La desiderabilità del "bondismo" per la politica di stabilizzazione è discussa da SMITH (1982). Gli effetti di lungo periodo sono analizzati da SARGENT e WALLACE (1981), SARGENT (1982).

⁷ L'Italia è al terzo posto dopo l'Irlanda ed il Belgio. Dal 1970 la crescita più intensa del rapporto debito/PIL si è registrata in Giappone, dove tuttavia il livello iniziale era molto basso. Per dati e previsioni si veda OCSE (1984) e l'ultimo paragrafo di questo articolo.

Sia D la consistenza nominale del debito, che per semplicità si suppone sia costituito unicamente dal debito fruttifero, B , e dalla base monetaria creata per finanziare il Tesoro, H^T . Sia F il fabbisogno, pari alla somma del fabbisogno al netto della spesa per interessi, A , e dal pagamento degli interessi $I = rB$, dove r è il tasso medio di interesse. Sia p l'indice dei prezzi, che per il momento si ipotizza pari al deflatore del PIL. Un punto indica la variazione temporale delle variabili mentre le lettere minuscole rappresentano i rapporti sul PIL. π è il tasso di inflazione mentre $\mu = \dot{H}^T/F$ è il coefficiente di monetizzazione del disavanzo; g è il tasso di crescita nominale del PIL. Allora:

$$(1) \quad \dot{D}/Y = \dot{B}/Y + \dot{H}^T = f = a + i$$

$$(2) \quad \frac{(D/p)}{Y/p} = \dot{D}/Y - \pi d = f - \pi d$$

$$(2') \quad \frac{(D/p)}{Y/p} + \pi h^T = \frac{(B/p)}{Y/p} + \frac{\dot{H}^T}{Y} = f - \pi b = a + (r - \pi) b$$

$$(3) \quad \dot{d} = \dot{D}/Y - g d = f - g d$$

$$(4) \quad \frac{(B/p)}{Y/p} = \dot{B}/Y - \pi b = f - (\dot{H}^T/Y) - \pi b = (1 - \mu) f - \pi b = a + (r - \pi) b - \mu f$$

$$(5) \quad \dot{b} = (1 - \mu) f - g b = a + (r - g) b - \mu f$$

L'espressione (1) dà la misura tradizionale del fabbisogno nominale in rapporto al PIL e del suo finanziamento tramite una variazione nella consistenza del debito fruttifero e della base monetaria. In un contesto inflazionistico tale misura, come è stato ripetutamente sottolineato nella letteratura,⁸ è scarsamente significativa poiché include il pagamento di interessi nominali che rappresentano semplicemente un ammortamento anticipato del debito reale. Conseguentemente, come si vede dalla (2), i flussi non corretti della (1) (non importa se rapportati al PIL o all'indice dei prezzi) non sono coerenti con le variazioni delle consistenze reali. Perché lo siano, si dovrebbe sottrarre dal fabbisogno

⁸ Si veda la letteratura citata nella nota 3 ed in particolar modo CUKIERMAN e MORTENSEN. La contabilità da inflazione dei disavanzi pubblici ha trovato scarso spazio nei documenti ufficiali: probabilmente perché la drammatizzazione del problema dei disavanzi aiuta a creare un consenso sull'obiettivo della riduzione della crescita della spesa.

nominale la perdita di potere d'acquisto delle passività indotta dall'inflazione. Si deve anche notare che la misura non corretta può offrire una rappresentazione fuorviante dell'evoluzione della situazione finanziaria del settore pubblico quando, come spesso accade, il tasso di inflazione e il costo nominale del debito variano nella medesima direzione ma non dello stesso ammontare: qualora, ad esempio, quest'ultimo diminuisca meno del primo, si avrà, *ceteris paribus*, un miglioramento nominale ma, al tempo stesso, un peggioramento reale del disavanzo.

L'espressione (3) misura la variazione del rapporto debito/PIL e rappresenta sia una "correzione da crescita" sia una "correzione da inflazione" del fabbisogno, essendo il tasso di crescita nominale, g , pari alla somma del tasso di crescita reale e del tasso di inflazione.

La correzione da inflazione implicita nella (2) riguarda la consistenza complessiva del debito, incluso quello verso la Banca d'Italia, e quindi deduce anche la tassa da inflazione sulla consistenza della base monetaria. Può tuttavia convenire limitare la correzione da inflazione unicamente alla consistenza del debito fruttifero collocato sul mercato. Lo stock di base monetaria creata tramite il canale del Tesoro può essere considerato un debito solo convenzionalmente. Ciò si vede chiaramente qualora si consolidi il Tesoro con la Banca Centrale: in questo caso manca un vero e proprio debito corrispondente alla base monetaria creata dalla Banca Centrale per conto del Tesoro; e in ciò consiste l'essenza del potere di signoraggio. La tassa da inflazione sulla base monetaria non può essere quindi considerata un ammortamento anticipato del debito corrispondente, dal momento che quest'ultimo non dovrà mai essere rimborsato. Inoltre, in quanto il tasso di inflazione dipenda dal tasso di creazione di base monetaria, la correzione del debito complessivo, ottenuta dalla (2), introduce un ampio margine di discrezionalità di politica economica nella determinazione del disavanzo corretto, per dati valori di f e a . Questa arbitrarietà è rimossa nella (2'), dove il fabbisogno viene corretto unicamente per la perdita di potere di acquisto del debito fruttifero, ma non per quella della base monetaria.⁹

Le espressioni (4) e (5) mostrano le variazioni della consistenza reale del debito fruttifero (in rapporto al PIL corrente) e del rapporto dello stock di debito fruttifero rispetto al PIL. Tali variazioni dipendono

⁹ Un tasso di crescita monetaria più alto, determinato da un grado di monetizzazione del disavanzo più elevato e che determina un tasso di inflazione più alto, π , implica un valore più basso di b in corrispondenza dei medesimi valori di d . A differenza della (2), il disavanzo corretto della espressione (2') rimarrebbe più o meno inalterato.

non solo da a , dalla consistenza passata, dall'inflazione e dai tassi di crescita, ma anche da μ , che riflette le scelte relative al finanziamento del disavanzo. Tali espressioni aiutano ad esaminare le cause e le conseguenze della crescita del debito fruttifero, e saranno successivamente utilizzate a tal fine; ma non possono essere considerate misure alternative del disavanzo corretto dall'inflazione.

5. Ho usato l'espressione (2') come misura del fabbisogno corretto dall'inflazione. Si devono tuttavia considerare due altri problemi. Un primo nasce dal fatto che in Italia gli interessi corrisposti sui BOT e sui titoli pubblici a medio e lungo termine in possesso della Banca Centrale non sono interamente rimborsati al Tesoro.¹⁰ Un consolidamento del Tesoro con la Banca Centrale potrebbe teoricamente risolvere la questione, ma i dati consolidati non sono né disponibili né di facile ricostruzione.¹¹ L'inserimento nella variabile A di tutti gli interessi pagati alla Banca Centrale porterebbe ovviamente ad una sopravvalutazione della variabile: in altre parole, quei pagamenti, a prescindere dalla modalità di finanziamento, implicano una creazione negativa di base monetaria.¹² L'esclusione di tutti quegli interessi da A, d'altra parte, porterebbe ad una sottovalutazione della variabile qualora, come in Italia a partire dal 1975, la Banca Centrale corrisponda alle aziende di credito un interesse sulle riserve obbligatorie. Pertanto sembra corretto includere in A solamente quella parte degli interessi pagati dal Tesoro alla Banca d'Italia che quest'ultima corrisponde alle aziende di credito sulle riserve obbligatorie; un ammontare che può essere preso come misura del costo del signoraggio.

Un ulteriore problema sorge perché, mentre lo stock di debito fruttifero cresce nel corso dell'anno, sono disponibili solo i valori di fine anno. Se la riduzione del valore reale delle attività finanziarie dovuta al tasso di inflazione medio dell'anno corrente, π_t , viene misurata sulla consistenza alla fine dell'anno precedente, B_{t-1} , si trascura la perdita subita dal debito emesso nel corso dell'anno t. Un espediente empirico molto usato per tener conto di tale perdita consiste nel moltiplicare π_t

¹⁰ Gli interessi sui BOT e su alcuni Certificati del Tesoro a medio termine sono retrocessi al Tesoro limitatamente a quella quota che eccede gli interessi pagati dalla Banca Centrale alle aziende di credito sulle riserve obbligatorie (ad un tasso costante del 5,5 per cento); gli altri interessi non vengono retrocessi.

¹¹ Cukierman e Mortensen operano questo consolidamento: essi riconoscono che quell'operazione «involves a certain amount of qualified estimation», ma non specificano il modo in cui viene fatta la «reclassification of the central bank with the government sector».

¹² Nelle statistiche della base monetaria ciò si riflette non sulla voce della base monetaria creata per il Tesoro, ma su quella degli «altri settori»: ne deriva che la prima voce è sempre lievemente sopravvalutata.

per il valore medio di B_t e B_{t-1} :¹³ l'unica giustificazione di questo metodo è quella di un'approssimazione. Un terzo metodo,¹⁴ che viene qui applicato, consente di tener conto delle variazioni della consistenza del debito durante il periodo, considerando le perdite del valore reale degli stocks espressi in termini dei prezzi di fine periodo. Sia p' l'indice dei prezzi di fine periodo, mentre p sia l'indice medio annuale. In termini finiti si ha:

$$(1') \frac{(D_t/p'_t) - (D_{t-1}/p'_{t-1})}{Y_t/p_t} = f_t - \left[\frac{p_t - p'_{t-1}}{p'_{t-1}} \frac{D_{t-1}}{Y_t} + \frac{p'_t - p_t}{p'_t} \frac{D_t}{Y_t} \right],$$

dove l'espressione fra parentesi quadrata è la correzione da inflazione (ottenuta addizionando e sottraendo $D_t = D_{t-1} + F_t$). Quando la correzione viene applicata unicamente al debito fruttifero, si ha:

$$(2'') \frac{(B_t/p'_t) - (B_{t-1}/p'_{t-1})}{Y_t/p_t} + \frac{\dot{H}_t^T}{Y_t} = f_t - \left[\frac{p_t - p'_{t-1}}{p'_{t-1}} \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{p'_t - p_t}{p'_t} \frac{B_t}{Y_t} \right],$$

che è il metodo qui adottato, con la correzione ulteriore della sottrazione degli interessi corrisposti alla Banca d'Italia.¹⁵

6. La tabella 2 contiene alcuni dati essenziali, relativi ad anni specifici, sul disavanzo e il fabbisogno del settore pubblico e del settore statale. La linea continua nella figura 2 indica il rapporto non corretto del fabbisogno statale rispetto al PIL. I dati del settore pubblico vengono riportati non solo per la maggiore lunghezza della serie storica,¹⁶ ma anche perché molte voci di trasferimento dei conti del settore statale trovano una corretta ripartizione tra spese correnti e spese in conto capitale solo nel bilancio del settore pubblico consolidato. Dal momento che la differenza fra disavanzo e fabbisogno consiste nell'acquisizione di attività finanziarie, l'ultima variabile è rilevante per la formazione del debito lordo (a cui si riferiscono la tabella 1 e la fi-

¹³ Ciò viene fatto, ad esempio, da CUKIERMAN e MORTENSEN e da EISNER e PIEPER (1984).

¹⁴ Questo metodo è stato usato per la prima volta da COTULA e MASERA (1980).

¹⁵ Vi è un ulteriore problema, in quanto i dati disponibili sulla consistenza del debito fruttifero collocato sul mercato sono valutati ai valori di bilancio, che sono inferiori ai valori di rimborso, poiché il prezzo di emissione dei titoli è inferiore al prezzo di rimborso. Ciò determina da una parte una sottostima delle perdite di potere d'acquisto e, dall'altra, una sottostima dei pagamenti per interessi, che, per i titoli a medio e lungo termine, non includono la differenza fra prezzi di emissione e di rimborso.

¹⁶ Una serie, con inizio nel 1960, è riportata in COTULA, MASERA e MORCALDO (1983). Una serie riveduta, comprendente anche la stima per il 1983, è stata costruita da G. Morcaldo e gentilmente messa a mia disposizione.

TABELLA 2

RAPPORTI RISPETTO AL PIL x 100

	1961	1970	1976	1982	1983 ^(a)
<i>Settore pubblico</i>					
1. Entrate	30,6	32,4	34,3	42,3	45,4
2. Spese finali	31,7	36,5	44,1	55,4	58,9
3. Disavanzo corrente ^(b)	+ 3,5	+ 0,4	- 4,9	- 7,3	- 7,2
4. Disavanzo totale ^(b)	- 1,0	- 4,0	- 9,7	-13,1	-13,6
5. Fabbisogno ^{(b)(c)}	- 1,7	- 6,4	-10,4	-16,0	-16,3
<i>Settore statale</i>					
6. Disavanzo totale ^(b)	..	..	- 6,6	-12,5	-13,5
7. Fabbisogno ^(b)	- 1,4	- 5,1	- 9,3	-15,4	-16,5
<i>Pagamenti di interessi</i>					
8. del settore pubblico	1,5	2,0	4,8	8,6	9,5
9. del settore statale	..	..	3,6	8,2	8,9
<i>Perdite di potere d'acquisto su BOT, titoli e risparmio postale^(d)</i>					
10.	1,0	1,6	4,9	6,5	7,4
<i>Settore pubblico</i>					
11. 3 + 8	+ 5,0	+ 2,4	- 0,1	+ 1,3	+ 2,3
12. 4 + 8	+ 0,5	- 2,0	- 4,9	- 4,5	- 4,1
13. 5 + 8	- 0,2	- 4,4	- 5,6	- 7,4	- 6,8
14. 3 + 10	+ 4,5	+ 2,0	—	- 0,8	+ 0,2
15. 4 + 10	—	- 2,4	- 4,8	- 6,6	- 6,2
16. 5 + 10	- 0,7	- 4,8	- 5,5	- 9,5	- 8,9
<i>Settore statale</i>					
17. 6 + 9	..	..	- 3,0	- 4,3	- 4,6
18. 7 + 9	..	..	- 5,7	- 7,2	- 7,6
19. 6 + 10	..	..	- 1,7	- 6,0	- 6,1
20. 7 + 10	- 0,4	- 3,5	- 4,4	- 8,9	- 9,1

(a) I dati per l'anno 1983 sono provvisori; (b) Il segno + indica un avanzo, il segno - un disavanzo; (c) Al netto dei depositi presso il sistema bancario; (d) Le perdite di potere d'acquisto sono uguali per entrambi i settori, poiché vi sono solo piccole differenze nella consistenza dei BOT e dei titoli, e nessuna differenza nella consistenza del risparmio postale.

Fonti: Si veda la nota 16; Relazione Banca d'Italia, anni vari.

gura 1), mentre la prima variabile rappresenta il flusso che genera il debito netto. Per ragioni di disponibilità di dati e poiché è a dir poco dubbio che una gran parte delle attività acquisite dal settore statale possano essere considerate tali, si considererà unicamente il fabbisogno ed il debito lordo.

Un drastico peggioramento della situazione finanziaria del settore statale e di quello pubblico si verifica all'inizio e poi alla metà degli anni settanta. Senza neppure tentare un'analisi delle cause di quei mutamenti,¹⁷ si possono individuare due fasi. In una prima fase, mentre il rapporto della spesa rispetto al PIL si approssima al livello degli altri paesi industrializzati, il rapporto delle entrate subisce un incremento molto contenuto poiché il carico fiscale rimane invariato. In una seconda fase, le entrate registrano un incremento molto rilevante, come risultato in parte della riforma del sistema fiscale, in parte di misure discrezionali adottate per contenere il sempre crescente disavanzo e in misura non piccola dell'effetto dell'aumento dell'inflazione sull'aliquota marginale reale d'imposta. Tale incremento tuttavia è insufficiente a compensare l'aumento delle spese e in particolare della spesa per interessi, che cresce molto più rapidamente delle spese correnti e totali e che, negli ultimi anni, si accelera ulteriormente. Dal 1976 l'incremento delle entrate eccede quello delle spese finali al netto degli interessi: omettendo quest'ultima voce, il bilancio corrente mostra un piccolo avanzo.

Precedentemente si è tuttavia sottolineato che la semplice detrazione del pagamento di interessi può rappresentare una misura decisamente fuorviante del disavanzo reale e della variazione reale del bilancio: a seconda dell'andamento del tasso di interesse reale, essa può sovrastimare o sottostimare la grandezza della correzione da inflazione e delle variazioni dell'onere reale per interessi.

Le perdite di potere d'acquisto dei BOT e dei titoli di Stato collocati sul mercato e del risparmio postale eccedono i pagamenti di interessi nominali corrisposti sul debito complessivo del settore statale in tutti gli anni fra il 1973 e il 1981. Dal 1981, a seguito del rapido aumento dei tassi di interessi reali sui BOT e sui titoli di Stato, i pagamenti reali di interessi divengono positivi. Nella tabella 3 vengono riportate le serie degli interessi reali sui BOT e sui titoli di Stato e sul risparmio postale.

Risulta dunque evidente che la semplice detrazione dei pagamenti di interessi sovrastima, fino al 1981, il disavanzo reale o il fabbisogno,

¹⁷ Per una attenta analisi di lungo periodo si veda COTULA, MASERA e MORCALDO (1983).

TABELLA 3

INTERESSI REALI

Rapporti rispetto al PIL x 100 (1) e rapporti rispetto agli interessi nominali (2)

	Risparmio postale		Titoli e BOT		Totale	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
1973	-0,9	-2,1	-1,2	-1,2	-2,0	-1,5
1974	-1,7	-4,2	-2,1	-1,8	-3,8	-2,4
1975	-0,7	-1,2	-0,6	-0,5	-1,3	-0,7
1976	-1,4	-3,1	-1,8	-1,4	-3,2	-1,8
1977	-0,7	-1,7	-0,5	-0,2	-1,2	-0,4
1978	-0,6	-1,0	-0,3	-0,1	-0,9	-0,2
1979	-1,0	-1,5	-1,4	-0,4	-2,4	-0,6
1980	-1,2	-2,0	-1,8	-0,4	-3,0	-0,6
1981	-0,9	-1,7	-0,1	—	-1,0	-0,2
1982	-0,6	-1,1	+1,2	+0,2	+0,6	+0,1
1983	-0,6	-1,1	+1,0	+0,1	+0,4	+0,1

Fonte: I dati sugli interessi nominali sono tratti da SALVEMINI (1984).

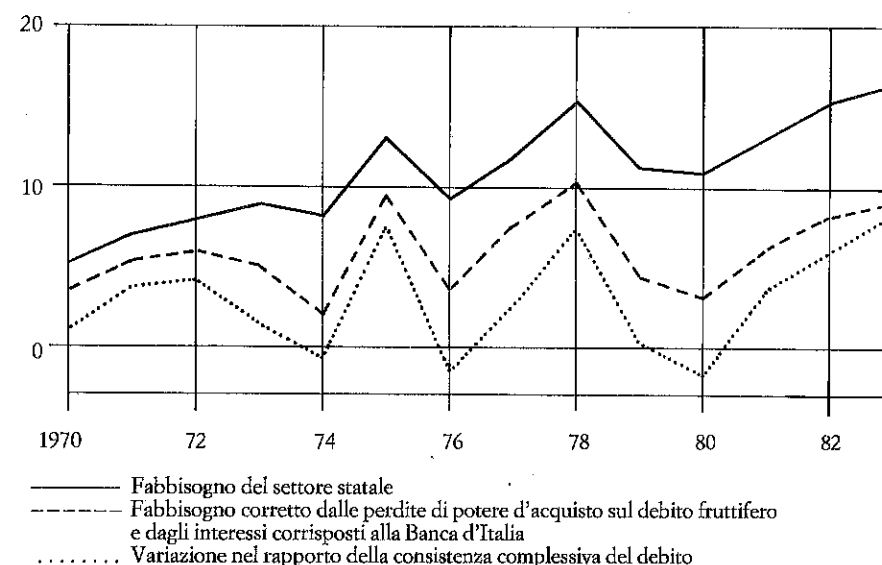
mentre successivamente li sottostima. Inoltre, qualora si mettano a confronto i saldi corretti per l'inflazione e i saldi al netto dei pagamenti di interessi nella tabella 2, si può constatare che tra il 1976 e il 1982, a seguito dell'aumento della spesa per interessi reali, i primi peggiorano assai più dei secondi (che anzi migliorano nel caso dei disavanzi del settore pubblico).

La linea spezzata nella figura 2 indica il rapporto corretto del fabbisogno del settore statale rispetto al PIL, ottenuto sottraendo le perdite di potere di acquisto del debito fruttifero e del risparmio postale dall'ammontare non corretto; a partire dal 1973 si detraggono anche gli interessi corrisposti alla Banca d'Italia al netto di quelli corrisposti alle aziende di credito sulle riserve obbligatorie.¹⁸ La linea punteggiata rappresenta le variazioni del rapporto debito/PIL (calcolato sulla base

¹⁸ Nelle tabelle 2 e 3 e nella figura 2 la perdita di potere d'acquisto è stata calcolata sulla base della (2^a) e, fino al 1976, è stata considerata anche quella sui BOT posseduti dalle aziende di credito per assolvere all'obbligo della riserva obbligatoria. I dati sugli interessi corrisposti alla Banca d'Italia sono stati tratti da SALVEMINI (1984) e non sono disponibili per gli anni prima del 1973: fra il 1970 ed il 1972 il fabbisogno corretto è quindi leggermente sovrastimato. Gli indici dei prezzi sono deflatori del PIL, annuali e dell'ultimo trimestre. Il declino degli interessi reali fra il 1982 e il 1983 dipende soprattutto dall'aumento dell'emissione di certificati a medio termine relativamente ai BOT: con i sistemi di contabilizzazione usati, ciò provoca un rinvio all'anno successivo di una parte dei pagamenti per interessi.

FIGURA 2

RAPPORTI RISPETTO AL PIL



dell'espressione (3)), e comprende quindi non solo la correzione da inflazione sul debito complessivo, ma anche la correzione da crescita.

Durante l'intero periodo le perdite di potere di acquisto sono consistenti e crescenti, cosicché i rapporti del fabbisogno rispetto al PIL corretti da inflazione risultano sostanzialmente inferiori ai rapporti espressi in termini nominali. Gli stessi rapporti corretti, tuttavia, sono rimasti in media molto elevati sin dai primi anni settanta. Il miglioramento verificatosi recentemente nell'andamento delle entrate e delle spese al netto dei pagamenti di interessi viene controbilanciato dall'onere crescente degli interessi reali: questo processo non sorprende quando si consideri la crescita del debito e il ritorno dei tassi di interesse reali a livelli positivi.

7. È fuor di dubbio che la caduta del tasso di crescita manifestatasi sin dai primi anni settanta (il tasso di crescita reale medio è passato dal 5,4% nel periodo 1970-76 al 2,2% nel periodo 1976-82) e le condizioni cicliche più sfavorevoli hanno contribuito in larga misura a dilatare i disavanzi e ad accelerare la crescita del debito; conseguentemente si pone un problema di correzione ciclica dei saldi.

La correzione ciclica nel periodo in esame è tuttavia un esercizio assai problematico, soprattutto in una piccola economia aperta caratte-

rizzata da elevata inflazione, come quella italiana. Anzitutto, a partire dal 1973 l'Italia ha subito per due volte un drastico deterioramento delle ragioni di scambio, più rilevante che per la maggior parte degli altri paesi. Il processo di aggiustamento a tali *shocks*, che producono effetti depressivi dal lato sia della domanda sia dell'offerta, impone un incremento delle esportazioni reali nette a spese della domanda interna e un corrispondente processo di aggiustamento del reddito reale. In tale contesto, la composizione della domanda risulta decisiva per valutare l'atteggiamento della politica fiscale; nonostante ciò essa viene trascurata nel computo della correzione ciclica.

In secondo luogo, ad iniziare dai primi anni settanta, tassi di crescita contenuti si sono associati ad elevati tassi di inflazione: mentre il tasso di crescita reale si contraeva, il tasso di crescita del PIL *nominale* aumentava. La correzione ciclica trascura gli effetti, in Italia particolarmente rilevanti, di un'inflazione elevata sul rapporto rispetto al PIL delle entrate dall'imposta sui redditi personali.¹⁹

In terzo luogo, la nozione stessa di "prodotto di alta occupazione" diviene elusiva qualora ci si riferisca ad una piccola economia aperta in cui il tasso di crescita praticabile è vincolato dalla bilancia dei pagamenti. La bilancia delle partite correnti, a sua volta, dipende non solo dalle condizioni interne della domanda, ma anche dalla fase ciclica in cui si trovano i maggiori partners commerciali. Così, per l'Italia, il differenziale fra i tassi di crescita interni e quelli degli altri paesi europei rappresenta una variabile esplicativa delle oscillazioni della bilancia delle partite correnti più significativa, ad esempio, del tasso di cambio.²⁰ Inoltre, gli anni di elevata occupazione fissati come anni di riferimento per calcolare le correzioni cicliche, e cioè il 1973-74 e il 1979-80, sono anni in cui il tasso di crescita italiano eccede quello del resto d'Europa, i disavanzi correnti sono molto ampi e l'inflazione subisce un'accelerazione.

L'omissione di questi fattori mette in dubbio il significato stesso delle misure di correzione ciclica. Queste misure, inoltre, differiscono a seconda delle diverse fonti considerate.²¹ È vero che i punti di massimo nella figura 2 corrispondono ad anni in cui la crescita è nulla o negativa e i punti di minimo ad anni di crescita intensa: una qualche misura

¹⁹ Ciò è la conseguenza non solo dell'inflazione più elevata ma anche della struttura dell'imposta sul reddito personale, fortemente progressiva. In OCSE (1983) le variazioni nell'aliquota marginale reale determinate dall'inflazione sono considerate, se non corrette, come misure discrezionali di natura permanente.

²⁰ Per l'evidenza empirica si veda IZZO e SPAVENTA (1981).

²¹ Si veda OCSE (1983, 1984); GIAVAZZI (1984); EISNER e PIEPER (1984).

dell'aggiustamento ciclico modificherebbe quindi l'andamento evidenziato dalla figura. Restano tuttavia due dati di fatto. In primo luogo, qualora si consideri il fabbisogno, anche nel caso in cui si aggiunga una correzione ciclica (come, ad esempio, quella calcolata dall'OCSE) alla correzione da inflazione, si riscontra comunque una serie continua di disavanzi. In secondo luogo, la crescita del rapporto sul PIL del debito lordo è stata anch'essa pressoché continua per tredici anni: la riduzione verificatasi nel 1974, 1976 e 1979 è attribuibile in larga misura agli effetti dell'inflazione sulla consistenza reale; le perdite di potere di acquisto sono infatti in quegli anni molto rilevanti mentre il livello degli interessi reali (v. tabella 3) tocca i minimi. Si può quindi affermare che la crescita del debito è da attribuire in massima parte ad un peggioramento strutturale della situazione di bilancio. Come si vedrà successivamente, quando la consistenza del debito cresce, diviene molto difficile cambiare direzione.

3. Il finanziamento del disavanzo e la composizione e l'onere del debito

8. Non vi è ragione di presumere l'esistenza di una relazione semplice e stabile fra disavanzi pubblici e creazione di base monetaria, soprattutto nel caso di una economia piccola e molto aperta come quella italiana. La conclusione di Willet e Laney, che «i tentativi di spiegare l'importanza relativa [della crescita salariale, dei disavanzi o di altre variabili sulla creazione di moneta] dovranno fondarsi su un'analisi attenta del comportamento delle autorità monetarie caso per caso», rimane una saggia indicazione.²² Gli effetti dei disavanzi sulla crescita monetaria dipenderanno, tra l'altro, dall'obiettivo intermedio prescelto dalle autorità monetarie (un aggregato monetario o un aggregato creditizio più ampio); dal regime del tasso di cambio e dall'entità degli interventi; dal fatto che si riponga maggiore fiducia nei controlli amministrativi o nel funzionamento dei mercati; dallo sviluppo dei mercati finanziari e dalla disponibilità di idonei strumenti finanziari.

²² Si veda WILLET e LANEY (1978). Con riferimento agli Stati Uniti si veda la letteratura citata nella nota 3. Per un confronto internazionale si veda DEMOPOULOS, KATSIMBRIS e MILLER.

A partire dagli anni sessanta, la politica monetaria in Italia procede attraverso diverse fasi nei suoi rapporti con la politica fiscale, ciascuna caratterizzata da un differente regime in termini di atteggiamenti, di reazioni del pubblico, di obiettivi intermedi e di strumenti di politica monetaria. Con un certo grado di semplificazione (forse non eccessivamente lontano dalla realtà) si possono distinguere tre fasi principali: una prima, caratterizzata da una coesistenza più o meno pacifica fra politica fiscale e politica monetaria; una di connubio forzato, in cui la politica monetaria non riesce a mantenere la sua autonomia; la fase attuale (che è anche la più interessante dal punto di vista dei suoi effetti sul debito), in cui gli obiettivi intermedi e gli strumenti di politica monetaria vengono mutati, nel tentativo di rivendicare quella autonomia.

9. Durante gli anni sessanta il finanziamento del fabbisogno statale non pone problemi particolari. I disavanzi in rapporto al PIL sono relativamente contenuti, mentre l'economia cresce a ritmi intensi, cosicché nel 1970 il rapporto fra debito totale e PIL risulta inferiore a quello del 1961. Sebbene la Banca d'Italia contribuisca in modo sostanziale al finanziamento del disavanzo (la sua quota sul debito complessivo aumenta di oltre tre volte tra il 1961 e il 1970), ciò avviene senza effetti di rilievo sul tasso di inflazione. I BOT sono posseduti quasi esclusivamente dalle aziende di credito, alle quali è consentito di utilizzarli come strumento di riserva obbligatoria. Il risparmio postale costituisce una fonte importante di finanziamento; gli investimenti in titoli di Stato a lungo termine da parte del pubblico non bancario sono stimolati da una politica di mantenimento del tasso di interesse nominale ad un livello relativamente stabile, che assicura un rendimento reale più variabile ma comunque positivo.²³

All'inizio degli anni settanta questo quadro idillico di disavanzi contenuti, crescita elevata, certezza e profittabilità degli investimenti in titoli di Stato, si modifica drasticamente. Il disavanzo aumenta bruscamente. Si verifica un inatteso e rapido aumento del tasso d'inflazione che, triplicandosi tra il 1972 e il 1974, dà avvio all'era, tutt'ora in corso, ma allora impreveduta, dell'inflazione a due cifre. Le difficoltà nel finanziamento del Tesoro erano cominciate anche prima, quando, alla fine degli anni sessanta, la Banca d'Italia si vide costretta ad abbandonare la politica

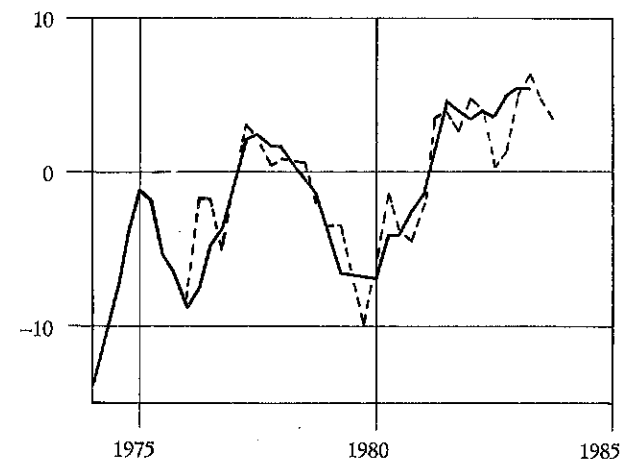
²³ Il tasso di interesse medio sui titoli di Stato a lungo termine è stato pari al 6,3 per cento fra il 1961 ed il 1969, con uno scarto medio dello 0,64; quello sui titoli a medio termine è stato pari al 5,41 per cento con uno scarto medio dello 0,27.

di stabilizzazione del tasso d'interesse; divengono più gravi quando le aspettative inflazionistiche si consolidano e i tassi d'interesse, pur crescenti, non riescono a tenere il passo con l'inflazione corrente e attesa.

La difficoltà di assicurare un finanziamento non monetario dei disavanzi, derivante dall'avversione del pubblico a sottoscrivere i titoli di nuova emissione, si unisce ad un rapido aumento dei rapporti disavanzo/PIL. Ne consegue che il compito principale delle autorità monetarie diviene quello di assicurare il finanziamento monetario della parte del fabbisogno che non trova copertura con il ricorso al mercato: ed è, non sorprendentemente, la parte maggiore, poiché i tassi di interesse reali, sebbene con ampie oscillazioni, si mantengono stabilmente su livelli negativi.²⁴ Il mutamento manifestatosi all'inizio degli anni settanta viene evidenziato dai dati della tabella 4 (coefficienti di monetizzazione del disavanzo, μ , rapporti della creazione di base monetaria rispetto al PIL μf , tassi di crescita della base monetaria complessiva aggiustata, \dot{M}/f) e dalla figura 3, che mostra l'andamento dei tassi di interesse reali.

FIGURA 3

TASSI DI INTERESSE SUI TITOLI DI STATO A MEDIO E LUNGO TERMINE (—) E SUI BOT SEMESTRALI (---) (Media dei tassi d'inflazione trimestrali annualizzati da t a $t + 3$ per i titoli e da t a $t + 1$ per i BOT semestrali)



²⁴ Un confronto fra gli obiettivi prescelti nell'ambito del programma di politica economica definito dalla CEE (in occasione della concessione di un prestito a medio e a lungo termine) e i risultati conseguiti evidenzia ulteriormente la perdita di controllo della politica fiscale e monetaria: nel 1975 si verificò uno sconfinamento del finanziamento del Tesoro del 120 per cento; nel 1976 la creazione di base monetaria per conto del Tesoro fu più che doppia rispetto alla previsione iniziale nonostante che l'obiettivo sul fabbisogno fosse sostanzialmente rispettato. V. SPAVENTA (1983).

TABELLA 4

COEFFICIENTI DI MONETIZZAZIONE DEL FABBISOGNO
E CREAZIONE DI BASE MONETARIA

ANNI	μ		μf		ANNI	μ	μf
	(a)	(b)	(a)	(b)			
1961-68	22,4	31,2	0,6	0,8	1977	-17,9	-2,1
1969	62,5	66,6	1,9	2,0	1978	15,2	2,3
1970	84,9	85,4	4,3	4,3	1979	1,4	0,2
1971	24,4	32,3	1,7	2,2	1980	27,0	2,9
1972	28,0	43,5	2,2	3,4	1981	25,9	3,4
1973	62,6	70,3	5,6	6,3	1982	17,5	2,7
1974	73,6	76,4	6,0	6,2	1983 (c)	4,5	0,7
1975	54,4	33,3	7,1	4,4	(d)	0,8	0,1
1976	66,8	62,4	6,2	5,8			

- (a) I BOT utilizzati per la riserva obbligatoria non sono inclusi;
 (b) Si includono i BOT utilizzati per riserva obbligatoria;
 (c) Si includono i BOT venduti dalla Banca d'Italia alle aziende di credito che rilevano il Banco Ambrosiano e depositati da queste ultime presso la Banca d'Italia per ottenere un rifinanziamento al tasso dell'1 per cento;
 (d) Sono esclusi i BOT della nota (c).

	Base monetaria complessiva aggiustata	
	Medie trimestrali dei tassi di crescita annuali	Deviazione standard
1967/I - 1970/IV	8,98	1,56
1971/I - 1974/IV	14,95	3,24
1975/I - 1979/IV	17,49	2,76
1980/I - 1983/IV	13,80	1,66

Fonte: Banca d'Italia.

Gli anni successivi costituiscono un periodo di non facile transizione alla terza fase, il cui inizio può essere situato tra il 1980 e il 1981. Un passo importante per creare nuovamente le condizioni di un finanziamento non monetario del Tesoro viene compiuto nel 1976, quando i BOT sono offerti per la prima volta al pubblico non bancario e trovano accoglienza assai favorevole come buoni sostituti di altre attività liquide dal rendimento più basso. Anche la domanda di titoli di Stato da parte delle aziende di credito aumenta a seguito dell'introduzione dei controlli

amministrativi sull'espansione creditizia orientati a conseguire gli obiettivi di credito totale interno.²⁵

La combinazione di obiettivi creditizi e controlli amministrativi venne tuttavia abbandonata per un approccio diverso e più incisivo. Ci si rese presto conto che gli obiettivi iniziali per il fabbisogno statale venivano invariabilmente superati di un largo ammontare: in conseguenza, si verificava uno sconfinamento sistematico degli obiettivi di credito totale interno. I controlli amministrativi mostravano inoltre costi crescenti in termini di efficienza e risultati decrescenti in termini di efficacia, poiché il sistema trovava il modo di eluderli.²⁶ Dopo un periodo di ripresa interna, di politica monetaria relativamente accomodante, di contenuta riduzione dei tassi di interesse nominali, di disavanzi persistentemente elevati, una nuova accelerazione dell'inflazione tra il 1979 e il 1980 provocò un altro calo dei tassi di interesse reali ed evocò il timore di una fuga dalle attività finanziarie. Dopo questo episodio, il passaggio ad una nuova fase di politica monetaria si fece molto più deciso.

10. L'elemento caratterizzante di questa nuova fase²⁷ consiste nella sostituzione, più o meno esplicita, degli obiettivi creditizi con obiettivi monetari più ristretti ed in particolare con un controllo rigido della base monetaria e, tramite le riserve bancarie, di M2. Alcuni potrebbero osservare che finalmente la Banca d'Italia è diventata monetarista. Questa tuttavia non è la giustificazione analitica che si ricava dalle dichiarazioni ufficiali e da lavori di membri del Servizio Studi della Banca d'Italia;²⁸ e si è anche osservato che gli obiettivi non vengono annunciati, così da lasciare aperti i necessari margini di discrezionalità e di flessibilità.

Le interpretazioni analitiche che danno sostegno alla nuova politica sottolineano la rilevanza sia del *livello* dei tassi di interesse *reali*, soprattutto in alcune versioni, sia della *struttura* dei tassi di interesse. L'argomentazione sul livello dei tassi reali è la meno facile da definire,

²⁵ I massimali sul credito bancario non solo provocano un aumento della domanda del debito statale ma ne accrescono anche la stabilità: uno spostamento delle preferenze del pubblico dal debito statale ai depositi sarebbe in gran parte controbilanciato da un aumento della quota di debito posseduto dalle banche.

²⁶ Le innovazioni finanziarie e varie forme di *window-dressing* servivano ad aggirare quei controlli. Sul costo dei controlli amministrativi si veda MINISTERO DEL TESORO, *Il sistema creditizio e finanziario italiano* (1982).

²⁷ Si vedano le analisi di COTULA (1984), CARANZA e FAZIO (1984).

²⁸ Si veda, per esempio, COTULA (1984), CARANZA e FAZIO (1984), MASERA (1983). Per una presentazione meno recente e più formale della nuova strategia si veda PADOA-SCHIOPPA (1979).

sia per le difficoltà di individuare il modello sottostante sia perché mancano ancora verifiche empiriche. Al tasso di interesse viene assegnata la funzione di equilibrare il mercato delle attività finanziarie per un dato livello del PIL nominale: un aumento di offerta di attività finanziarie rispetto al PIL (causato, generalmente, da un incremento del fabbisogno statale) dovrebbe determinare, qualora il tasso di interesse non si adegui, un aumento della spesa, con conseguenze inflazionistiche, direttamente o tramite il tasso di cambio; l'inflazione presumibilmente ristabilirebbe un rapporto di equilibrio mediante un incremento del PIL nominale. Queste argomentazioni poggiano sull'esistenza di una qualche funzione stabile di domanda di attività finanziarie,²⁹ dipendente in modo cruciale dal reddito e dal tasso d'interesse. Quello che non appare chiaro è se ciò implichi una dipendenza del rapporto ricchezza/reddito, e quindi del risparmio complessivo, dal tasso d'interesse reale o se quest'ultima variabile assicuri che variazioni nell'offerta di attività finanziarie si riflettano in corrispondenti variazioni nelle quote di ricchezza finanziaria e reale.

L'argomentazione sulla struttura dei tassi di interesse si basa sul fatto che i livelli prefissati di credito totale interno e di fabbisogno statale sono compatibili con differenti gradi di intermediazione bancaria e quindi con una diversa composizione e un diverso grado di liquidità delle attività del pubblico. Un grado di intermediazione più elevato, ed una quota maggiore di M2, implicano una bilancia dei movimenti di capitale più sfavorevole e/o una maggiore instabilità dovuta ad una reazione potenzialmente più rapida della spesa a variazioni dell'offerta di attività finanziarie.³⁰ Ne consegue la necessità di controllare il grado di intermediazione bancaria mediante la fissazione di un differenziale adeguato tra il tasso sui depositi ed il tasso sui BOT, che sono i loro più stretti sostituti (nell'ipotesi, che in Italia sembra valere, di un non perfetto adeguamento del primo alle variazioni del secondo).³¹

²⁹ Si veda CARANZA e FAZIO.

³⁰ Si veda in particolar modo PADOA-SCHIOPPA.

³¹ Lo studio sulla domanda di moneta in Italia di CARANZA, MICOSI e VILLANI (1983) conferma il ruolo decisivo del differenziale dei rendimenti: i risultati mostrano come le elasticità di M1 e M2 rispetto al differenziale fra l'interesse sui BOT e sui depositi siano elevate e divengano sempre più alte e significative nel tempo, in connessione con l'importanza crescente delle scelte di portafoglio.

Cotula osserva che il diffondersi di strumenti finanziari per il finanziamento del debito con caratteristiche di semi-liquidità ha spinto le banche ad economizzare sulle loro riserve libere: di qui la necessità di aumentare il coefficiente della riserva obbligatoria per compensare il conseguente incremento del moltiplicatore della base monetaria.

Non è questa la sede per discutere il merito generale di queste argomentazioni. Al di là di considerazioni teoriche, i mutamenti della politica monetaria riflettono in misura forse maggiore mutamenti nel peso attribuito ai diversi obiettivi; l'aspirazione della Banca d'Italia a mantenere e difendere un maggiore grado di autonomia; un adeguamento alle mutate condizioni esterne e alla partecipazione allo SME; un adattamento più immediato del pubblico alle aspettative inflazionistiche. Le implicazioni di questa nuova politica per il finanziamento del Tesoro sono comunque evidenti: un livello di finanziamento monetario del Tesoro assai più contenuto (vedi tabella 4), che varia in senso opposto alla creazione di base monetaria tramite il canale estero e tale dunque da mantenere il tasso di crescita complessivo della base monetaria più basso e più stabile; condizioni che inducono il pubblico non bancario ad assorbire direttamente una quota crescente del debito statale e che consentono di ridurre il grado di intermediazione.

Si deve infine notare che condizioni favorevoli per un finanziamento sempre crescente del debito statale da parte del pubblico non bancario sono state anche ottenute con l'introduzione di titoli di debito pubblico più attraenti, quali i Certificati di credito del Tesoro a medio termine, che, grazie ad una indicizzazione finanziaria al rendimento dei BOT più uno *spread*, sono praticamente esenti da perdite in conto capitale in caso di variazioni dei tassi di interesse; nonché mediante una differenziazione crescente del trattamento fiscale tra debito statale e altre attività finanziarie.³²

11. I due obiettivi della Banca d'Italia, di estendere e rafforzare la propria autonomia dagli andamenti erratici della politica fiscale e di collocare il debito di nuova emissione con il minor ricorso possibile all'intermediazione bancaria, sono stati certamente raggiunti. La quota di base monetaria sul debito complessivo si è ridotta dal 34 per cento del 1977 al 19 per cento del 1983 (mentre il rapporto rispetto al PIL è passato dal 18,5 per cento al 15 per cento). La tabella 5 evidenzia i profondi mutamenti verificatisi nella composizione per categorie di investitori del debito: la quota in possesso delle aziende di credito si è ridotta di 33 punti percentuali fra il 1977 ed il 1983.

³² Soprattutto rispetto ai depositi bancari su cui la trattenuta a titolo d'imposta è stata aumentata a più riprese, la Banca d'Italia non ha mai mostrato grande entusiasmo verso l'introduzione di una qualche forma d'imposizione sul debito statale, né si è mostrata contraria all'aumento dell'imposta sui depositi.

La riduzione della quota delle aziende di credito si accompagna ad un aumento parallelo della quota di debito statale in possesso delle famiglie. Sembra quindi utile considerare brevemente il comportamento del risparmio e la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie: con l'avvertenza che soprattutto in questa area un serio lavoro di ricerca trova ostacolo nella scarsità e nella dubbia qualità dei dati disponibili e che quanto segue è, al più, un quadro impressionistico.

La tabella 6 riporta i rapporti fra il risparmio complessivo e finanziario delle famiglie e il loro reddito disponibile. Il risparmio finanziario e le attività finanziarie della tabella 6 non includono le azioni e le attività estere, per problemi di valutazione, né le riserve matematiche degli istituti di assicurazioni e altre attività composite. Nella seconda parte della tabella 6 i rapporti sono corretti detraendo le perdite di potere d'acquisto della consistenza nominale (calcolate sulla base del metodo della sezione II)³³ sia dal numeratore sia dal denominatore: ciò probabilmente rappresenta una correzione per eccesso, poiché nei periodi di accelerazione dell'inflazione il valore delle attività reali può crescere in misura maggiore del tasso di inflazione, e le perdite da inflazione della ricchezza finanziaria possono essere parzialmente compensate dalle attività reali.

I rapporti non corretti, soprattutto quelli del risparmio complessivo, sono sostanzialmente stabili durante l'intero periodo: considerando il contemporaneo aumento dei disavanzi finanziati con debito, se ne potrebbe trarre un'indicazione *prima facie* che si è lontani da un regime alla Barro. I rapporti corretti sono tuttavia meno stabili. Le loro fluttuazioni riflettono in qualche misura le variazioni del tasso d'inflazione e quindi dell'entità delle perdite di potere d'acquisto (come avviene qualora perdite di potere d'acquisto non attese siano considerate riduzioni transitorie di reddito).³⁴ Esse tuttavia riflettono anche variazioni nei rapporti non corretti. Forti riduzioni avvengono in anni in cui il reddito nominale cresce più rapidamente, l'inflazione subisce una accelerazione, i tassi d'interesse sono più bassi, e in cui anche il rapporto fabbisogno/PIL si contrae, il finanziamento monetario aumenta ed il finanziamento con debito si riduce. Avviene più o meno l'opposto quando i rapporti si riducono. Ci si potrebbe domandare se non si ravvisi in ciò qualche sintomo dell'effetto Barro.

³³ I coefficienti di risparmio corretti calcolati da Cukierman e Mortensen si differenziano da quelli della tabella per la diversità degli aggregati considerati e dei metodi di correzione usati. Vi è comunque una discreta rispondenza fra le due serie per ciò che concerne le fluttuazioni dei rapporti.

³⁴ Si veda CUKIERMAN e MORTENSEN.

TABELLA 5

COMPOSIZIONE DELLA CONSISTENZA DEL DEBITO FRUTTIFERO
PER CATEGORIE DI INVESTITORI
(valori di fine anno)

	1970	1977	1980	1981	1982	1983
<i>Aziende di credito</i>						
BOT	96,2	68,6	47,2	37,0	39,9	26,4
Titoli a medio e lungo termine	62,7	71,3	60,8	54,1	53,8	45,6
Totale	69,6	69,9	53,0	43,0	45,1	36,6
<i>Famiglie</i>						
BOT	0,6	22,4	43,1	52,8	48,9	..
Titoli a medio e lungo termine	30,0	23,9	31,7	38,4	..	..
Totale	23,9	23,1	38,5	47,8	..	..
<i>Altri</i>						
BOT	3,2	9,0	9,7	10,2	11,2	..
Titoli a medio e lungo termine	7,3	4,8	7,7	7,5	..	..
Totale	6,5	7,0	8,5	9,2	..	..

Si deve tuttavia osservare che non si è verificato alcun mutamento sistematico nei coefficienti di risparmio né nel rapporto (non corretto) fra ricchezza finanziaria e reddito disponibile (vedi voce per memoria nella tabella 6), come pur ci si dovrebbe attendere, in presenza di uno *stock* di debito crescente, qualora volesse il teorema di Barro. Inoltre due osservazioni sembrano confermare il ruolo dominante dell'inflazione e del tasso di interesse, piuttosto che della reazione del pubblico al finanziamento con debito.

Anzitutto, il rapporto fra risparmio finanziario e risparmio complessivo segue approssimativamente lo stesso andamento del rapporto fra risparmio finanziario e PIL (ciò risulterebbe più evidente qualora si tenesse conto dei guadagni da inflazione sulla ricchezza non finanziaria nella correzione del rapporto del risparmio complessivo): ciò è coerente con l'ipotesi che le variazioni del tasso d'inflazione determinano mutamenti nelle preferenze fra ricchezza finanziaria e reale.

RAPPORTI RISPETTO AL REDDITO DISPONIBILE DELLE FAMIGLIE

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Risparmio complessivo	24,4	25,6	25,3	24,7	27,2	26,9	26,5	27,7	26,9	25,0	25,1	25,2
Risparmio finanziario	13,6	14,7	18,1	14,2	18,2	16,0	17,8	19,8	17,6	15,1	16,6	18,5
- Biglietti, monete e depositi	7,8	9,2	13,3	14,5	13,4	12,7	13,4	12,3	10,7	8,9	7,4	10,5
- Risparmio postale	1,8	2,1	2,0	0,6	2,0	1,7	1,6	2,0	2,0	1,4	0,5	0,7
- BOT	-	-	0,3	0,1	0,1	1,5	2,2	1,8	3,5	5,2	6,7	2,7
- Titoli a medio e lungo termine	3,0	2,7	2,0	-1,3	2,1	0,1	0,3	2,9	1,2	-0,6	1,5	2,8
- Titoli di Stato	0,1	-	-0,2	-0,2	1,0	0,6	0,8	2,1	1,7	-0,1	1,4	2,1
- Altre	1,0	0,7	0,5	0,3	0,6	-	0,2	0,7	0,2	0,2	0,4	1,8
Risparmio complessivo	19,2	20,7	15,6	6,3	18,2	10,8	15,0	17,5	13,1	8,5	13,8	12,1
Risparmio finanziario	7,7	9,1	7,5	-6,8	8,1	-2,5	5,0	8,6	2,0	-3,5	1,6	4,3
- Biglietti, monete e depositi	4,2	5,8	7,1	2,3	6,5	0,1	4,4	4,0	-0,3	-4,1	-3,0	1,4
- Risparmio postale	1,2	1,5	0,9	-1,9	0,9	-0,3	0,1	0,9	0,4	-0,6	-1,1	-0,6
- BOT	-	-	0,3	-	0,1	1,6	2,2	1,5	3,1	4,5	5,6	0,4
- Titoli a medio e lungo termine	1,5	1,3	-0,9	-6,6	0,3	-3,1	-1,6	1,7	-0,9	-3,1	0,1	1,5
- Titoli di Stato	-0,2	-0,2	-0,8	-1,0	0,7	0,1	0,4	2,7	0,9	-1,5	0,6	1,4
- Altre	0,8	0,5	0,1	-0,2	0,3	-0,8	-0,2	0,4	-0,3	-0,3	0,1	1,6
Per memoria: Rapporto fra consistenza complessiva della ricchezza finanziaria delle famiglie e reddito disponibile delle famiglie	98,4	102,5	104,2	97,8	100,9	99,4	102,9	107,2	107,7	103,2	102,3	106,5

Rapporti corretti da inflazione

Rapporti non corretti

In secondo luogo, a partire dal 1975 l'accumulazione reale del debito statale fruttifero è stata sempre positiva, riflettendo sempre più il differenziale con il tasso sui depositi bancari, nel caso dei BOT, ed il tasso reale, nel caso dei titoli.

La crescita del debito statale sembra avere influenzato molto più la composizione che la dimensione delle attività possedute dal pubblico. Durante la prima metà degli anni settanta le famiglie, sotto l'impatto dell'inflazione e delle perdite in conto capitale, si indirizzano verso i depositi, considerati come investimento relativamente più sicuro. Il punto di svolta si verifica quando il Tesoro offre strumenti finanziari tali da assicurare al tempo stesso rendimenti più elevati e maggiore liquidità: il processo di crescente intermediazione bancaria della prima metà del decennio si inverte a partire dal 1977.

12. Gli obiettivi della Banca d'Italia sono stati conseguiti ad un costo notevole per il Tesoro. È ovvio che il tasso di interesse reale non poteva e non doveva essere mantenuto ai livelli negativi prevalenti nella maggior parte degli anni settanta, senza correre il rischio di iperinflazione, o almeno senza accettare la persistenza di tassi di inflazione molto elevati. Dovrebbe essere egualmente ovvio, tuttavia, che con la nuova strategia di politica monetaria ci si è avvicinati all'estremo opposto: l'aumento ed i livelli dei tassi di interesse reali sul debito pubblico (vedi figura 3) sono stati influenzati sia dalla riduzione della monetizzazione del disavanzo, particolarmente accentuata nel 1983, sia, in misura non minore, dall'ulteriore obiettivo di spostare in poco tempo la maggior parte del possesso del debito delle aziende di credito al pubblico non bancario. (Si è spesso sottolineato che i tassi di interesse reale sui BOT e sui titoli di Stato in Italia non sono certo alti nei confronti internazionali: tali confronti non sono tuttavia corretti, poiché considerano gli interessi lordi invece dei rendimenti al netto delle imposte, trascurando così il fatto che l'Italia è l'unico paese in cui gli interessi sul debito dello Stato godono una esenzione completa di imposta.) Numerosi fattori hanno concorso negli ultimi anni ad una crescita molto sostenuta dell'onere complessivo del debito: una crescita più rapida della parte più onerosa di esso, dovuta alla riduzione relativa non solo del finanziamento monetario ma anche del risparmio postale; tassi di interesse reali che raggiungono livelli positivi molto elevati; il fatto che gli interessi reali divengono nuovamente positivi, per poi aumentare ancora, proprio nel momento in cui la vita media del debito raggiunge il suo minimo.

L'onere crescente del debito innesca, sin dal 1981, un meccanismo di autoalimentazione del debito fruttifero in titoli.³⁵

Si consideri l'espressione (5) del paragrafo 4. Sia b il rapporto sul PIL dei BOT e dei titoli di Stato. Per tener conto degli interessi corrisposti alla Banca d'Italia e su altri strumenti di debito e del contributo del risparmio postale e di altre forme di debito al finanziamento del Tesoro, si ponga $\mu_B = (\dot{H}^T - I_B)/F$ e $\mu_S = (\dot{S} - I_S)/F$, dove I_B rappresenta gli interessi corrisposti alla Banca d'Italia, \dot{S} denota il ricorso al risparmio postale e ad altre fonti di finanziamento e I_S gli interessi pagati su tale quota di debito. Allora:

$$(5') \quad \dot{b} = a - (\mu_B + \mu_S) f + (r - g) b$$

Nella tabella 7 appaiono le componenti dell'espressione (5), per undici anni fino al 1983 (i dati del 1983 sono provvisori; il computo è fatto in termini discreti). I dati della tabella non solo confermano il contributo decrescente di $(\mu_B + \mu_S)$ al finanziamento del disavanzo; ciò che più conta, mostrano che il termine di autoalimentazione, $(r - g)$, è positivo ed è cresciuto in modo notevole. È bensì vero che il 1982 e 1983 sono stati anni di recessione; ma è anche vero che i tassi di interesse reali sono aumentati nel corso dell'anno. È ora tempo di analizzare le prospettive future.

IV. Prospettive e problemi

13. Quali sono le prospettive della crescita futura del debito complessivo e in particolare della sua componente fruttifera? Anzitutto, si considerino ancora le espressioni (3) e (5). La condizione affinché il rapporto debito complessivo/PIL rimanga costante è $f = gd$ (o, in termini discreti, $f = gd/(1 + g)$). La condizione di costanza del rapporto sul PIL dello stock di BOT e titoli sul mercato è $f = gb/(1 - \mu')$, dove μ' è la quota del fabbisogno finanziato con risorse finanziarie che non siano BOT e titoli (cioè $(\dot{H}^T + \dot{S})/F$); in termini discreti sarà $f = gb/(1 + \mu')(1 + g)$.

Alla fine del 1983, $d = 0,788$, $b = 0,524$, mentre nel corso dell'anno μ' è stato pari circa a 0,15. Ipotizzando un tasso di crescita del

³⁵ Lungo le linee tracciate da SARGENT e WALLACE (1981).

TABELLA 7

DETERMINANTI DELLA CRESCITA DEI TITOLI E BOT SUL MERCATO

Rapporti sul PIL	1975	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983 (d)
- Fabbisogno del settore statale al netto degli interessi (a)	7,1	5,9	10,5	6,2	8,1	10,6	6,2	5,6	6,6	7,6	8,0
- Base monetaria al netto degli interessi pagati alla Banca d'Italia											
A (b)	-5,8	-5,5	-3,5	-4,4	+3,0	-1,3	+0,7	-2,2	-2,8	-2,0	-0,1(e)
B (c)	-5,1	-5,2	-6,2	-4,8							
- Risparmio postale al netto degli interessi pagati sul risparmio postale	-1,3	-0,3	-1,3	-1,2	-1,0	-1,5	-1,8	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4
- Altre forme di debito non monetario	-0,2	+0,1	-	-	-	-0,2	-0,3	-0,2	-0,6	-0,8	-0,8
- $(r_t - g_t) \frac{b_{t-1}}{1 + g_t}$											
A (c)	-1,7	-1,5	-0,2	-2,3	-0,7	-0,6	-2,3	-3,0	-0,1	+1,0	+2,1
B (b)	-2,4	-2,3	-0,6	-2,4							
- Δb_t											
A (c)	-1,8	-1,3	+5,5	-1,7	+9,4	+7,1	+2,4	+0,1	+3,1	+5,6	+8,8(f)
B (b)	-1,8	-1,8	+2,3	-2,2							

(a) Si include tuttavia quella parte dei pagamenti di interessi che non possono essere attribuiti né ai BOT e ai titoli collocati sul mercato, né alla Banca d'Italia, né al risparmio postale;

(b) Fino al 1976, si includono i BOT posseduti dalle aziende di credito per riserva obbligatoria;

(c) Fino al 1976, non si includono i BOT posseduti dalle aziende di credito per riserva obbligatoria;

(d) Dati provvisori;

(e) Includono i BOT di cui alla nota (c), Tabella 4;

(f) Non includono i BOT di cui alla nota (c), Tabella 4.

PIL nominale del 13 per cento, ne deriva che il fabbisogno compatibile con la costanza del rapporto debito complessivo/PIL non dovrebbe eccedere il 9,1 per cento del PIL. Si ipotizzi che μ' aumenti fino a 0,2: ciò implica che il finanziamento monetario aumenti dal 4,5 per cento del fabbisogno nel 1983 a circa il 10 per cento, mentre circa un altro 10 per cento è assicurato, come nel 1983, da altre forme di finanziamento. Allora il fabbisogno compatibile con la costanza di b dovrebbe essere approssimativamente pari al 7,5 per cento del PIL: minore di quello che assicura la costanza di d , poiché $\mu' = 0,2$ è ancora più basso della quota del debito diverso da BOT e titoli a medio e lungo termine (pari a 0,33).

Questo esercizio indica quanto siamo ancora lontani da condizioni che garantiscano la costanza del rapporto debito/PIL e, ancor più, del rapporto sul PIL del debito collocato sul mercato. Un fabbisogno del 9 per cento richiederebbe un azzeramento del fabbisogno al netto del pagamento di interessi. Inoltre, l'obiettivo governativo è un fabbisogno del 15 per cento, con un risultato probabile del 16 per cento. Si devono quindi considerare possibili sentieri di rientro per il medio periodo, con riferimento a strategie alternative di politica fiscale e monetaria.

14. Dalla letteratura sul debito³⁶ sappiamo che, se per un dato valore del tasso di crescita g il rapporto del disavanzo rispetto al PIL, f , è mantenuto costante, il rapporto fra debito complessivo e PIL converge verso un limite, f/g : dalla (3) si vede immediatamente che per $d = f/g$ si avrà $\dot{d} = 0$; la convergenza si ricava dalla integrazione della (3). Sappiamo ancora che se, invece di f , si mantiene costante il disavanzo netto degli interessi, a , il limite può non esistere e, se esiste, è molto più alto: il valore di d per il quale $\dot{d} = 0$ sarebbe allora $d = a/(r - g)$, cosicché il processo è esplosivo se il tasso di interesse eccede il tasso di crescita.

Si deve tuttavia fare un passo ulteriore. In primo luogo, ciò che interessa maggiormente è la crescita della quota di debito collocato sul mercato, b ; in secondo luogo il tasso di interesse sul debito complessivo è una nozione alquanto spuria, poiché il pagamento di interessi dipende dalla quota del debito fruttifero sul totale.

Si consideri

$$\dot{B}_t = (1 - \mu'_t) f_t Y_t.$$

³⁶ Si veda per primo DOMAR (1957), poi la letteratura sul debito estero ed infine OCSE (1984).

Se f , il disavanzo totale in rapporto al PIL, e μ' sono tenuti costanti, avremo:

$$(6) \quad b_T = b_0 e^{-rT} + \frac{f}{g} (1 - \mu') (1 - e^{-rT}),$$

che converge al limite $f(1 - \mu')/g$. Poiché b_t , e dunque rb_t , crescono, se f è costante, a , il disavanzo al netto degli interessi, deve diminuire nel

tempo, convergendo al limite $\frac{g - r(1 - \mu')}{g} f$.

Alternativamente, si può assumere che a rimanga costante. In questo caso, f_t crescerà nel tempo insieme a rb_t . Le condizioni di convergenza dipendono dalle ipotesi circa il finanziamento monetario. A seconda che tale finanziamento sia $\mu' f_t$ o $\mu' a$, avremo:

$$(7) \quad b_T = b_0 e^{(r(1 - \mu') - g)T} + \frac{1 - \mu'}{g - r(1 - \mu')} a (1 - e^{(r(1 - \mu') - g)T}), \text{ oppure}$$

$$(7') \quad b_T = b_0 e^{(r - g)T} + \frac{1 - \mu'}{g - r} a (1 - e^{(r - g)T})$$

La condizione di convergenza del primo caso, $g > r(1 - \mu')$, è meno stringente di quella del secondo caso, $g > r$. Nel primo caso, tuttavia, il rapporto fra finanziamento monetario del fabbisogno e PIL cresce continuamente nel tempo ed è pertanto implausibile che il tasso di crescita del PIL nominale rimanga costante.

A mo' di illustrazione, la tabella 8 riporta i valori delle variabili che ci interessano per periodi di diversa lunghezza. I valori sono stati computati per diverse grandezze di f (impiegando la versione discreta di (6)) e per diverse grandezze di a (impiegando la versione discreta di (7)), e con ipotesi alternative di finanziamento monetario. La crescita nominale è mantenuta all'11% in tutti i casi; il valore iniziale di b è posto a 0,58 (un valore probabile per l'Italia alla fine del 1984). In corrispondenza di valori di μ' di 0,15, 0,20 e 0,30, il tasso nominale di interesse è posto, rispettivamente, all'11%, al 10% e al 9%. Questa scelta è affatto arbitraria: essa implica fra l'altro che il tasso di inflazione sia lo stesso in tutti i casi e che l'effetto di un rapporto più elevato fra finanziamento monetario e PIL, $\mu' f$, sia compensato da quello di un più basso valore di b . Lo scopo di questo esercizio, d'altra parte, è quello di mostrare quali incoerenze possano determinarsi in ipotesi alternative di politica economica.

15. Notiamo anzitutto che, quando esiste uno stock ampio di debito accumulato, la politica fiscale dovrebbe porsi un obiettivo in termini di f , il fabbisogno complessivo, e non di a , il fabbisogno al netto dei pagamenti di interessi, come invece viene a volte proposto nei dibattiti di politica economica. Nel secondo caso, infatti, anche accogliendo l'ipotesi implausibile di un rapporto fra finanziamento monetario e PIL che cresce con f (come in (7) e nella parte inferiore della tabella), f raggiunge presto livelli inammissibili al crescere dei pagamenti per interessi.

In secondo luogo la tabella mostra che una combinazione di politica fiscale generosa e di politica monetaria stretta può condurre al disastro anche quando si assume un f dato e costante. Un f costante ma elevato può determinare un'accumulazione del debito assai rapida e tale da rivelarsi incompatibile con l'ipotesi circa il tasso d'interesse o con quella circa il tasso di crescita o con entrambi. Si supponga, ad esempio, che la quota di debito sul mercato nelle mani delle famiglie tenda verso il 60% del totale (essendo attualmente già circa il 50%). Quando b raggiunge l'80 per cento, e qualora il rapporto fra attività finanziarie e reddito disponibile delle famiglie rimanga costante al livello corrente, la quota di BOT e titoli di Stato a medio e lungo termine sulle attività finanziarie complessive delle famiglie deve all'incirca raddoppiare: è difficile pensare che un processo di sostituzione di questa dimensione possa avvenire senza conseguenze sul livello del tasso di interesse.

Una possibilità alternativa è una qualche versione del caso Barro: se, per esempio, la propensione al consumo sul reddito da interessi è più bassa di quella delle altre componenti del reddito disponibile, sia il coefficiente di risparmio sia il rapporto fra attività finanziarie e reddito disponibile possono aumentare, cosicché l'aumento della quota di BOT e titoli di Stato sulle attività complessive può essere più contenuto. In questo caso, tuttavia, il tasso di crescita ne risulterebbe probabilmente influenzato.

In presenza di un ampio stock di debito, la condizione preliminare per evitare esiti instabili e potenzialmente esplosivi è che la politica fiscale miri ad un valore di f ragionevolmente basso. Un programma desiderabile di politica fiscale può comunque rivelarsi socialmente e politicamente impraticabile se non vi è un qualche sostegno da parte delle autorità monetarie.

Più basso è il valore di f e più restrittiva è la politica monetaria, maggiore è la riduzione che si deve imporre ad a e quindi maggiore è la riduzione delle spese al netto dei pagamenti di interessi e/o l'aumento

TABELLA 8

CRESCITA DEL DEBITO FRUTTIFERO

	f = 0,14			f = 0,10		
	μ'			μ'		
	0,15	0,20	0,30	0,15	0,20	0,30
T = 5						
b	83,2	80,4	74,6	69,3	67,2	63,1
rb	9,2	8,0	6,7	7,6	6,7	5,7
a	4,8	6,0	7,3	2,4	3,3	4,3
T = 10						
b	98,2	93,6	84,5	76,0	72,7	66,2
rb	10,8	9,4	7,6	8,4	7,3	6,0
a	3,2	4,6	6,4	1,6	2,7	4,0
Limite						
b	120,1	113,0	98,9	85,8	80,7	70,6
rb	13,2	11,3	8,9	9,4	8,1	6,4
a	0,8	2,7	5,1	0,6	1,9	3,6
		a = 0,05				
		$\mu' = 0,15$		$\mu' = 0,20$		
T = 5						
b		101,2		81,4		
f		16,1		13,1		
T = 10						
b		116,4		91,4		
f		17,8		14,1		
Limite						
b		312,6		159,8		
f		39,4		21,1		

Assunzioni: $b_0 = 0,58$; $g = 0,11$; per $\mu' = 0,15$, $r = 0,11$, per $\mu' = 0,20$, $r = 0,10$, per $\mu' = 0,30$, $r = 0,09$.

del carico fiscale. Questi risultati sono auspicabili, ma possono essere raggiunti soltanto gradualmente: un programma di politica fiscale austero dovrebbe essere accompagnato da un atteggiamento un po' meno severo verso il finanziamento monetario del Tesoro.

Si obietterà naturalmente che così la politica monetaria perderebbe di nuovo la sua autonomia e che diversi gradi di accomodamento

monetario implicherebbero tassi di inflazione diversi. Tuttavia, qualora la politica fiscale fallisse il suo obiettivo a causa di una politica monetaria così restrittiva da rendere insostenibile la necessaria riduzione di a , il danno sarebbe maggiore, dal momento che il sistema si sposterebbe verso la sinistra della tabella 8. Vi sarebbe allora un rischio maggiore di perdita di autonomia per la politica monetaria; un tasso di inflazione più alto nel breve periodo può essere un prezzo che conviene pagare pur di evitare quel rischio, e soprattutto il rischio più serio di una futura instabilità finanziaria.

In assenza di un coordinamento fra politica fiscale e politica monetaria orientato alla riduzione e infine all'arresto della crescita del debito fruttifero, divengono attuali alcuni importanti problemi posti da Thomas Sargent (1982). Sargent, considerando come casi estremi un regime alla Barro e uno in cui la crescita del debito conduce alla futura monetizzazione e ne segnala sin d'ora l'inevitabilità, osserva che l'esito effettivo dipenderà in definitiva dalla natura delle funzioni di domanda di attività finanziarie; e questa, a sua volta, «dipenderà in modo rilevante da quale fra i due regimi estremi o fra i molti altri immaginabili sia quello in cui gli agenti si trovano ad operare».

Non è facile decidere quale fra "i molti regimi immaginabili" sia quello in cui oggi si trova l'Italia. Certamente i dati disponibili non sembrano sostenere l'ipotesi che ci si trovi vicino al caso estremo di Barro-Ricardo. L'esperienza francese degli anni venti è un esempio vicino all'altra ipotesi estrema,³⁷ che può divenire molto rilevante per l'Italia. Si sono fatti grandi sforzi, finora con successo, per convincere gli operatori che tale ipotesi non è quella rilevante e per rendere il debito pubblico una forma di investimento attraente in termini di rendimento e di liquidità. Ma indurre i risparmiatori ad acquistare una quantità crescente di debito non costituisce una soluzione al problema, anzi rende il problema ancora più intrattabile nel lungo periodo. Le responsabilità maggiori per la soluzione ricadono sulla politica fiscale; ma la politica monetaria dovrebbe prendere il "bondismo" in maggiore considerazione.³⁸

LUIGI SPAVENTA

³⁷ Il caso francese è stato analizzato con estrema chiarezza da NURSKÉ, in SOCIETÀ DELLE NAZIONI (1946): nonostante una riduzione continua del disavanzo pubblico, l'accumulo passato del debito determinò una riduzione progressiva di fiducia, sottoscrizioni nette negative, un aumento rapido della circolazione monetaria e, infine, una fuga dalla moneta. In Italia questi sintomi, anche se ad uno stato iniziale, sono stati riscontrati più di una volta.

³⁸ "Bondism" è l'espressione usata da SMITH (1982), riprendendo un precedente suggerimento di Milton Friedman. Il Ministero del Tesoro degli Stati Uniti (1984) ha manifestato scetticismo sugli effetti destabilizzanti di un debito crescente.

BIBLIOGRAFIA

- ARTONI R. (1983), "Note sul debito pubblico nel periodo 1974-81", in *Effetti allocativi e distributivi dell'inflazione, Rivista milanese di economia*, Quaderno n. 5.
- BARRO R. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, dicembre.
- BARRO R. (1978), "Comment from an Unreconstructed Ricardian", *Journal of Monetary Economics*, agosto.
- BLINDER A.S. (1982), "On the Monetization of Deficits", NBER Working Paper No. 1052, dicembre.
- BUCHANAN J.M. (1958), *Public Principles of Public Debt*, Homewood.
- BUITER W.H. (1983), "Measurement of the Public Sector Deficits and Its Implications for Policy Evaluation and Design", *IMF Staff Papers*, vol. 30, No. 2, giugno.
- CARANZA C. e A. FAZIO (1983), "L'evoluzione dei metodi di controllo monetario in Italia", *Bancaria*, settembre.
- CARANZA C., S. MICOSSI e M. VILLANI (1983), "La domanda di moneta in Italia: 1963-1981", in *Ricerche sui modelli per la politica economica*, Banca d'Italia, Roma.
- CENTRO EUROPA RICERCHE (1983), *Conti pubblici, inflazione e politica monetaria*, Rapporto n. 2.
- COTULA F. (1984), "Innovazione finanziaria e controllo monetario", in questa *Rivista*, marzo.
- COTULA F. e R.S. MASERA (1980), "Private Savings, Public Deficit and the Inflation Tax", *Review of Economic Conditions in Italy*, No. 3.
- COTULA F., R.S. MASERA, e G. MORCALDO (1983), "Il bilancio del settore pubblico e gli effetti di spiazzamento: un esame dell'esperienza italiana", in *Spesa pubblica e sviluppo dell'economia*, Milano.
- CUKIERMAN A. e J. MORTENSEN (1983), "Monetary assets and inflation induced distortions of the national accounts — conceptual issues and corrections of sectoral income flows in 5 EEC countries", Commission of the European Communities, *Economic Papers*, No. 15, giugno.
- DEMOPOULOS G., G. KATSIMBRIS e S. MILLER (1983), "Central-Bank Policy and the Financing of Government Budget Deficits: A Cross-Country Comparison", Commission of the European Communities, *Economic Papers*, No. 19, settembre.
- DE VITI DE MARCO A. (1961), *Principi di economia finanziaria*, ristampa della 3ª edizione (1953), Torino.
- DOMAR E. (1957), "The 'Burden of Debt' and the National Income", in E. DOMAR, *Essays in the Theory of Economic Growth*, New York.
- EISNER R. e P.J. PIEPER (1984), "Measurement and Effects of Government Debt and Deficits", presentato all'*International Seminar in Public Economics, Conference on Public Debt*, febbraio.
- GIAVAZZI F. (1984), "A Note on the Italian Public Debt", in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, giugno.
- HAMBURGER M. e B. ZWICK (1981), "Deficits, Money and Inflation", *Journal of Monetary Economics*, gennaio.
- IZZO L. e L. SPAVENTA (1981), "Macroeconomic Policies in Western European Countries: 1973-1977", in H. Giersch, ed., *Macroeconomic Policies for Growth and Stability*, Tübingen.
- MASERA R.S. (1984), Relazione presentata ad un Seminario su previsioni economiche per gli anni 1984-86. Torino, dicembre.
- MILLER M. (1982), "Inflation Adjusting the Public Sector Financial Deficit: Measurement and Implications for Policy", Warwick Economic Research Papers, No. 209, maggio.

- MILLER M. e S. BABBS (1983), "The True Cost of Debt Service and the Public Sector Financial Deficit", SSRC Money Study Group Seminar.
- MONTI M., F. CESARINI, e C. SCOGNAMIGLIO (1983), *Report on the Italian Credit and Financial System*, numero speciale di *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, giugno.
- NISKANEN W.A. (1978), "Deficits, Government Spending and Inflation: What is the Evidence?", *Journal of Monetary Economics*, agosto.
- OCSE (1983), "Les déficits du secteur public: problèmes et implications en matière de politique économique", *Etudes spéciales*, giugno.
- OCSE (1984), Working Party 1 of the Economic Policy Committee, "Public Sector Indebtedness, Inflation and the Stance of Fiscal Policy", Note by the Secretariat, marzo.
- PADOA-SCHIOPPA T. (1979), "Aspetti istituzionali e strumenti della politica monetaria", Banca d'Italia, *Modello econometrico dell'economia italiana: settore monetario e finanziario*.
- REATI A. (1984), "Actifs financiers et distortions des flux sectoriels dues à l'inflation: le cas de l'Italie", Commission of the European Communities, *Economic Papers*, No. 26, gennaio.
- SALVEMINI G. (1984), "Interest Payments Distribution on Public Debt and the Pattern of the Borrowing Requirement in Inflationary Conditions", relazione presentata alla conferenza su "Economic Policy and National Accounting in Inflationary Conditions", Dorga, gennaio.
- SARGENT T. (1982), "Beyond Demand and Supply Curves in Macroeconomics", *American Economic Review*, maggio.
- SARGENT T. e N. WALLACE (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve of Minneapolis Quarterly Review*, autunno.
- SMITH G. (1982), "Monetarism, Bondism, and Inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, maggio.
- SOCIETÀ DELLE NAZIONI (1946), Capitolo su "The Floating Debt Problem", in *The Course and Control of Inflation. A Review of Monetary Experience in Europe after World War I*, Ginevra.
- SPAVENTA L. (1983), "Two Letters of Intent: External Crises and Stabilization Policy in Italy, 1973-77", in J. Williamson, ed., *IMF Conditionality*, Washington.
- U.S. TREASURY (1984), "The Effects of Deficits on Prices of Financial Assets: Theory and Evidence", gennaio.
- WILLET T.D. e L.O. LANEY (1978), "Monetarism, Budget Deficits and Wage Push Inflation. The Cases of Italy and the UK", in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, dicembre.