

## Una nota sul debito pubblico in Italia \*

Tra il dicembre 1980 ed il dicembre 1983 il debito pubblico<sup>1</sup> è salito dal 50 al 70% del prodotto interno lordo. Questo rapido aumento del rapporto debito-prodotto è fonte di due motivi di preoccupazione:

a) in assenza di mutamenti nella politica monetaria o fiscale, o di una caduta nel tasso d'interesse reale, il rapporto debito-prodotto continuerà a crescere, e sempre più rapidamente;

b) quand'anche il rapporto debito-prodotto si stabilizzasse al livello attuale, l'economia rimarrebbe in una situazione di instabilità. Se ad esempio il rapporto debito-prodotto è uguale a uno, un aumento dell'1% del tasso d'interesse reale fa crescere il disavanzo pubblico di una quantità pari ad 1% del PIL: per mantenere il rapporto debito-prodotto costante il disavanzo, al netto degli interessi, deve essere ridotto della medesima quantità. Ciò richiede un taglio nella spesa o un aumento nelle entrate, ivi incluso il finanziamento mediante moneta. Quest'ultima è spesso l'unica entrata dello Stato che può essere rapidamente aumentata, ma al costo di accendere nuova inflazione.

Un'economia con un rapporto debito-prodotto elevato è quindi particolarmente instabile in presenza di fluttuazioni nel tasso d'interesse reale: queste possono avere origini esterne o interne qualora, ad esempio, preoccupazioni sulla stabilità finanziaria dello Stato o voci di un possibile provvedimento di confisca, alzino il premio di rischio.

---

\* Questo articolo è la traduzione italiana di "A Note on the Italian Public Debt", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, giugno 1984. Alcuni dei dati qui riportati, e le considerazioni che ne derivano, differiscono tuttavia da quelli pubblicati nella versione inglese. In particolare la correzione per l'inflazione che appare alla riga 2 della Tavola 1 è stata ricalcolata secondo il metodo indicato in L. SPAVENTA, "The Growth of Public Debt in Italy: Past Experience, Perspectives and Policy Problems", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, giugno 1984. Altri dati sono stati aggiornati utilizzando la *Relazione annuale* della Banca d'Italia per il 1983 pubblicata successivamente alla versione inglese di questa nota.

<sup>1</sup> Al netto del debito verso la banca centrale.

I pericoli derivanti dall'attuale livello e tasso di crescita del rapporto debito-prodotto sono una delle ragioni principali per una stretta fiscale nel 1984-85. Ma mentre la maggior parte degli osservatori ritiene che questa sia l'unica via percorribile, alcuni sono preoccupati che una stretta fiscale, in un'economia che esce da tre anni consecutivi di stagnazione, renda ancor più difficile la ripresa.

Alla luce di questo dibattito, questa nota si propone innanzitutto di spiegare quali sono state le cause della rapida crescita nel rapporto debito-prodotto, ed in quale misura il caso italiano rifletta l'esperienza di altri paesi europei. Vedremo in seguito se una stretta fiscale sia oggi una scelta ragionevole.

### La crescita del debito in Italia: 1979-1983

Quali sono state le cause della rapida crescita nel rapporto debito-prodotto? Vi è stata un'espansione autonoma della spesa, una caduta nel finanziamento mediante moneta, oppure l'aumento nel rapporto debito-prodotto si spiega con la recessione e con l'aumento dei tassi d'interesse reali nel mondo? La Tavola 1 cerca di rispondere a queste domande.

Si osservi innanzitutto quanto il fabbisogno è gonfiato dall'effetto dell'inflazione sui tassi d'interesse nominali: l'inflazione spiega quasi la metà del fabbisogno.<sup>2</sup> La riga 3 riporta il ricavo derivante dal finanziamento mediante creazione di base monetaria. Nel triennio 1980-82 questa fonte di finanziamento ha generato un reddito pari a circa il 3% del prodotto lordo, sette volte più grande della media negli altri paesi della Comunità Economica Europea (0,4%). Un'ovvia ragione è l'elevato tasso di inflazione italiano, ma vi è pure una ragione strutturale: in Italia la componente domestica della base monetaria è pari a circa il 15% del prodotto lordo, più del doppio della media europea (6%). Nel 1983 la banca centrale ha fortemente rallentato la creazione di base monetaria per finanziare il Tesoro: la caduta del finanziamento mediante moneta ha richiesto un maggior indebitamento verso il settore privato, come appare dalla riga 4 della Tavola. Questa riporta la crescita

<sup>2</sup> Nel sottrarre dal fabbisogno la perdita in valore reale del debito assumiamo che il risparmio reale del settore privato non sia influenzato dall'inflazione.

TAVOLA 1

### DISAVANZI E DEBITO PUBBLICO (% PIL)

	1979	1980	1981	1982	1983
1. Fabbisogno del settore pubblico allargato	12,3	13,2	13,6	16,9	17,4
2. Correzione per l'inflazione (perdita in valore reale del debito detenuto dal settore privato)	8,3	9,2	8,1	7,8	7,0
3. Finanziamento mediante creazione di base monetaria	0,3	2,9	3,5	2,7	0,8
4. Crescita nello stock di debito pubblico (4) = (1) - (2) - (3)	3,7	1,1	2,0	6,4	9,6
Disaggregazione della riga (4):					
4a. componente ciclica	—	0,6	1,7	2,6	3,3
4b. interessi reali	- 1,3	- 3,4	0,1	1,0	1,5
4c. disavanzo strutturale (4c) = (4) - (4a) - (4b)	5,0	3,9	0,2	2,8	4,8
5. Rapporto debito-prodotto (a fine anno)	0,54	0,51	0,53	0,60	0,70

Fonte: BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale*, maggio 1984. Per il metodo usato nel calcolare la riga 2 vedi L. SPAVENTA, "The Growth of Public Debt in Italy..." *op. cit.* p. 126

La correzione per l'inflazione è calcolata solo per il debito detenuto dal settore privato, escludendo quindi il debito verso la banca centrale; ho trascurato anche il debito estero (circa il 3% del totale del debito detenuto dal settore privato). La riga 3 è la creazione di base monetaria, fonte Tesoro. Per la riga 4a vedi la n. 3. La riga 4b è calcolata utilizzando il tasso di interesse reale ex-post ottenuto sottraendo alla media dei tassi di interesse nominali sui titoli del debito pubblico il tasso di inflazione sui prezzi al consumo. La media dei tassi nominali è calcolata pesando con le rispettive consistenze i tassi di interesse sui titoli a breve e lungo termine, sulla raccolta postale e sugli impieghi degli istituti di credito. Anche qui ho trascurato il debito estero; ho anche trascurato gli interessi che il Tesoro versa alla Banca d'Italia. Il tasso di interesse reale medio così calcolato è: 1979: -2,6; 1980: -6,4; 1981: 0,2; 1982: 1,8; 1983: 2,4. Il livello del tasso reale è fortemente influenzato dai tassi sulla raccolta postale: ad esempio per il 1983 il tasso reale sale a 3,5 se si esclude la raccolta postale. Poiché siamo interessati all'evoluzione dello stock di debito pubblico è corretto partire dal fabbisogno. In questo modo tuttavia si ottiene una stima per eccesso del disavanzo "strutturale" poiché essa comprende tutte le partite finanziarie del conto consolidato del settore pubblico, ivi inclusi i depositi bancari. La riga 5 esclude il debito detenuto dalla Banca d'Italia ma include il debito estero.

del debito ottenuta sottraendo dal fabbisogno la perdita in valore reale ed il ricavo dal finanziamento mediante moneta. Le righe dalla 4a alla 4c mostrano i fattori che hanno contribuito alla crescita del debito: (i) la componente ciclica del disavanzo,<sup>3</sup> (ii) il flusso di interessi reali e (iii) il disavanzo "strutturale".

Questa definizione di disavanzo "strutturale" differisce dalla più tradizionale definizione di "disavanzo di pieno impiego" poiché include il finanziamento mediante moneta, considerato come una particolare forma di tassazione, ed esclude il pagamento di interessi. Esso riflette quindi gli effetti sul disavanzo di variazioni autonome nel "mix" di politica monetaria e fiscale.

La prima cosa che si osserva è che la componente strutturale è rimasta pressoché invariata tra il 1979 e il 1983: circa il 5% del prodotto lordo. Il dato del 1983 è interessante poiché la caduta del finanziamento mediante moneta lo rende direttamente confrontabile con il 1979: in entrambi gli anni il ricavo generato dal finanziamento mediante moneta non supera l'1 per cento del prodotto; ciò che li distingue è la componente ciclica ed il flusso di interessi reali.

L'accelerazione nella crescita del rapporto debito-prodotto pare quindi possa essere interamente attribuita alla recessione ed all'aumento dei tassi d'interesse reali.

Questa è stata un'esperienza comune nei paesi della CEE. La Tavola 2 mostra che tra il triennio 1981-83 ed i dieci anni precedenti il costo reale del servizio del debito pubblico (misurato dal tasso d'interesse reale ex-post sui titoli pubblici) è aumentato di circa 4 punti percentuali con l'eccezione della Germania (+ 1,4%) e degli Stati Uniti, ove l'aumento è stato superiore al 5%. L'evidenza tuttavia non suggerisce alcuna stabile relazione tra l'aumento dei tassi di interesse reali e la dimensione dei disavanzi o i rapporti debito-prodotto. I tassi d'interesse

<sup>3</sup> La componente ciclica del disavanzo nasce dalla riduzione del gettito fiscale e dall'aumento della spesa che accompagnano una recessione. La componente ciclica è quindi proporzionale alla deviazione del reddito dal reddito di pieno impiego. Sebbene cruciale per il calcolo del disavanzo strutturale, la componente ciclica è un concetto difficile da misurare poiché dipende da un'ipotesi sulla crescita del reddito di pieno impiego.

I numeri riportati nella Tavola 1 sono stati calcolati dalla CEE assumendo:

- che il 1973 ed il 1979 fossero anni di pieno impiego;
- che tra il 1973 ed il 1979 il tasso di crescita del reddito di pieno impiego sia stato uguale al tasso di crescita del reddito effettivo;
- che dopo il 1979 il tasso di crescita del reddito di pieno impiego sia stato uguale a quello ipotizzato per il periodo 1973-79.

Fonte: Commissione delle Comunità Europee, Direzione Generale per gli Affari Monetari e Finanziari, "High Activity Budget Deficits: Calculations and Caveats".

TAVOLA 2

## TASSI DI INTERESSE REALI, DISAVANZI E DEBITO PUBBLICO IN EUROPA

	FR	D	I	B	GB	NL	USA
1. Tasso di interesse reale ex-post a lungo termine							
1970-80	0,6	2,8	-2,1	1,2	-1,0	4,3	-0,5
1981-83	3,6	4,2	2,4	4,7	3,8	7,9	4,9
2. Stock di debito pubblico (% PIL)							
dicembre 1980	16,6	31,6	51	77,9	52,1	7,2	35,3
dicembre 1982	16,8	38,3	60	97,8	54,7	25,8	39,0
3. Disavanzo al netto degli interessi e del finanziamento mediante moneta (% PIL 1981-83)	0,9	1,4	5,1	3,9	-1,5	12,2	1,7

Fonte: *European Economy*, novembre 1983;

- 1) Tavola 6.5: media delle osservazioni mensili deflazionate mediante il tasso di inflazione sui 12 mesi precedenti.  
 2) Tavola 5.5 (tranne per l'Italia): i concetti differiscono da Paese a Paese e quindi i livelli del debito non possono essere direttamente confrontati. I dati per l'Italia sono quelli utilizzati nella Tavola 1.  
 3) Calcoli dell'Autore sulla base della Tavola 5.4. I dati per l'Italia sono quelli della Tavola 1.

reali in Europa sono saliti seguendo i tassi reali negli Stati Uniti, indipendentemente dalle particolari politiche fiscali dei vari paesi.

Con due eccezioni, i paesi in cui il rapporto debito-prodotto era più elevato sono quelli in cui il debito è aumentato più rapidamente. Poiché l'aumento del flusso di interessi reali è proporzionale allo stock iniziale di debito, questa regolarità suggerisce che l'aumento dei tassi d'interesse reali è stata una delle cause più importanti dell'aumento dei rapporti debito-prodotto in Europa.

Le due eccezioni sono la Gran Bretagna e la Danimarca. In Gran Bretagna il rapporto debito-prodotto è rimasto pressoché invariato, sebbene lo stock di debito all'inizio del periodo fosse relativamente elevato; il motivo è certamente l'ampio avanzo di bilancio al netto degli interessi che riflette gli introiti fiscali associati con il petrolio del Mare del Nord. In Danimarca il rapporto debito-prodotto è salito in tre anni dal 7 al 26% sospinto da un disavanzo al netto degli interessi particolarmente elevato.

## Il problema dell'instabilità

Molti osservatori ritengono preoccupante la possibilità che il persistere di tassi di interesse reali superiori al tasso di crescita potenziale dell'economia possa indurre una crescita sempre più rapida del rapporto debito-prodotto.

Assumendo che il disavanzo sia finanziato mediante l'emissione di moneta e di un titolo nominale a breve termine, e che l'inflazione sia perfettamente anticipata, la crescita del rapporto debito-prodotto è descritta dalla seguente equazione:

$$(b/y) = (r-n)b/y + (d-gm)/y + d^c/y$$

ove  $b/y$  è il rapporto debito-prodotto,  $(b/y)$  il suo tasso di crescita,  $r$  il tasso d'interesse reale,  $n$  il tasso di crescita dell'economia,  $(d - gm)/y$  il disavanzo strutturale in rapporto al prodotto ( $d$  è il disavanzo di pieno impiego e  $gm$  il signoraggio, uguale al tasso di crescita della componente domestica della base monetaria moltiplicato per il suo valore in termini reali), e  $d^c$  è la componente ciclica del disavanzo.

La possibilità di instabilità dinamica ha origine nel termine  $(r - n)$ : se questo è positivo il rapporto debito-prodotto tende ad esplodere poiché la crescita del debito si autoalimenta attraverso il flusso di interessi.<sup>4</sup> È questa una possibilità concreta nel caso italiano?

Nel 1983 il tasso di interesse reale ex-post sul debito pubblico era di poco inferiore al 3% (v. la nota alla Tavola 1). Questo numero coincide con il tasso medio di crescita dell'economia tra il 1971 ed il 1980. Assumiamo che il tasso di interesse reale rimanga invariato e che l'economia ritorni sul sentiero di crescita degli anni '70 (questa ipotesi è di poco più ottimista delle previsioni della CEE che proiettano tassi di crescita attorno al 2% da qui al 1987; v. *European Economy*, novembre 1983). Con un tasso di interesse reale uguale al tasso di crescita dell'economia il problema dell'instabilità dinamica non si porrebbe; il livello di stato stazionario del rapporto debito-prodotto rimarrebbe tuttavia indeterminato e quand'anche la componente strutturale del disavanzo fosse ridotta a zero, il rapporto continuerebbe a crescere ad

<sup>4</sup> Per una discussione analitica del problema dell'instabilità dinamica vedi anche G. BASEVI e F. GIAVAZZI, "Stabilization Policies in an Explosive Economy: Announcements and Expectations", manoscritto 1983.

una velocità determinata dalla componente ciclica. Se la produttività crescesse come il prodotto al 3% per anno, la disoccupazione difficilmente scenderebbe ed il rapporto debito-prodotto continuerebbe ad aumentare del 3% per anno (questa è infatti la stima della componente ciclica del disavanzo corrispondente ad un tasso di disoccupazione dell'11%).

## Politiche alternative

Una caduta dei tassi d'interesse reali in Europa eliminerebbe ogni preoccupazione relativamente alla crescita dei rapporti debito-prodotto. Tale caduta sembra tuttavia essere al di fuori del controllo dei Paesi europei. La Tavola 3 mostra il tasso d'interesse a lungo termine in quattro paesi europei più gli Stati Uniti. I tassi d'interesse reali sono costruiti sottraendo ai rendimenti nominali dei titoli pubblici a 10-20 anni una stima del tasso di inflazione tra il 1984 ed il 1989 (fonte: Data Resources, *European Review*, marzo 1983). È evidente la difficoltà che i Paesi europei incontrano, indipendentemente dalle diverse politiche di bilancio, nel disinnestare le loro economie da quella americana.

TAVOLA 3

TASSI REALI A LUNGO TERMINE: LUGLIO 1984

USA	F	D	GB	I
6,3	6,2	4,8	4,9	4,8

La Tavola 4 esamina le prospettive di una riduzione nei tassi reali negli Stati Uniti. La Tavola riproduce le previsioni sull'andamento del

TAVOLA 4

Anno fiscale	In assenza di variazioni nella politica fiscale			Proposta di legge D-R		
	85	86	90	85	86	90
1. Disavanzo federale (miliardi di dollari)	196,4	225,3	352,2	167,3	150,9	122,1
2. Tasso di interesse reale a breve (alla fine dell'anno)	4,5	5,5	3,5	2,5	2,0	0,0

Fonte: Data Resources, *Review of the U.S. Economy*, novembre 1983.

disavanzo del governo federale e sui tassi d'interesse reali a breve negli USA in due scenari differenti: (i) nessuna variazione nella politica fiscale dell'amministrazione, (ii) passaggio della proposta di legge avanzata dai senatori Dole e Rostenkowski che prevede un aumento delle tasse pari a 55 miliardi di dollari su tre anni, accompagnato da un taglio della spesa pari a 65 miliardi di dollari.

Se i tassi reali rimangono vicini al tasso di crescita dell'economia, si può arrestare la crescita del rapporto debito-prodotto solo invertendo la componente strutturale del disavanzo. In Italia questo comporterebbe una stretta fiscale particolarmente severa (dell'ordine di grandezza del 7% del prodotto lordo), tale da arrestare l'annunciata ripresa dell'economia. Il risultato sarebbe un aumento nel primo e nell'ultimo termine dell'equazione che descrive il vincolo del bilancio, presumibilmente tali da cancellare l'effetto positivo derivante dalla riduzione della componente strutturale. Il rapporto debito-prodotto continuerebbe a crescere.

Mentre in Italia questa è solo un'ipotesi (abbiamo visto infatti che non vi è stata finora alcuna variazione significativa nel disavanzo strutturale), altrove in Europa, ed in Germania in particolare, questa è stata la scelta deliberata dei governi. Come scrive l'OCSE (*Economic Outlook*, dicembre 1983, p. 38) «... deficit reductions may be proceeding too fast for the health of the demand side of the economy».<sup>5</sup> Nella media dei 10 paesi della Comunità i disavanzi strutturali sono mutati da una situazione di sostanziale pareggio nel 1981 ad un attivo di 2,5% del PIL nel 1983. La variazione è stata particolarmente forte in Germania: da un deficit dell'1% ad un attivo del 3%.

Al contrario, una riduzione della spesa corrente compensata, per esempio, da un provvedimento di incentivazione temporanea degli investimenti lascerebbe invariato il disavanzo strutturale ma, stimolando la ripresa, ridurrebbe il primo e l'ultimo termine nel vincolo di bilancio con effetti positivi sull'evoluzione del rapporto debito-prodotto.

Ciò che si vuol sottolineare è che mutamenti nella politica monetaria e fiscale si riflettono sul tasso di crescita del debito anche attraverso il loro effetto sulla domanda aggregata e non solo attraverso gli effetti diretti sul disavanzo. In assenza di mutamenti nella politica monetaria e fiscale negli Stati Uniti solo una ripresa può arrestare la crescita dei rapporti debito-prodotto in Europa.

<sup>5</sup> Vedi anche O.J. BLANCHARD e R. DORNBUSCH, "U.S. Deficits, the Dollar and Europe", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, marzo 1984.

Un'imposta straordinaria sulla ricchezza che riduca lo stock di debito pubblico rallenterebbe ma non arresterebbe la crescita del rapporto debito-prodotto. Sebbene discutibile, e comunque di efficacia limitata nel tempo, il costo in termini di reputazione di un tale provvedimento potrebbe risultare inferiore rispetto a quelli che l'economia subirebbe rallentando la crescita del debito mediante una stretta fiscale.

FRANCESCO GIAVAZZI