

Panici bancari del terzo tipo *

Gli elementi di instabilità presenti nel sistema creditizio hanno costituito per lungo tempo materia di preoccupazione nonché di dissenso tra studiosi e riformatori politici.

Una ricca letteratura ispira i precetti che dovrebbero guidare le autorità monetarie chiamate ad affrontare il compito di prevenire o di controllare un panico bancario. In questo articolo si sostiene che gli strumenti a disposizione dell'autorità monetaria possono efficacemente contrastare solo un particolare caso di panico bancario, quello che chiameremo un "panico bancario del secondo tipo".

Vi è invece un altro caso, storicamente precedente, per il quale, all'interno delle regole istituzionali allora esistenti, non fu possibile trovare alcuna soluzione. Ed è purtroppo una evenienza del genere, da noi definita "panico bancario del primo tipo", che, a nostro avviso, sta riguadagnando di attualità. La presenza di un largo indebitamento a breve termine dello Stato, mista a una diffusa tendenza inflazionistica, pone infatti le premesse per una situazione in cui la fiducia nel debito pubblico può vacillare. Una crisi di fiducia ha in sé la capacità di innescare una crisi finanziaria che provvisoriamente chiameremo un "panico bancario del terzo tipo". Tale "nuovo" tipo di crisi, che prende le mosse da una fuga generalizzata dal debito pubblico, appare simile in natura all'insolubile panico bancario del primo tipo e può richiedere, come quest'ultimo, mutamenti sostanziali degli assetti istituzionali.

A titolo di esempio, cercheremo di applicare lo schema di analisi proposto ad alcuni problemi di gestione del debito pubblico che le autorità monetarie italiane stanno fronteggiando in questi anni. La nostra conclusione sarà che esse si trovano ad affrontare l'eventualità di

* Si ringraziano i professori Darby, Leijonhufvud, Pedone e Sokoloff per i commenti e l'incoraggiamento ricevuti. Vari colleghi ed amici, tra cui Fabbrini, La Via, Marcuzzo, Mossetti, Palerm, Rosselli, Santorelli e Tabellini, hanno contribuito a migliorare il lavoro, ma non sono in alcun modo responsabili per gli errori residui. L'autore è riconoscente all'Istituto San Paolo di Torino per il generoso supporto finanziario attraverso la borsa "Luciano Jona".

qualcosa di molto simile ad un insolubile "panico bancario del terzo tipo" e potrebbero essere spinte a promuovere importanti cambiamenti nelle "regole del gioco" al fine di scongiurarlo.

1. Due tipi di panico bancario

Quando ci capita di pensare a un panico bancario, la prima immagine che viene alla mente è quella di una folla di persone che si accalca agli sportelli delle banche nell'affannoso tentativo di ritirare i propri depositi. Tutto quello che la gente vuole ottenere sono *banconote*, e l'assalto interessa solo le banche che per un motivo o per un altro sono sospettate di non essere in grado di onorare i propri debiti. Ma questa è un'immagine della crisi bancaria relativamente moderna: non è quella a cui pensava un Thornton (1802) o anche un Bagehot (1873).

Il primo tipo di panico bancario, storicamente, è quello nel corso del quale la folla si precipita dai banchieri per scambiare le banconote con qualcosa in cui ha davvero fiducia: l'oro custodito nelle sacrestie delle banche. Il meccanismo attraverso il quale questo tipo di crisi si scatena può essere così descritto: prima di tutto alcuni clienti delle banche, cui sono state date banconote contro oro depositato, avuto sentore del fatto che il minerale si sta apprezzando rispetto alla carta moneta, si danno a riconvertire in oro quantità sempre crescenti di banconote (e accumulano o esportano il capitale aureo ottenuto), finché gruppi sempre più vasti si convincono che non solo è conveniente ma prudente cercare di liberarsi della carta moneta che si sta sempre più rapidamente deprezzando. Infine, inevitabilmente, le banche danno fondo alle proprie riserve in oro e l'intero sistema è scosso al punto che ogni ulteriore scambio viene sospeso.

Il primo passo della nostra descrizione non contiene in sé alcuna eccezionalità, rappresentando il normale meccanismo attraverso il quale un sistema convertibile riassume una emissione di carta moneta in eccesso. È solo quando il panico si scatena che il sistema perde la sua capacità di autoregolarsi. La debolezza del meccanismo e la potenzialità della crisi sono intrinseche a un modello di convertibilità garantito da riserve frazionarie. Quando poi la crisi è esplosa, essa ha come suo esito necessario la sospensione (temporanea o definitiva) della convertibilità.

Il panico bancario del "primo tipo" sembra così incontrollabile, tale da rendere futile qualsiasi tentativo di fermarlo senza modificare il sistema. Le sue caratteristiche essenziali sono: a) la crisi coinvolge necessariamente tutto il sistema; b) la crisi è innescata dalla speranza degli agenti di realizzare un profitto e poi generalizzata dalla necessità di evitare una perdita.

Per quanto riguarda il punto a), deve essere sottolineato che la principale caratteristica di questo tipo di crisi è rappresentata proprio dal fatto che la folla *ha ragione* nel suo rifiutarsi di distinguere tra istituzioni bancarie serie e solide e altre che tali non sono. L'occasione per un profitto nel ritirare il proprio oro (o altro metallo) e la paura di una perdita nel ritardare questa mossa rappresentano l'unico rilevante criterio d'azione e non sono in generale collegate alla effettiva situazione finanziaria di alcuna banca in particolare. In un panico del "primo tipo" è l'intero sistema che viene necessariamente coinvolto e alla fine travolto.

La considerazione essenziale relativa al punto b) è che tanto la speranza di guadagno che il tentativo di scongiurare una perdita risultano alla fine illusori. Le banche non hanno comunque tutto l'oro che viene loro richiesto, anzi spesso ne hanno una ben piccola percentuale. La convinzione di poter tradurre in un guadagno lo scambio di banconote contro oro, che sembra a prima vista fondata, si rivelerà nel corso delle cose una speranza destinata a rimanere tale.

Veniamo ora al "panico bancario del secondo tipo". Esso si verifica quando i titolari di depositi presso una banca improvvisamente chiedono indietro la loro *carta moneta* perché temono che l'azienda possa rivelarsi insolvente. La legge nega al pubblico il diritto di chiedere alle banche moneta metallica; tuttavia, depositanti spaventati pretendono di rientrare in possesso almeno della moneta cartacea ad esse affidata. La differenza tra questo e il caso precedente è chiara. In primo luogo non vi è in questo caso un incentivo generalizzato ad assalire tutte le banche, poiché non si lucra alcun beneficio nel ritirare banconote da una banca che è in grado di fare fronte ai propri impegni. Il cuore della questione è se la singola istituzione bancaria è in grado di pagare oppure no; in caso affermativo la folla è automaticamente soddisfatta.

Da un punto di vista teorico quindi, solo le istituzioni deboli o mal gestite sono esposte al rischio del panico bancario del "secondo tipo". Ma qui ci imbattiamo in una questione alquanto sottile: "buona gestione" per una banca è sinonimo di "liquidità"? Quando scoppia il panico, istituzioni che possiedono una situazione patrimoniale solida ma

poco liquida possono trovarsi in gravi difficoltà e perfino essere condotte alla bancarotta. Una nota di cautela è indubbiamente necessaria a questo punto: principi e realtà possono talvolta divergere. Certamente un'ondata di panico che prende di mira al suo inizio aziende deboli può espandersi tanto da travolgere e rovinare anche istituzioni più solide. Questa eventualità tuttavia non sembra sufficiente a mettere in dubbio la distinzione fondamentale che si è delineata tra i due tipi di panico. Nel caso di un panico del "secondo tipo", sarebbe sufficiente ad una banca solida ma momentaneamente illiquida "convincere" i propri clienti della propria solvibilità, per trarsi automaticamente fuori dai guai. Nel panico bancario del "primo tipo" questa via d'uscita è impraticabile anche in linea di principio.

Nel mondo reale i nostri due casi "tipo" sono, naturalmente, molto meno ben distinti che in teoria. Un esempio di situazione intermedia si ha quando diverse banche presenti sullo stesso mercato hanno il privilegio di emettere carta moneta contro oro e per ognuna di queste monete si stabilisce una diversa parità con il metallo. In una situazione del genere il panico può esplodere quando le banconote di una delle banche si deprezzano rispetto all'oro e il pubblico ha convenienza a scambiarle contro di esso e a ridepositare l'oro presso un'altra banca. Tuttavia, se l'emissione di moneta cartacea da parte della banca coinvolta è molto estesa, non è difficile immaginare un processo di riduzione generalizzata delle riserve anche di tutte le altre banche, con la conseguenza di un contagio della crisi a tutto il sistema. Mentre questo o altri tipi di panico (tra cui importanti sono quelli "politici" per i quali il mercato non offre segnali anticipatori) possono verificarsi in situazioni particolari, la differenza teorica e qualitativa tra le due forme di crisi monetaria sopra descritte risulta all'osservatore di immediata evidenza e rilevanza.

Quando oggi si pensa a un panico bancario, è quello del "secondo tipo", quello più recente sotto il profilo storico, che si ha in mente. Il che è in qualche modo rassicurante, perché, come vedremo, solo il primo tipo di panico è sempre rimasto irresolubile, tanto da imporre sostanziali modificazioni degli assetti istituzionali.

2. Soluzioni possibili per i panici bancari

Saranno esaminate in questa sezione le soluzioni utilizzabili per fronteggiare i diversi tipi di panici bancari. Nell'evenienza di panici del "primo tipo" alle banche veniva richiesto di pagare quantità di oro che esse sul momento non possedevano. La radice del problema risiedeva nel meccanismo delle riserve frazionarie e nella necessità storica di economizzare oro.

Due soluzioni apparivano possibili per scongiurare il pericolo di crisi. La prima, che definiremo la soluzione "rigida", era quella di imporre al sistema bancario riserve in oro del 100%: in altre parole, trasformare le banche in tesorerie, ed obbligarle a non moltiplicare la moneta. Questa soluzione sarebbe stata efficace ad eliminare il pericolo delle crisi, ma avrebbe contraddetto ai motivi di convenienza e di necessità che spingevano ad economizzare l'uso dell'oro come moneta. Si trattava perciò di una soluzione, ancora prima che inefficiente, di difficile realizzazione pratica.

All'estremo opposto vi era la possibilità di negare la convertibilità della cartamoneta in oro. Questa, che chiameremo la soluzione "morbida", era capace di economizzare l'oro e di scongiurare le crisi, ma al tempo stesso toglieva al sistema la possibilità di qualsiasi forma di ancoraggio della moneta cartacea al metallo. Si trattava di una soluzione che, per essere praticabile, richiedeva l'emergere di un'autorità centrale dotata del potere di unificare e controllare la produzione e la circolazione della carta moneta.

Quella che in effetti mancava era una soluzione "mediana", capace di diminuire i rischi di crisi provocati dal meccanismo delle riserve frazionarie senza però rendere il sistema di produzione della moneta completamente discrezionale. La questione fu risolta adottando una soluzione solo apparentemente "mediana", ma in realtà vicina a quella che abbiamo chiamato la soluzione "morbida", la quale comunque modificava in maniera sostanziale le regole del gioco: con essa infatti si negava al pubblico il diritto ad avere convertita in oro la propria moneta cartacea. Le banconote di Stato (o della Banca Centrale) vennero imposte come mezzo legale di pagamento e da quel momento in poi furono queste tutto ciò che il pubblico aveva il diritto di richiedere agli sportelli delle banche. L'elemento che distingueva la soluzione adottata da quella tipicamente "morbida" era che una forma di convertibilità veniva mantenuta, non solo nelle transazioni internazionali ma anche nei

rapporti interbancari all'interno di un paese. Un rapporto di parità fisso tra oro e cartamoneta era assicurato, senza però che il pubblico potesse intervenire direttamente nella sua determinazione. Il primo tipo di crisi bancaria era così divenuto impossibile.

In tempi successivi, la diffusione dei depositi bancari come strumento per compiere pagamenti e detenere moneta aprì la strada al secondo tipo di crisi bancaria. Le banche, attraverso il meccanismo delle riserve frazionarie, applicato questa volta alle banconote di Stato, avevano il potere, assumendo obbligazioni a breve termine, di creare una massa monetaria largamente superiore alle riserve liquide possedute. Di qui le frequenti carenze di liquidità di fronte a un improvviso precipitare delle richieste di ritiro dei depositi e il conseguente panico agli sportelli. Ancora una volta la soluzione "rigida" era rappresentata dall'imposizione alle banche dell'obbligo di mantenere le riserve al 100%, naturalmente in mezzi di pagamento emessi dallo Stato.

Henry Simon e i suoi colleghi di Chicago furono per lungo tempo i principali sostenitori della necessità di abolire il meccanismo delle riserve frazionarie. Ma ancora una volta gli interessi del mondo bancario ebbero buon gioco nel formare l'opinione dominante secondo la quale tale soluzione era giudicata al tempo stesso irrealistica e inefficiente.

La soluzione "morbida" in questo caso consisteva nel negare ogni residuale forma di convertibilità mediante l'adozione di un sistema discrezionale del tutto sganciato dall'oro. Questo avrebbe liberato le autorità monetarie da qualsiasi vincolo, permettendo loro di offrire, in caso di crisi, tutta la liquidità che fosse ritenuta necessaria.

Ancora una volta la soluzione "mediana" che alla fine prevalse era per sua natura vicina a quella di tipo morbido. Alla Banca Centrale fu affidato il compito di operare come prestatrice di ultima istanza, pronta ad anticipare liquidità a qualsiasi settore del sistema si trovasse in difficoltà nel corso di una crisi. La ricetta, più tardi integrata in molti paesi dalla garanzia statale sui depositi bancari, si rivelò moderatamente efficace a dominare situazioni di panico causate da timori di insolvenza. In ogni caso, di fronte a crisi di proporzioni molto serie, resta pur sempre possibile e probabile il ricorso alla soluzione morbida, sospendendo l'ancoraggio della moneta legale all'oro o al valore di altre valute.

3. Un tipo di panico moderno: il panico del debito

Negli ultimi decenni soluzioni "mediane" o "morbide" sono state alternativamente adottate un po' in tutti i paesi e le crisi bancarie del passato sono solo un lontano ricordo. Tuttavia lo studio dei panici bancari del "primo tipo" può risultare ancora utile se, come è nostra opinione, è in grado di aiutarci a interpretare alcuni fenomeni attuali.

Non si tratta più di turbamenti di cui siano responsabili e protagoniste le istituzioni bancarie; il ruolo principale è oggi interpretato dal Tesoro e dalle Banche Centrali. Intendiamo riferirci alla rapida espansione del debito pubblico provocata dal divario che in numerosi paesi occidentali si registra tra una spesa che cresce automaticamente e un'entrata che stenta a tenerle dietro, impacciata com'è da difficoltà di varia natura. Il debito pubblico continua così ad aumentare non per l'illuminata applicazione di politiche keynesiane, ma per la necessità in cui si trova lo Stato di autofinanziarsi con qualsiasi mezzo.

L'acceso dibattito circa l'innocuità o la pericolosità del fenomeno ha nel recente passato coinvolto la cerchia degli economisti e dei politici; la novità odierna è che il gran pubblico si mostra intenzionato a prendere parte più attiva all'evoluzione della materia. Negli Stati Uniti proposte di referendum intese a limitare per legge il tetto dell'indebitamento statale hanno avuto sorprendenti successi. In Italia vasti settori del risparmio sembrano guardare con crescente preoccupazione alle dimensioni del debito pubblico e incominciano a chiedersi se esso non sia troppo ampio per poter essere infine onorato.

È fin troppo chiaro che cosa tutto questo possa significare. Se e quando il pubblico si convincesse che il debito di Stato non è il debito esente da rischio per eccellenza, ma anzi, in particolari situazioni, è estremamente rischioso, qualcosa di simile a un "panico del debito" potrebbe scatenarsi. Una fuga dal debito pubblico avrebbe il potere di scatenare una crisi finanziaria di incalcolabile portata in diversi paesi occidentali: Italia, Francia e gli stessi Stati Uniti sono tra i paesi in cui un simile evento potrebbe risolversi in un memorabile disastro finanziario.

Ci si potrebbe chiedere a questo punto perché non ricerchiamo il parallelo con l'attuale pericolo di crisi negli innumerevoli esempi storici di crisi finanziarie causate da espliciti ripudi del debito pubblico. La risposta a questa obiezione si fonda sul presente equilibrio tra pubblico e Stato, che è più simile a quello un tempo esistente tra le banche e i propri clienti di quanto non sia a quello davvero ineguale che caratteriz-

zava i rapporti tra sudditi e Stati pre-moderni. Gli Stati moderni infatti non possono più permettersi di ripudiare i propri debiti senza spiegazioni e con atti d'imperio. Un fatto dovuto non solo al crescente rispetto delle leggi e delle obbligazioni contrattuali che caratterizza quasi tutte le società moderne, ma ancor più all'accresciuto numero dei detentori del debito pubblico e al loro peso politico maggiore che in qualsiasi altra epoca precedente. È proprio questo maggiore bilanciamento dei poteri tra pubblico e privato che rende i panici bancari, piuttosto che i ripudi del debito dell'epoca pre-moderna, una pietra di paragone più interessante per la situazione attuale.

Ma dove risiede la peculiare similarità tra un panico bancario del "primo tipo" e un panico del debito? Nell'analisi del primo abbiamo sottolineato come le sue principali caratteristiche fossero: a) la generalità e b) l'imputabilità a una "illusione" di guadagno subito seguita dalla paura di una perdita. Il primo punto è chiaramente applicabile al tipo di crisi attualmente possibili. Una volta avviata una fuga dal debito pubblico, tutti i tipi di titoli: a breve o a lungo termine, nazionali o locali, titoli anche solo garantiti dallo Stato, ecc. ne sarebbero coinvolti. Qualsiasi forma di ricchezza finanziaria connessa con la finanza statale verrebbe considerata ugualmente pericolosa e da fuggire.

In secondo luogo il panico del debito sarebbe avviato proprio dalla paura di una perdita di capitale e dalla illusione che la fuga possa limitarne gli effetti. È in questa illusione che consiste il secondo elemento di similarità, poiché di fatto il verificarsi di un panico non potrebbe non danneggiare contemporaneamente le istituzioni e i risparmiatori che vi fossero coinvolti. Si aggiunga la circostanza che il generalizzarsi di una crisi del debito e della fuga da esso potrebbe assumere la temuta forma dell'esportazione dei capitali, allo stesso modo come nel corso di una crisi bancaria del "primo tipo" avveniva per l'oro ritirato dalle banche.

Similarità esistono anche tra un possibile panico del debito e il panico bancario del "secondo tipo". La principale tra di esse è data dalla possibilità che un panico del debito, e il conseguente tentativo di liquidare precipitosamente enormi quantitativi di titoli, determini un forte deprezzamento del valore dei portafogli delle istituzioni finanziarie, esattamente come accadeva nel corso delle concitate svendite attuate allo scopo di ottenere riserve liquide durante i panici bancari di questo tipo. Un'altra similarità risiede poi nel fatto che stampare più moneta è una comune via d'uscita in entrambi questi casi (espedito assolutamente controindicato in un panico bancario del "primo tipo").

In ogni caso l'elemento che qui si intende sottolineare con più forza è quello della generalità che indubbiamente avvicina il panico del debito soprattutto al panico bancario del "primo tipo".

4. Sulla similarità tra il sistema delle riserve bancarie frazionarie e il finanziamento della spesa tramite indebitamento

Un sistema bancario che adotta il meccanismo della riserva frazionaria si basa sulla fiducia (e sulla probabilità). Le banche non sono mai in condizioni di ripagare a vista tutti i propri debiti; al massimo sono in grado di rifondere una quota ben limitata dei loro depositi. Se la percentuale di riserva è adeguata a fronteggiare le necessità "normali", esse non hanno interesse a mantenere riserve in eccesso e il sistema è apparentemente stabile. Finché naturalmente la fiducia su cui il meccanismo è basato non venga meno e le banche siano nei fatti chiamate improvvisamente a soddisfare una anormale quantità di richieste. È questa l'evenienza che si verifica durante un panico bancario.

Per mostrare come il debito statale possa essere interpretato allo stesso modo, ci proponiamo di illustrarne la dinamica utilizzando un meccanismo simile a quello delle riserve frazionarie. Partiamo dalla fondamentale identità del bilancio statale:

$$(1) \quad \Delta B + \Delta D = iD + G - T$$

dove B è la base monetaria, D il debito pubblico, i è il tasso nominale di interesse al netto dell'imposta, G la spesa pubblica e T rappresenta il gettito fiscale. Se successivamente distinguiamo le "fonti di restituzione" rappresentate da T e B ed aggregiamo, per il momento, iD e G in quanto componenti la spesa totale E, possiamo riscrivere la (1) come:

$$(2) \quad E - (T + \Delta B) = \Delta D$$

Ora, se il nostro scopo è di evidenziare la similarità tra crescita del debito pubblico e formazione dei depositi bancari, è sufficiente postulare l'esistenza di una qualche quota minima rispetto all'ammontare del debito che le "fonti di restituzione" debbono mantenere.

Il metodo più semplice è quello di assumere come obiettivo la quota attualmente esistente e richiedere perciò che la percentuale:

$$(3) \frac{(T + \Delta B)}{D} = x$$

esistente in un dato istante sia mantenuta. Se in ipotesi la percentuale attuale è 20, per finanziare un incremento della spesa di 500 occorre procacciare, attraverso le tasse o la creazione di moneta, solo 100, mentre la differenza può essere coperta mediante indebitamento. Se lo Stato si rivela incapace di coprire anche questa modesta percentuale, evidentemente siamo in presenza di un deficit davvero esplosivo. Se invece la quota coperta dalle fonti di restituzione è maggiore rispetto al rapporto attuale, il debito (in termini relativi ma non certo assoluti!) si sta riducendo a fronte della capacità di rimborsarlo.

Il nostro ragionamento, così come è presentato, appare fin troppo accomodante. In effetti altri vincoli, quali quelli descritti nei recenti lavori di Sargent e Wallace (1981) e di Darby (1982), possono risultare più importanti e soprattutto più rigidi. È chiaro che niente garantisce che gli incrementi di debito possano essere assorbiti dai risparmiatori per lungo tempo. In presenza di difficoltà di questa natura, il più rigido dei vincoli, rappresentato dal tasso reale di crescita del risparmio, sarà presumibilmente allentato mediante l'allargamento della base monetaria (ΔB), come è spiegato negli studi appena citati. Così può anche verificarsi il caso che, proprio quando è più grave la situazione reale dell'indebitamento, la quota delle fonti di restituzione dovuta all'incremento della base monetaria contribuisca a celare la vera natura del problema.

Ed è qui che la nostra analogia si rivela non solo pertinente ma efficace. In un "ambiente inflazionistico" due fenomeni emergeranno per certo: il tasso nominale di interesse comincerà a salire e la scadenza media del debito pubblico (di qualsiasi debito!, Leijonhufvud, 1981) comincerà ad accorciarsi. Non siamo interessati in questa sede a propugnare alcuna teoria dell'inflazione o a definire alcun modello matematico. Si stanno solo avanzando due ragionevoli ipotesi che possono essere così formulate:

$$(4) \quad i = f(\log \Delta D - \log \Delta Y)$$

$$(5) \quad l = h(\log \Delta D - \log \Delta Y)$$

dove D e Y rappresentano il debito pubblico e una misura del reddito nazionale, i è come prima un tasso di interesse nominale al netto della imposta e l rappresenta una misura della scadenza media del debito. Quello che qui si assume è che le derivate prime siano $f' > 0$ e $h' < 0$ (e probabilmente che anche $f'' > 0$ e $h'' < 0$).

La giustificazione della (4) è duplice: a) le aspettative inflazionistiche indotte dalla dinamica del divario tra i tassi di crescita di debito e reddito sono incorporate nei tassi di interesse nominali; b) la pressione del Tesoro sul mercato finanziario nell'intento di collocare il nuovo debito contribuisce a deprimere il corso dei titoli preesistenti. Le ragioni della (5) sono forse meno evidenti, ma non meno reali. In un ambiente inflazionistico, il concetto di preferenza per la flessibilità studiato da Hicks (1974) sembra offrire una base analitica plausibile, ma quel che più conta è la regolarità empirica del fenomeno. In presenza delle due tendenze che abbiamo riscontrato in i e l , il debito pubblico viene ad assumere una configurazione per la quale il concetto di riserva frazionaria può rappresentare una utile approssimazione.

Passiamo ora ad esaminare il costo del nuovo debito espresso da $i\Delta D$ e $D\Delta i$. Ricordando che E includeva iD , assumendo per semplicità che $\Delta''B = 0$ e sottraendo iD da entrambi i termini della (2), possiamo scrivere la:

$$(6) \quad \Delta(G - T) = \Delta''D - \Delta(iD) = \Delta''D - (i\Delta D - D\Delta i)$$

L'ultimo termine dell'uguaglianza esprime il fatto, peraltro intuitivo, che il deficit deve crescere a un tasso crescente, quando si deve finanziare un dato $\Delta(G - T)$ in una situazione in cui il tasso nominale di interesse è in rialzo.

Ancora, uguagliando a zero la derivata prima dell'equazione che esprime la quota minima delle fonti di restituzione e mantenendo l'assunzione $\Delta''B = 0$, otteniamo la

$$(7) \quad \Delta D / D = \Delta T / (T + \Delta B)$$

Questa ultima equazione esprime il massimo tasso a cui il deficit può crescere restando compatibile con una costante capacità di rimborso, ove si neghi l'ipotesi di una costante accelerazione del tasso di creazione della base monetaria. Si noti che, se il grosso del debito è indicizzato, così che l'inflazione non può migliorare la capacità di rimborso in termini reali, sarà lo stesso processo inflattivo, per effetto dell'aumento di i , a ridurre tendenzialmente il tasso massimo al quale $\Delta(G - T)$ può crescere senza violare l'originaria capacità di rimborso.

La comparabilità del fenomeno con il caso delle banche è ora chiara. Lo Stato ha una capacità di rimborso uguale a una frazione del valore del suo debito, almeno nel breve e medio termine. Anche la possibilità di fare uso dell'incremento della base monetaria ΔB per allentare i vincoli non è illimitata, almeno finché l'iperinflazione resta

una eventualità da scongiurare. Tuttavia, c'è da attendersi che normalmente solo una piccola parte del debito in scadenza venga effettivamente reclamata dai creditori. Le istituzioni finanziarie e i privati rinnovano la gran parte dei titoli scaduti in ogni determinato periodo. Ma questo è vero finché la fiducia nello Stato come debitore rimane solida e non si determina una situazione di panico.

5. Sviluppi recenti nella gestione del debito pubblico italiano

Una riflessione sul caso italiano può fornire qualche elemento di concretezza al nostro ragionamento. Partiremo dall'esame della procedura adottata in Italia per collocare sul mercato le nuove emissioni di titoli del debito pubblico. Il metodo in uso è quello dell'asta bimestrale. Fino a qualche tempo fa non si trattava, a dire il vero, di aste effettive, e ciò a causa del ruolo che la Banca d'Italia, agendo per conto del Tesoro, assumeva nel corso della vendita.

Senza entrare in dettagli tecnici, si può affermare che l'"asta" era caratterizzata dalla presenza di una sorta di rete di sicurezza per il venditore, tesa proprio dalla Banca centrale. I titoli offerti non potevano restare invenduti, e il prezzo di aggiudicazione non poteva calare al di sotto di un certo valore determinato di concerto dalla Banca d'Italia e dal Tesoro. La Banca infatti, per ciascun tipo di titoli, faceva un'offerta e comprava comunque al prezzo prefissato tutti i titoli per i quali nessuno degli altri agenti autorizzati a partecipare all'asta avesse fatto un'offerta migliore. Era inteso che l'offerta della Banca si collocava al limite più basso tra quelle accettabili, così che tutte le offerte peggiori venivano automaticamente escluse. Le offerte più alte invece venivano soddisfatte interamente al prezzo proposto dalla Banca stessa. Solo se quest'ultima "sbagliava" nel prevedere la disponibilità del mercato e offriva un prezzo troppo basso, poteva accadere che tutti i titoli in vendita venissero assegnati ad altri offerenti ad un prezzo maggiore di quello concordato e si determinava in tal modo una imprevista riduzione del rendimento dei titoli.

Il punto chiave dell'intera operazione era che qualsiasi ammontare di titoli che non avesse trovato migliore offerente veniva acquistato dalla Banca centrale allo stesso prezzo al quale essa aveva offerto di comprare la propria quota. La Banca in una parola operava quale compratore di ultima istanza.

Attraverso questo meccanismo era possibile, per il Tesoro e la Banca d'Italia congiuntamente, fissare il prezzo (e con esso il tasso di interesse) e la quantità dei titoli "venduti". L'operazione aveva però un suo costo non indifferente, nel senso che la Banca Centrale veniva a perdere il controllo sulla creazione della base monetaria. Inoltre, nel caso di un "errore" da parte della Banca, la quale risultava esclusa dalla formazione del prezzo da una offerta sorprendentemente elevata degli altri operatori, il rendimento dei titoli era, come già spiegato, più basso del desiderato, con ripercussioni sul valore di tutti i titoli presenti sul mercato. In presenza di titoli a medio e lungo termine indicizzati sulla base dei risultati d'asta relativi ai titoli a breve, l'effetto di un "errore" della Banca sulla curva dei rendimenti dei titoli era normalmente imprevedibile. In sostanza, la Banca d'Italia aveva il potere di imporre, anche per rilevanti periodi di tempo, una sorta di limite superiore sui tassi nominali di interesse, ma al prezzo di lasciare che la base monetaria fosse determinata dalle esigenze di bilancio dello Stato e dalla situazione del mercato finanziario.

Nel luglio del 1981, dopo proteste da parte dei dirigenti dell'Istituto di emissione, i quali lamentavano che il sistema vigente di collocamento dei titoli minava l'autonomia dell'autorità monetaria e la sua capacità di controllo dell'offerta di moneta, le regole dell'asta vennero finalmente modificate. La nuova disciplina veniva a realizzare il cosiddetto "divorzio" tra la Banca Centrale e il Tesoro, nel senso che la Banca non era più obbligata a comprare i titoli invenduti. Il risultato fu che divenne più difficile e soprattutto più costoso per il Tesoro collocare i suoi titoli, e ciò nonostante che la Banca, tra un'asta e l'altra, continuasse a condurre operazioni di mercato aperto sempre più sofisticate miranti a sostenere la circolazione del debito.

Il meccanismo dell'asta, dopo il divorzio, è rimasto invariato fino al marzo 1983. Il Tesoro ha continuato a fissare il prezzo di riferimento prima dell'asta e ad attenervisi in quella sede. Solo che, come appare dai dati della tavola 1, una certa quantità di titoli offerti restava invenduta. I dati non sembrano molto allarmanti, grazie anche alla attività della Banca d'Italia, consistente nell'immissione di liquidità nel sistema prima delle aste, a sostegno della domanda di titoli. Ma non sfugge all'osservatore che una simile azione di sostegno contribuisce a ridimensionare non poco la portata dell'operazione divorzio. Gli stessi dati sulla creazione di base monetaria peraltro suggeriscono prudenza nel valutare il divorzio alla stregua di un mutamento di regime.

ASTE DEI BUONI DEL TESORO
(miliardi di lire)

| Date | Offerti | Domandati | Venduti | Venduti alla Banca d'Italia | Invenduti |
|--------------|---------|-----------|---------|-----------------------------|-----------|
| 1981 | | | | | |
| Luglio | 17.500 | 13.096 | 13.96 | 3.500 | 904 |
| Settembre | 16.000 | 15.136 | 13.859 | 1.750 | 391 |
| Ottobre 15 | 2.500 | 1.555 | 1.555 | — | 945 |
| Ottobre 30 | 20.500 | 16.721 | 16.721 | 2.000 | 1.779 |
| Novembre 15 | 2.750 | 2.270 | 1.791 | 500 | 459 |
| Novembre 27 | 20.500 | 15.828 | 18.828 | 2.502 | 2.170 |
| Dicembre | 17.500 | 15.883 | 15.859 | 1.078 | 563 |
| 1982 | | | | | |
| Gennaio 15 | 3.000 | 2.165 | 2.129 | 400 | 471 |
| Gennaio 29 | 27.000 | 21.197 | 21.197 | 4.000 | 1.803 |
| Febbraio 15 | 1.000 | 943 | 943 | — | 57 |
| Febbraio 26 | 20.000 | 19.608 | 18.131 | 800 | 1.069 |
| Marzo 15 | 2.000 | 1.620 | 1.620 | 200 | 180 |
| Marzo 30 | 20.000 | 19.689 | 18.213 | 1.787 | — |
| Aprile 15 | 5.500 | 2.696 | 2.696 | 1.400 | 1.404 |
| Aprile 29 | 22.500 | 20.840 | 20.170 | 2.000 | 330 |
| Maggio 14 | 5.500 | 1.833 | 1.833 | 3.500 | 167 |
| Giugno 15 | 1.000 | 1.084 | 904 | — | 96 |
| Giugno 30 | 20.000 | 17.963 | 17.632 | 1.624 | 744 |
| Luglio 15 | 7.500 | 4.505 | 4.505 | 800 | 2.195 |
| Luglio 29 | 31.000 | 27.186 | 26.859 | 3.623 | 518 |
| Agosto 16 | 3.000 | 1.387 | 1.387 | 1.100 | 513 |
| Agosto 26 | 22.000 | 21.378 | 19.757 | 1.000 | 1.243 |
| Settembre 15 | 2.000 | 1.798 | 1.798 | — | 202 |
| Settembre 30 | 18.400 | 17.669 | 16.822 | 1.389 | 189 |
| Ottobre 15 | 3.250 | 1.079 | 1.079 | — | 2.171 |
| Ottobre 30 | 21.500 | 16.044 | 16.044 | 1.500 | 2.466 |
| Novembre 15 | 3.250 | 1.196 | 1.196 | 1.735 | 318 |
| Novembre 30 | 16.000 | 12.773 | 12.773 | 1.803 | 1.454 |
| Dicembre 15 | 1.500 | 544 | 544 | 600 | 355 |
| Dicembre 30 | 19.500 | 14.487 | 14.214 | 4.000 | 1.286 |
| 1983 | | | | | |
| Gennaio 15 | 3.000 | 1.365 | 1.365 | 1.250 | 384 |
| Gennaio 30 | 25.000 | 21.782 | 21.782 | 2.000 | 1.218 |
| Febbraio 15 | 2.500 | 1.370 | 1.370 | 900 | 230 |
| Febbraio 28 | 23.000 | 18.405 | 18.405 | 3.000 | 1.595 |
| Marzo 15 | 2.250 | 1.069 | 1.069 | 865 | 316 |
| Marzo 30 | 21.000 | 18.254 | 17.952 | 1.453 | 1.595 |
| MEDIA | 12.661 | 10.467 | 10.219 | 1.516 | 887 |

Fonte: BIANCHI 1982 e BANCA D'ITALIA, Relazione annuale 1982.

Il nuovo sistema comunque ha aperto la strada a impreviste difficoltà. Dai dati della tavola 1 è possibile rilevare come, nell'autunno 1982, i titoli invenduti raggiungessero un volume preoccupante. Le due aste dell'ottobre videro invenduti rispettivamente il 66% e l'11,4% dei titoli offerti (il 18,4% nell'asta di fine mese, se si depura il dato degli acquisti fatti dalla Banca centrale). In novembre, l'invenduto ufficiale fu solo del 9,7% e del 9%, ma, se non si tiene conto degli interventi della Banca, l'offerta reale degli altri operatori avrebbe consentito di collocare appena il 37% e il 79,7% dei titoli posti in vendita. Il momento di più acuta difficoltà si ha nel dicembre: i titoli invenduti rappresentano ufficialmente il 23,6% e il 6,5% grazie allo strenuo impegno della Banca d'Italia, avendo di per sé il mercato rifiutato di assorbire, nelle due aste mensili, ben il 63,6% e il 27,1% delle offerte del Tesoro. Nel gennaio 1983 inizia il ritorno alla normalità: l'invenduto finale è del 12,8% e 4,8%, ma anche escludendo gli acquisti della Banca centrale, esso non supera il 54,4% e il 12,8% dell'offerta.

I risultati delle aste continuano a migliorare nei mesi successivi. Senza alcuna ragione apparente, la fiducia torna a rifluire nel sistema e le difficoltà di cassa vissute dallo Stato nell'autunno del 1982 non si sono finora ripetute. Tutto ciò non dovrebbe sorprendere. Quando si analizzano fenomeni connessi ai problemi esaminati in questo lavoro, spesso capita di osservare situazioni che si evolvono in senso positivo pur in assenza di oggettive motivazioni. Tuttavia, un *trend* positivo, che non sia dovuto a sostanziali modifiche autonome della situazione economica né ad interventi dell'Autorità monetaria intesi ad affrontare i mali alla radice, in generale, non è mai duraturo.

Nel maggio del 1983 è stata per la prima volta adottata dalle autorità monetarie la nuova formula dell'asta competitiva. La principale innovazione riguarda il significato del prezzo base proposto dal Tesoro all'inizio delle operazioni di asta. Esso è mantenuto come prezzo di riferimento, ma il suo compito essenziale, che era quello di evitare che l'accettazione di un'offerta troppo bassa provocasse un'impennata del rendimento di tutti i titoli venduti, ora è assolto dal meccanismo dell'asta competitiva appunto, per effetto del quale ciascun partecipante paga il prezzo da lui offerto e non più il minore tra quelli accettati.

Non si intende condurre qui un'analisi dettagliata degli effetti prodotti dalla nuova procedura. Basti osservare che l'asta appare ora più capace di trasmettere i "segnali di prezzo" ricevuti dal mercato, quando in passato l'analisi poteva essere condotta quasi esclusivamente in termini di "segnali di quantità". Quest'ultimo mutamento di indirizzo

in ogni caso non incide in misura apprezzabile sulla riflessione fin qui condotta.

L'offerta di titoli da parte del Tesoro, che può essere pensata come una curva negativamente inclinata, a causa della rigidità dei fabbisogni di cassa dello Stato e dei costi crescenti del servizio titoli in termini di valore assoluto degli interessi e di incremento dei tassi, si è finora incontrata con una domanda dei risparmiatori anch'essa negativamente inclinata e, per fortuna, sufficientemente elastica al variare in ascesa dei tassi di rendimento. Tuttavia, se le esigenze di finanziamento dello Stato continuano a crescere, spostando sempre più a destra la curva di offerta, può alla fine anche accadere che a nessun tasso di interesse realisticamente proponibile i risparmiatori siano disposti ad assorbire interamente le nuove emissioni di titoli. Un processo questo che, alla luce dell'andamento delle ultime aste, può essere collocato in un orizzonte piuttosto remoto e, come tale, non preoccupante, ma che sarebbe certo drammaticamente accelerato da una crisi di fiducia.

6. Soluzioni possibili per un panico del debito

L'analisi delle possibili conseguenze di un panico del debito induce a ritenere che esse possano essere non meno gravi e irrazionali di quelle connesse a un panico bancario. I risparmiatori che sperano di sfuggire a una perdita in conto capitale, probabilmente, nel momento in cui avviano una fuga generalizzata del debito pubblico, non fanno che danneggiare la propria posizione come gruppo. E d'altronde, come nel caso del panico bancario, ciò che può far scattare la loro iniziativa è la paura derivante dalla percezione della gravità dell'indebitamento statale e del conseguente pericolo di un ripudio del debito.

Come può lo Stato reagire a una crisi del tipo descritto? Ancora una volta è possibile individuare almeno tre diverse linee d'azione. La prima comporta una soluzione "rigida": la necessità di un ulteriore indebitamento che oltrepassi il limite di guardia precedentemente segnato può essere in teoria combattuta e vinta con una radicale riduzione del deficit pubblico, fino a che il pericolo non sia passato e indebitarsi ritorni ad essere nuovamente possibile. Si tratta di una opzione non solo politicamente improbabile e quindi irrealistica, ma che potrebbe rivelarsi in se stessa insufficiente. Persino un temporaneo

surplus di bilancio potrebbe rivelarsi incapace, nel breve periodo, di frenare una fuga generalizzata dal debito. Questo è vero in particolar modo in paesi come l'Italia, dove la scadenza media del debito si è straordinariamente accorciata e il valore totale dello stesso, se rapportato al bilancio corrente, è molto elevato.

La soluzione "morbida" è anche qui rappresentata da uno spregiudicato mutamento delle "regole del gioco". Una decisione del Governo di consolidare il debito, che obblighi gli agenti a mantenere i propri capitali nella forma di titoli di Stato, è sempre una possibilità da non scartare. In casi estremi potrebbe anche costituire una facile tentazione. Non a caso un ex-Ministro delle Finanze la ventilò quando, nel corso della crisi dell'autunno 1982, privati risparmiatori e segmenti del mondo bancario si mostravano riluttanti a rinnovare la loro fiducia allo Stato ed esitavano non solo ad ampliare ulteriormente il portafoglio titoli, ma persino a rinegoziare i titoli in scadenza.

È inquietante in questa seconda ipotesi di soluzione il profondo mutamento che si determina nella relazione tra risparmiatori e Stato, che non è più di investimento volontario ma di contribuzione forzata. Certo, tale soluzione "morbida" non è dissimile, sotto questo aspetto, da quelle adottate in passato per combattere le crisi monetarie, ma una differenza deve pure essere sottolineata. Il debito di Stato non è uno strumento essenziale alla vita economica come lo è la moneta. I risparmiatori, e più in generale tutti i cittadini, sono obbligati comunque a usare la moneta come mezzo di pagamento; nel sottoscrivere un prestito compiono invece una libera transazione. Sarà ben difficile pertanto convincerli di nuovo, almeno finché la memoria dura..., a prestare i propri capitali a un debitore inaffidabile.

Infine eccoci ancora davanti a una possibile soluzione "mediana". L'Autorità monetaria può sempre riprendere il suo ruolo al centro del palcoscenico, comprando tutti i titoli, vecchi e nuovi, che lo Stato non riesce a vendere al pubblico. È quanto è accaduto per lungo tempo, e si deve probabilmente a questa prassi se si è potuta prevenire l'eventualità di un panico del debito. L'altra faccia della medaglia è che l'espedito ha contribuito al consolidarsi di una discutibile tendenza alla accelerazione della spesa in disavanzo.

Non mancano quindi anche qui le controindicazioni. Se la Banca Centrale è obbligata ad agire quale "prestatrice di ultima istanza" per conto dello Stato, la base monetaria viene sottratta al suo controllo e l'inflazione galoppa. Viene per questa via in una parola ad acquistare evidenza e piena operatività quello che possiamo chiamare il "nuovo

postulato di Sargent" (Sargent-Wallace 1981, Sargent 1982): la politica fiscale domina la politica monetaria.

Conclusioni

L'assunto di questo lavoro è stato quello di illustrare come un panico del debito pubblico possa essere comparato con la più antica forma di panico bancario. Proprio come allora, il proposito o la necessità di fronteggiare un possibile panico può facilmente suggerire radicali mutamenti delle regole del gioco. Solo che questa volta gli agenti economici troverebbero tali mutamenti molto meno accettabili che in passato e sarebbero perciò estremamente prudenti quando nel futuro dovessero di nuovo contrattare con uno Stato che si è dimostrato poco rispettoso di accordi volontariamente sottoscritti.

In Italia, il pericolo di un "panico bancario del terzo tipo", ove si presentasse, potrebbe essere disinnescato mediante una combinazione delle soluzioni "morbida" e "mediana". In prima battuta la Banca d'Italia potrebbe riassumere il suo ruolo di "compratore di ultima istanza" dei titoli invenduti; in seguito l'alleggerimento del debito potrebbe essere affidato a una qualche forma di tassazione straordinaria o, alternativamente, a un consolidamento più o meno volontario di parte del debito. Purtroppo, non è molto probabile invece che venga perseguito con la dovuta continuità ed energia l'obiettivo di un drastico contenimento del deficit, o quanto meno del suo tasso di crescita, attraverso riduzioni della spesa e/o l'uso degli ordinari strumenti di tassazione.

È nostra opinione che le difficoltà di controllo della politica fiscale continueranno a condizionare, per lungo tempo ancora, la politica monetaria, con tutte le ben note conseguenze del caso.

PIER LUIGI PARCU

BIBLIOGRAFIA

- W. BAGEHOT, *Lombard Street*, John Murray, London, 1924 (1873).
- B. BIANCHI, "Evoluzione del mercato monetario e delle tecniche d'intervento della Banca Centrale, dopo l'operazione 'divorzio'", Banca d'Italia, 1982.
- S. BLINDER - R. SOLOW, "Does fiscal policy matter?", *Journal of Political Economy*, 1973.
- E. CERVONE, "Prime esperienze delle nuove procedure per le operazioni di mercato aperto", Banca d'Italia, 1982.
- M. DARBY, "Steady-state stability of monetary policy with a fixed fiscal policy: an exposition", *UCLA W. P.*, No. 277, 1982.
- M. FRIEDMAN - A. SCHWARTZ, *A monetary history of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Urbana, 1962.
- J. HICKS, *The crisis in Keynesian economics*, Basic Books, New York, 1974.
- C. KINDLEBERGER - J. LAFFARGUE, *Financial crises*, Cambridge University Press, Cambridge, 1982.
- A. LEIJONHUFVUD, "Inflation and economic performance", *UCLA W.P.* No 223, 1981.
- M. MONTI, *Politica del debito pubblico e buoni del Tesoro reali*, Biblioteca della Libertà, 1981.
- A. PEDONE, *Evasori e tartassati*, Il Mulino, Bologna, 1979.
- T. SARGENT, "The ends of four big inflations", in R. Hall (ed) *Inflation causes and consequences*, University of Chicago Press, 1982.
- T. SARGENT - N. WALLACE, "Some unpleasant monetarist arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, 1981.
- H. THORNTON, *The paper credit of Great Britain*, August M. Kelley, Fairfield, 1978 (1802).
- J. VINER, *Studies in the theory of international trade*, Harper & Brothers, New York, 1937.