

# Aspetti della politica del debito pubblico

## I. — Premessa.

*Tesoreria* o *Tesoro* dello Stato può definirsi quel servizio della pubblica amministrazione che ha il compito di mantenere nel modo ritenuto più economico un equilibrio tra entrate e spese pubbliche (1). Questa attività implica tra l'altro:

(1) È difficile giungere ad una soddisfacente definizione di *Tesoreria* dello Stato. Il Bloch-Lainé (F. BLOCH-LAINÉ: *Introduction à une étude du Trésor public en France*; « *Revue Economique* » aprile 1951) osserva che « l'espressione *Tesoreria*... viene adoperata sia con riguardo al compito di continuamente adattare le risorse finanziarie alle spese, sia al volano di mezzi finanziari grazie al quale tale adattamento è reso possibile, sia ai servizi finanziari cui è affidato il compito di assicurare tale adattamento ». E più avanti definisce il Tesoro « ... un servizio della pubblica amministrazione che effettua, conformemente alle leggi e per conto dello Stato e della maggior parte degli altri organismi amministrativi, le operazioni di cassa e bancarie richieste dalla gestione delle finanze pubbliche; e che inoltre esercita, sull'insieme delle attività finanziarie, i poteri di controllo conferiti allo Stato ».

Il Marcantonio (A. MARCANTONIO: *L'Azienda dello Stato*, Milano, 1950) afferma (pag. 241): « Il Tesoro è il perno della complessa gestione dell'Azienda di Stato; esso non solo ne è il *cassiere*, ma anche il *banchiere* in senso lato. Come *cassiere*, il Tesoro accentra tutti gli incassi e tutti i pagamenti dell'azienda... Come *banchiere*, il Tesoro provvede alla copertura dei disavanzi, temporanei e duraturi, della gestione del bilancio e delle gestioni extra-bilancio, in modo da fronteggiare tempestivamente gli impegni assunti nello svolgimento dei servizi e delle prestazioni che rientrano nei fini dello Stato ».

Il Bloch-Lainé critica questo tipo di definizione, comune tra gli studiosi francesi (« Le Trésor est le banquier de l'État », « Le Trésor est le banquier du budget ») per cui appare che il Tesoro goda di una certa autonomia in confronto alle altre branche della pubblica amministrazione e propone di considerare il Tesoro « non comme le banquier de l'État, mais comme l'État banquier ». (Per quanto forse non a torto il Marcantonio osservi - *op.*

a) la formazione di una politica del debito pubblico(2) e in particolare la scelta delle forme economico-tecniche che il debito stesso può assumere;

*cit.*, pag. 242 — che « la progressiva estensione delle gestioni extra bilancio ne ha notevolmente ampliato i compiti [del Tesoro] fino a trasformarlo in un organo quasi autonomo, con personalità di fatto... »).

Ma così in definitiva, anche considerando il Tesoro come il servizio attraverso il quale lo Stato adempie funzioni di natura in senso lato bancaria, si tien conto solo di alcuni aspetti tecnici delle funzioni del Tesoro, escludendo altre funzioni — che abbiamo elencato nel testo e che anche il Bloch-Lainé considera nella sua definizione e in altre parti del suo studio (cfr. la nota 3) — che condizionano appunto tali aspetti tecnici.

Va notato che in queste e nella nostra definizione si prescinde da quella che istituzionalmente può essere la figura del Tesoro statale nei vari Paesi; come è noto ad esempio la *Treasury* britannica e quella statunitense hanno funzioni che le rendono comparabili con il Ministero delle finanze francesi e con l'insieme dei nostri Ministeri del tesoro, bilancio e finanze. In tutte le pubbliche amministrazioni vi è però un organo che sovrintende a quello che definiamo il mantenimento nel modo più economico dell'equilibrio tra entrate e spese. È appunto a questo organo (la « *Tesoreria* » italiana, il « *Trésor* » francese) che ci riferiamo.

(2) È il *Debt Management* della terminologia anglosassone. La politica del debito pubblico ha riguardo non solamente alla scelta delle caratteristiche economico-tecniche (scadenza, tasso, ecc.) dei vari tipi di debito, e alla loro distribuzione proporzionale nel quadro dell'indebitamento pubblico; ma cura inoltre i vari aspetti connessi al classamento del debito pubblico, la politica del rimborso o del consolidamento dei titoli giunti a scadenza, la politica delle nuove emissioni e dell'ammortamento del debito esistente, il tutto tenute presenti le connessioni con la politica finanziaria dello Stato (cfr. a questo proposito C. C. ABBOT: *Management of the Federal Debt*; New York-London, 1946, pag. 1/2).

b) il coordinamento della politica di Tesoreria con quella delle amministrazioni e degli Enti pubblici aventi gestione autonoma ma di cui lo Stato ha in definitiva la responsabilità finanziaria;

c) un interessamento sul mercato monetario e finanziario, del quale lo Stato in tutti i tempi, e oggi più che mai, costituisce — come « gestore » delle entrate e delle uscite pubbliche, e come emittente di titoli pubblici — il massimo operatore. In questo quadro si ha pure un interessamento, di origine più recente, sul mercato dei cambi e l'assunzione, in parte direttamente ed in parte con delega ad altri Enti od amministrazioni, del portafoglio estero dello Stato.

Le attività che siamo andati elencando, pur variamente ispirate dalle generali finalità politiche che in un determinato momento muovono l'azione dello Stato, dovrebbero svolgersi in modo da realizzare quella che in ogni caso è la condizione essenziale per un ordinato e sano svolgimento della vita economica e sociale, la stabilità, cioè, del valore economico della moneta (3).

(3) In tutte le trattazioni sull'argomento si sottolinea la complessità delle funzioni affidate alla Tesoreria. Ad esempio un riferimento di carattere concreto è in una pubblicazione ufficiale italiana (Ministero delle Finanze: Relazione sui servizi affidati alla Direzione Generale del Tesoro, 1° luglio 1935-30 giugno 1940; Roma, 1942, pag. 3): « Le attuali attribuzioni della Direzione Generale del Tesoro ... si riassumono ... nel sovrintendere al servizio di tesoreria dello Stato, nel provvedere al movimento dei fondi e nell'eseguire le operazioni finanziarie e di tesoreria che sono ordinate dal Ministero delle Finanze. Si ricorda pure ... che la Direzione generale del tesoro interviene altresì in tutti i fatti e provvedimenti che hanno o possono avere relazione con la vita economica e finanziaria del Paese; esercita le funzioni e le azioni che si riferiscono al movimento del pubblico denaro e della cassa, al corso dei cambi, alle borse valori, alla monetazione metallica ed agli accordi monetari, alla emissione e circolazione dei biglietti a carico dello Stato, al mercato internazionale dei valori, ai rapporti di carattere finanziario con l'estero ».

Notevoli le seguenti affermazioni del già citato Bloch-Lainé: « ... Il Tesoro è stato chiamato a svolgere un ruolo di *controllore* vieppiù importante in tre settori che lo interessano per svariati motivi e in cui esso appare come l'organo più competente a rappresentare i pubblici poteri: vale a dire la

Si comprende quindi come l'attività della Tesoreria sia strettamente collegata con quella della Banca Centrale che viene a costituire, si potrebbe dire, una magistratura tecnica posta a presidio del valore economico della moneta.

Il Tesoro ha raggiunto la sua attuale, complessa configurazione ed ha assunto il ruolo presente nell'organizzazione dello Stato, a seguito di una lunga evoluzione: dopo essere riuscito, attraverso i secoli, a pervenire alla *centralizzazione* in sue mani dei movimenti finanziari di Stato di qualsiasi natura, fiscali o no — centralizzazione che è stata, in seguito incrinata per nuove esigenze ed accadimenti — già sullo scorcio del secolo scorso il Tesoro dello Stato esercitava sul mercato monetario e finanziario un'influenza notevole, sia pure ben minore di quella assunta nel successivo periodo (4).

La profonda evoluzione intervenuta nel corso di questo secolo nella struttura economica, anzi, sociale, imponendo, com'è noto, sempre

circolazione monetaria, il mercato dei capitali, la bilancia dei pagamenti internazionali.

L'equilibrio finanziario che il Tesoro dello Stato deve realizzare, non dipende più solamente dal pareggio tra entrate ed uscite dello Stato in un determinato periodo. Non si può essere indifferente alla situazione monetaria, a quella del mercato finanziario e della bilancia dei pagamenti. Il Tesoro ne è dipendente e a sua volta le influenza ... Questa è l'origine del controllo che il Tesoro esercita sulle emissioni monetarie, sulle emissioni e contrattazioni di valori mobiliari, sulla distribuzione del credito, sui regolamenti degli scambi con il territorio d'oltremare e con l'estero. *Questi controlli sono ormai parte integrante delle normali attribuzioni del Tesoro e ne fanno, oltre che lo Stato-cassiere e lo Stato-banchiere, lo Stato tutore delle attività finanziarie*.

(4) Già nel lontano 1894 l'Alessio (G. ALESSIO: *La funzione del Tesoro nello Stato moderno*, Padova, 1894) osservava (pag. 7) come « il tesoro spesso appaia quasi in una posizione centrica nel mondo economico del grande Stato moderno » e aggiungeva (pag. 8):

« Le forme svariaticissime di passività finanziaria, le continue emissioni di debito fluttuante, gli ammortamenti, le conversioni, le ricostituzioni dei prestiti irredimibili hanno continua azione sul mercato, rappresentano la parte più considerevole dei valori contrattati e possono avere una decisiva efficacia sul saggio dell'interesse e quindi dello sconto, determinando ulteriori reazioni nei prezzi delle merci ».

maggiori compiti allo Stato, ne ha aumentato l'interesse al funzionamento del mercato monetario e finanziario, ed allargato quindi il raggio di azione della politica di Tesoreria (5).

Questa evoluzione nelle funzioni dello Stato ha tra l'altro avuto — sul piano monetario e finanziario — due conseguenze che hanno contribuito a mutare gli aspetti della politica di Tesoreria: l'aumento, cioè, nell'ammontare « reale » delle entrate e delle uscite dello Stato e in quello del debito pubblico (a parte i Paesi in cui il debito stesso è stato *tosato* dalle inflazioni), conseguente alla politica di *deficit* seguita per lunghi periodi dalla generalità degli Stati.

Di fronte a questo nuovo quadro, come si pone il problema della politica di Tesoreria? Nei criteri direttivi della politica di Tesoreria possiamo vedere due aspetti o meglio due ordini di esigenze. Anzitutto esigenze di carattere diremmo *aziendale*, nel senso che il Tesoro tende a rendere più economica possibile la propria gestione, come qualsiasi altra azienda.

Nel quadro di queste esigenze, il Tesoro tende in linea generale a ricorrere a forme di indebitamento che siano le meno onerose, come carichi finanziari, per il bilancio statale, e che meglio salvaguardino la *liquidità* di Tesoreria, liquidità intesa come capacità di fronteggiare le richieste di rimborso per debiti giunti a scadenza, senza ricorrere alla Banca Centrale (6).

L'altra esigenza cui deve soddisfare una politica di Tesoreria è quella di contribuire a creare condizioni atte a promuovere lo sviluppo del

(5) Particolarmente importanti per le loro implicazioni sui rapporti tra Tesoreria e il mercato finanziario sono stati gli interventi diretti ed indiretti dello Stato nel campo del credito a medio e lungo termine. Il Bloch-Lainé osserva (F. BLOCH-LAINÉ: *Le financement des investissements au moyen des ressources publiques*; in « *Le Financement des Investissements* », raccolta di varie conferenze tenute all'*International Banking Summer School*, pag. 151/2, Parigi, 1951) che questo crescente intervento dello Stato nel finanziamento delle imprese industriali, commerciali e agricole « ... si traduce nella progressiva sostituzione della Tesoreria pubblica al meccanismo tradizionale della Banca e della Borsa, alle normali operazioni di credito, al normale funzionamento del mercato dei capitali ».

(6) Sul concetto di *liquidità* applicato alla Tesoreria cfr. la discussione del Paish: *British Floating Debt Policy*; in *The Post-War Financial Problem and Other Essays*; London, 1950, pag. 221/6.

reddito e dell'occupazione nel quadro degli obiettivi perseguiti dalla politica generale dello Stato (7) e, si ripete, mantenendo in ogni caso quella stabilità del valore economico della moneta che è pregiudiziale ad ogni sano processo di sviluppo economico.

Ora, si deve dire che quella evoluzione avvenuta nella struttura della economia, che ha determinato come detto sopra un allargamento delle attività del Tesoro, è marcata dal fatto che quest'ultima esigenza (l'impegno cioè della Tesoreria ad operare nel quadro dell'obiettivo generale di aumentare il reddito nazionale e l'occupazione) che si credeva prima soddisfatta in larga misura in maniera automatica, implica invece un impegno crescente da parte dello Stato e quindi — sul piano monetario e finanziario — della sua Tesoreria.

Con questa premessa sulla figura e sulle funzioni della Tesoreria dello Stato si sono voluti inquadrare i problemi di ordine tecnico della politica del debito pubblico che prenderemo in esame, problemi che come si è visto costituiscono solamente un aspetto delle svariate attività del Tesoro statale.

(7) Oltre alle già citate affermazioni del Bloch-Lainé, vedasi ad esempio il Paish (*op. cit.*, pag. 229/30) che annota (sempre riferendosi al debito fluttuante, ma con criteri validi in linea generale) come, poichè il Tesoro « ... è di gran lunga l'organismo che maggiormente prende a prestito sul mercato monetario, esso deve — a differenza di altri creditori — preoccuparsi delle conseguenze della sua politica di indebitamento sul resto del sistema. E ciò per due motivi: in primo luogo a causa delle reazioni sulla sua situazione che potrebbero conseguire a mutamenti che avvengono altrove; e in secondo luogo perché il Tesoro non è un organismo indipendente, ma semplicemente rappresenta un aspetto della pubblica amministrazione, che si prende cura degli interessi della intera comunità. Esso non può quindi disinteressarsi delle conseguenze che la sua politica può avere su altri settori del sistema economico, anche se non si possono intravedere dirette ripercussioni sulla sua situazione finanziaria ». Ancor più decisamente il Dalton (H. DALTON: *Principles of Public Finance*; London, 1949, pag. 283/4) in un passo di critica alla politica del Tesoro inglese afferma: « C'è una costante tendenza del Tesoro britannico a preoccuparsi maggiormente delle prospettive di conversioni, o di economie in generale, che dell'occupazione. Ciò costituisce una remora ad una azione efficace, e sta a dimostrare un capovolgimento nella scala dei valori ».

## 2. — La « durata » dei prestiti (8).

Antecedentemente alla prima guerra mondiale (e queste distinzioni vennero e vengono ancora mantenute da taluni) si tendeva, dal punto di vista della destinazione dei prestiti, a mettere in relazione finanziamenti a breve scadenza con la copertura di transitori sfasamenti tra entrate e spese (9); ai debiti a lunga ve-

(8) Si adotta qui la distinzione tra debiti a breve (con scadenza a un anno o inferiore a un anno) debiti a media (da uno a cinque/sei anni) debiti a lunga scadenza, e a scadenza indeterminata. In tal senso vedere anche il Johnson (NORRIS O. JOHNSON: *United States Treasury Operations and Functions*; in *American Financial Institutions*; New York, 1951, pag. 518) che nota come negli Stati Uniti: «... si usa denominare *bonds* i titoli emessi con scadenze originarie di cinque o più anni, *notes* quelli con scadenze da uno a cinque anni, *certificates* e *bills* quelli con scadenza fino all'anno».

Sull'argomento cfr. tra gli altri A. G. BUEHLER: *Public Finance*; New York, 1949, pag. 639 e segg.; P. SARACENO: *L'Azienda Industriale*; Milano, 1951, pag. 159; W. J. SHULTZ-C. L. HARRISS: *American Public Finance*; New York, 1949, pag. 653.

Altra distinzione del debito pubblico con riguardo alla scadenza è quella comunemente usata tra debito fluttuante, redimibile e consolidato.

In genere debito fluttuante e debito a breve scadenza sono considerati termini equivalenti o, meglio, il debito a breve scadenza viene considerato come parte del debito fluttuante. Ad esempio vengono considerati come debito fluttuante sia i Buoni del Tesoro a breve scadenza sia i finanziamenti in conto corrente di Enti pubblici, tipi di finanziamento che presentano invece caratteristiche profondamente differenti. (I suddetti conti correnti vengono « alimentati » a volte da mezzi finanziari che presentano tutte le caratteristiche di finanziamenti a lunga scadenza: valga per tutti il caso del c/c. con il Tesoro della nostra Cassa Depositi e Prestiti, ad esempio per la parte alimentata con i Buoni Fruttiferi Postali).

Senza contare poi che vengono in genere considerate come facenti parte del debito fluttuante anche le anticipazioni della Banca Centrale allo Stato.

(9) Ad esempio nel Rapporto sulla Finanza Pubblica della Commissione Economica per il Ministero della Costituente (MINISTERO PER LA COSTITUENTE - *Rapporto della Commissione Economica - V<sup>a</sup>: Finanza* - Vol. I; Roma, 1946, pag. 115) si afferma, per quanto riguarda l'Italia «... Al tempo in cui fu emanata la legge fondamentale del debito pubblico (1861) e anche in quello del T. U. attualmente vigente (1910) i

niva riservato il compito di colmare i deficit di bilancio; taluno metteva anche in relazione debiti a lunga scadenza redimibili con spese « produttive », debiti consolidati con spese di guerra.

Ed è evidente come, in una finanza portata a considerare il deficit di bilancio come fatto eccezionale, si dovesse ricorrere, per colmare il deficit, ad un tipo di indebitamento che, psicologicamente almeno, presentasse il carattere di eccezionalità.

Dal punto di vista della liquidità di Tesoreria il finanziamento a breve scadenza era considerato come un « minor male », una specie di spada di Damocle sempre pendente sulla Tesoreria, con il pericolo di crisi di cassa e di ricorso al consolidamento forzoso.

Ma con la prima guerra mondiale si assiste ad una profonda evoluzione delle fonti di finanziamento della Tesoreria; dapprima quasi come espediente temporaneo, poi come pratica permanente, si ricorre in misura sempre più larga ai Buoni del Tesoro a breve scadenza (10).

buoni del tesoro assolvevano esclusivamente la loro funzione propria di copertura degli scoperti di cassa derivanti da temporanei sfasamenti tra le entrate e le spese. Nel corso di uno stesso esercizio questi sfasamenti finivano col compensarsi, e pertanto i buoni del tesoro potevano essere emessi con scadenza inferiore ad un anno e, salvo qualche punta presto riassorbita, potevano in complesso essere mantenuti a un livello modesto rispetto al volume complessivo delle entrate e delle spese».

(10) Interessante l'accento che fa il Morgan (E. V. MORGAN: *Studies in British Financial Policy*, 1914-25; London, pag. 112) sulla tecnica di finanziamento della Tesoreria inglese durante la prima guerra mondiale: fino ai primi mesi del 1917 il finanziamento era soprattutto basato sui prestiti a lunga scadenza; i prestiti a breve e media scadenza erano usati « as stop-gaps to fill in the intervals between the big issues ». Fu solo a partire dall'epoca sopraddetta che si puntò su emissioni in via continuativa di prestiti a breve e media durata (e tra l'altro si riuscì ad arrestare ed invertire la tendenza all'aumento del costo del danaro).

Ed ecco quanto, a proposito dell'esperienza italiana (valida, in linea generale, anche in altri Paesi) si afferma nel già citato rapporto della Commissione Economica per il Ministero della Costituente (*op. cit.*, pag. 115): «... a partire dalla prima guerra mondiale si manifestò una grande estensione del-

Inoltre, in molti Paesi, assume un rilievo prima sconosciuto la pratica delle anticipazioni al Tesoro da parte della Banca Centrale; e viene per così dire « scoperto » il titolo di Stato a media scadenza (5-6 anni) e a scadenza appena al di là della media (9-12 anni).

L'influenza della prima guerra mondiale sulla tecnica finanziaria fu indubbiamente decisiva; ciò non toglie che nel primo dopoguerra si assista ad un'inversione di tendenza; il debito a breve viene rimborsato o consolidato e quello a lunga riprende il suo ruolo classico.

Il prestito a lunga scadenza continua ad essere considerato come la forma ideale di indebitamento per lo Stato; il debito a breve continua ad essere visto sotto il profilo di un permanente pericolo per la moneta e come una « voce » del passivo di Tesoreria da comprimere al massimo, e non appena possibile (11).

l'impiego dei buoni del tesoro ordinari e ciò per la generale riluttanza degli investitori, e soprattutto degli istituti di credito, ad acquistare titoli a lungo termine nelle circostanze eccezionali di guerra e nelle crisi del dopoguerra. Il buono del tesoro ordinario, anziché limitarsi a coprire gli scoperti temporanei di cassa, fu largamente emesso per fronteggiare i cospicui avanzi di bilancio. Funzione questa che avrebbe dovuto essere propria dei debiti a lungo termine, non esistendo la prospettiva di prossimi disavanzi da dedicare al rimborso del debito; ma che, per le tendenze descritte del mercato, si assegnava, e si assegna, all'indebitamento a breve termine fidando che, o per rinnovo dei possessori, o per compenso tra nuove sottoscrizioni e rimborsi, la massa di questo indebitamento abbia una vita molto più lunga di quella annuale dei titoli che la compongono. Fidando, cioè, che lo Stato non sia mai chiamato ad effettuare larghi rimborsi di buoni ordinari in eccedenza alle nuove sottoscrizioni».

Sull'esperienza francese (e sull'allargamento nella distribuzione del debito a breve, forma prima limitata in Francia, alle banche ed istituti finanziari) cfr. H. MALEPRADE: *Le Bon du Trésor dans la politique financière moderne*; Paris, 1944, pag. 71 e segg.

(11) Sono interessanti a questo proposito le dichiarazioni fatte nel 1925 da Sir Otto Niemeyer davanti al Colwyn Committee (*Minute of Evidence taken before the Committee on National Debt and Taxation*; Vol. II, pag. 622/4).

Dichiarazioni che, sia pure riferite alla situazione inglese, sono altamente significative e per l'autorità del dichiarante e per l'influenza che la Gran Bretagna ha notoriamente esercitato in materia finanziaria. Tra l'altro Sir Niemeyer dichiarò (pag. 622): « I Treasury Bills devono essere rinnovati

Tali vedute erano anche giustificate in parte dalle condizioni strutturali dei mercati monetari e finanziari dell'epoca; si può però pensare — considerato l'ammontare in quasi tutti i Paesi modesto, in senso assoluto e relativo, del debito a breve degli anni susseguenti il dopoguerra — che almeno in qualche caso la direttiva del volere ridurre il debito a breve ad ogni costo fosse dettata più che altro da preconcetti fondati su precedenti dottrinari (12).

Nel frattempo si andavano però affermando nuove vedute sul significato e sulla strumentalità del debito a breve termine.

I lavori del Colwyn Committee ci offrono un quadro estremamente interessante delle vedute correnti in quell'epoca a questo riguardo; la visione classica sul pericolo rappresentato dal debito a breve è ancora dominante, e viene, sia pure in forma cauta, avallata dai relatori (13), ma si delinea — appoggiata all'autorità del

ogni tre mesi, il che lascia lo Stato completamente alla discrezione dei possessori di Buoni, che hanno la facoltà unilaterale di rinnovarli o meno». Se al possessore non appare conveniente il rinnovo, alla Tesoreria non rimane che offrire un più alto saggio d'interesse e, se nemmeno questo è sufficiente, prendere a prestito dalla Banca d'Inghilterra « con tutte le inevitabili conseguenze sul tasso di sconto, i prezzi, il costo della vita ed i salari ». È più avanti (pag. 623) Sir Niemeyer dichiarava: « Sono convinto che la nostra politica debba essere ispirata al principio che, alla fine di ogni esercizio finanziario, il debito fluttuante sia inferiore allo ammontare iniziale ».

(12) Tipico ci sembra il caso dell'Australia. Il Giblin (L. F. GIBLIN *The Growth of a Central Bank*; Melbourne, 1951, specialmente pag. 151/167) descrive le fasi della lotta tra Governo e Banca Centrale, quest'ultima per lunghi anni, anche in piena crisi, ostinatamente decisa a non volere non solo ulteriori emissioni di Buoni del Tesoro, che avrebbero provocato secondo i dirigenti della Banca il crollo della struttura finanziaria del Paese, ma ad esigere una riduzione del debito a breve, con surplus di bilancio e con conversioni in debiti a lunga. È pensare che, nel periodo di crisi, in Australia il debito a breve rappresentò al massimo il 10 % del debito pubblico interno. Nel dopoguerra il debito a breve era aumentato di sei volte rispetto a quel massimo e rappresentava poco meno del 20 % del debito pubblico interno.

(13) Ed infatti la relazione di maggioranza così conclude: « Generalmente, quando ciò sia possibile, ci sembra sana politica ricorrere per la maggior parte ad emissioni di titoli consolidati, con

Keynes (14) — la convinzione che il finanziamento di Tesoreria debba per così dire « adattarsi » alle esigenze degli investitori, e si mette specialmente in evidenza come i Buoni del Tesoro a breve tendano ad assumere un particolare ruolo nel funzionamento del mercato monetario (15), e nelle politiche anticliche (16).

la facoltà da parte del Governo di rimborso anticipato ad una data non troppo lontana». (*Report of the Committee on National Debt and Taxation*; Cmd. 2800, London, 1927, pag. 343).

(14) Il Keynes tra l'altro dichiarava (*Minutes of Evidence, cit.*, Vol. I, pag. 277): « Per quanto riguarda l'ammontare del debito pubblico da mantenersi a breve scadenza, io penso che il criterio distintivo si debba ricercare nelle disposizioni del mercato per titoli di questo tipo. Lo Stato può prendere a prestito a più buon mercato offrendo vari tipi di titoli, suddivisi nelle proporzioni richieste dal mercato monetario e da quello finanziario. Si può prendere a prestito a tassi inferiori, e per ammontari particolarmente notevoli, con l'emissione di titoli a breve scadenza. Sarebbe sana politica mantenere a breve scadenza un sensibile ammontare di titoli pubblici, se si potesse così spuntare un saggio d'interesse mediamente minore di quello corrente per i prestiti a lunga ». E più avanti (pag. 232) il Keynes affermava che le opinioni correnti sul debito a breve frequentemente non erano corrette, perché fondate « su una falsa analogia con il caso di un individuo singolo o di una ditta. Ovviamente per una ditta è vantaggioso avere i suoi debiti a lunga scadenza... Credo però che estendere questo ragionamento al caso dello Stato sia, ripeto, una falsa analogia. Non vedo nulla di malsano nel fatto che l'ammontare di debito a breve sia una cifra piuttosto che un'altra. Secondo me — ripeteva il Keynes — il criterio distintivo andrebbe determinato dall'ammontare di debito a breve che può essere mantenuto di anno in anno, a un tasso medio inferiore a quello che si avrebbe con debiti a lunga. Credo che l'ammontare di debiti a breve che si potrebbe mantenere secondo un tale criterio distintivo sarebbe notevole, semplicemente perché vi sono molti possessori di titoli pubblici, e in particolare le banche, per i quali è talmente sentita l'esigenza di possedere titoli che pervengono regolarmente a scadenza, che essi sono disposti ad accontentarsi di una minore remunerazione ».

(15) Oltre all'accenno del Keynes già riportato, si veda quanto affermano ad esempio il Brand (*op. cit.*, vol I., pag. 106) e J. Beaumont Pease (*idem*, pag. 318). Il Brand dice: « Una parte del debito fluttuante è strumento essenziale del meccanismo del mercato monetario, e tale debito non potrebbe essere ridotto rapidamente senza causare

Con la grande crisi, nel quadro delle nuove misure di politica economica, i problemi del debito pubblico e delle funzioni della Tesoreria vengono esaminati — anche nei loro aspetti tecnici — in una nuova luce.

Questo processo viene accelerato — sia pure nella varietà dovuta alle differenti strutture dei singoli Paesi — dalla seconda guerra mondiale e dalle politiche di piena occupazione, che determinano la formazione di durevoli e rilevanti disavanzi, nel quadro di quel nuovo, anche se contrastato modo di considerare il fenomeno, che va sotto il nome di *deficit spending*.

In una situazione come questa, in primo luogo non ha più senso cercare relazioni tra « durata » dei prestiti e loro destinazione (con le relative conseguenze di natura giuridica e contabile che si volevano intravedere e che tuttora sussistono). Le eventuali relazioni che ancora vengono affermate tra tipo di prestito e destinazioni specifiche (Prestito della Ricostruzione, Prestito della Solidarietà, ecc.) partono da presupposti prevalentemente psicologici (che naturalmente hanno, in determinati ambienti ed in determinate circostanze, la loro importanza).

Quanto all'entità dell'evoluzione prodottasi nel ricorso al debito a breve scadenza, nella Tab. I sono indicate le percentuali del debito a breve sul totale del debito pubblico in alcuni Paesi e per alcuni anni (17).

seri inconvenienti per tale mercato ». E il Beaumont Pease: « In assenza di una congrua disponibilità di cambiali commerciali, il che appunto accade nella presente situazione, le Banche trovarono nei Buoni del Tesoro un sostituto estremamente utile. Senza di essi, sarebbe rimasto per così dire sfornito il loro portafoglio, che serve come seconda linea di difesa » (le riserve secondarie, nella moderna terminologia anglosassone).

(16) È ancora il Keynes (*op. cit.*, pag. 278) che già allora notava: « Posso aggiungere che, riducendo il debito a breve nella congiuntura favorevole ed aumentandolo in quella sfavorevole, si potrebbe probabilmente giovare ad una stabilizzazione del credito ».

(17) Fino al 1946 i dati sono tratti dalla pubblicazione dell'O.N.U., Département des Affaires Économiques: *La Dette Publique 1914-1946*; Lake Success, 1948. (In tale pubblicazione, a pag. 8, vengono considerati debiti a breve « Les dettes flottantes et temporaires » e, in difetto di classifi-

Tali percentuali sono attualmente, in quasi tutti i Paesi, superiori a quelle del primo ante-guerra e del periodo intercorrente tra le due guerre e, in parecchi casi, superiori alle percentuali eccezionalmente elevate del primo dopoguerra.

Su otto paesi per i quali si posseggono i dati per il 1950, in tutti la percentuale del debito a breve in quell'anno è superiore a quella del primo ante-guerra, in sei (e cioè Francia, Gran

Zelanda, in cui la percentuale è pari) la percentuale è superiore a quella del 1938. Solo in due paesi (Italia ed India) la percentuale del debito a breve è superiore a quella del 1945 (ed inoltre in Francia e Nuova Zelanda, lo spostamento non è stato molto rilevante). Evidentemente si è verificato, in questo dopoguerra, un fenomeno di assestamento.

Difficile intravedere le tendenze per l'avvenire, ma certo di fronte a tali risultati si com-

TABELLA N. I

PERCENTUALI DEL DEBITO PUBBLICO A BREVE SCADENZA SUL TOTALE DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO IN ALCUNI PAESI

PAESE	1914	1919	1926	1929	1933	1938	1945	1946	1949	1950
Argentina . . . . .	18	48	32	42	36	16	38	33		
Belgio (1) . . . . .	11	66	19	11	5	5	74	57	49	51
Francia (1) . . . . .	(4) 2	(5) 42	45			31	67	67	65	64
Giappone (2) . . . . .		25	7	1	8	3	2	16		
Gran Bretagna (2) . . . . .	1	20	11	10	12	13	28	28	24	24
India . . . . .	20	43	32	38	39	41	34	34	41	41
Italia (3) . . . . .	3	39	28	3	9	22	69	68	79	75
Nuova Zelanda (2) . . . . .				2	16	11	12	11	12	11
Olanda (1) . . . . .	13	23	(6) 8	(6) 10	19	19	66	58	61	55
Spagna . . . . .	3	3	33	1	7		20	18	13	
Stati Uniti (3) . . . . .	18	15	4	11	16	8	27	26	20	24
Svezia (3) (6) . . . . .	33	27	1	1	10	2	24	15		
Svizzera . . . . .	32	33	12	19	22	29	24	24		

(1) Percentuale relativa al debito a breve e medio termine.

(2) I calcoli si riferiscono alla data di chiusura dell'anno finanziario, e cioè il 31 marzo dell'anno successivo a quello indicato nelle varie colonne.

(3) I dati si riferiscono al 30 giugno di ogni anno.

(4) 1913.

(5) 1920.

(6) Compresi nel calcolo i prestiti emessi all'estero.

Bretagna, Italia, Nuova Zelanda, Olanda e Stati Uniti) è superiore a quelle già elevate del primo dopoguerra; in sette (gli stessi di cui sopra più il Belgio e l'India, meno la Nuova

azioni di questo tipo nei documenti ufficiali, sono stati considerati come debiti a breve quelli con scadenza inferiore ai due anni). Tali dati sono stati da noi aggiornati, per alcuni Paesi, fino al 1949/50, avendo naturalmente cura di mantenere l'omogeneità delle serie.

È evidente come sia difficile effettuare corrette comparazioni sia spaziali che temporali in una materia come quella del debito pubblico in cui

prende come si sia parlato di *crisi* del consolidato e dei classici tipi di prestiti a lunga scadenza (18).

influiscono le differenti strutture, economiche, politiche e giuridiche, dell'amministrazione statale di ogni paese, i differenti metodi di impostazione del bilancio e le pratiche contabili ecc.

Nonostante tali riserve, i dati da noi esposti possono almeno valere come confronto temporale.

(18) Su questa « crisi » del consolidato si leggono interessanti considerazioni in una recente pubblicazione ufficiale francese (Ministère des Finances, du Budget et des Affaires Économiques: *Inven-*

Si è voluto inoltre esaminare in modo più approfondito questo spostamento nella durata dei prestiti per alcuni Paesi (Italia, Francia, Gran Bretagna, Olanda, Stati Uniti), per cui si disponeva di dati più completi.

In Italia (tab. 2) il debito fluttuante non raggiungeva, nel 1914, il 3 % del debito pubblico interno; esso rappresenta attualmente i tre quarti del totale. Più significativa, agli effetti dello studio dell'evoluzione della durata dei prestiti è, per i motivi già accennati, la percentuale di incidenza dei Buoni del Tesoro

In Francia (tab. 3) i debiti a breve e media scadenza sono passati dal 2 % circa nel 1913 ad oltre il 43 % nel 1951; i debiti consolidati da oltre il 68 % all'11 %.

Meno spettacolari i dati (tab. 4) per la Gran Bretagna, ma forse per questo in un certo senso ancor più significativi, data l'importanza della tradizione in quel Paese e l'influenza che la prassi inglese ha sui paesi del *Commonwealth*.

I *Treasury Bills* rappresentavano il 2 % del debito pubblico inglese nel 1914 e, dopo la punta del primo dopoguerra e la discesa negli

TABELLA N. 2

## COMPOSIZIONE DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO ITALIANO IN ALCUNI ANNI

DESCRIZIONE	30-6-1914		31-12-1926		31-12-1934		31-12-1951	
	miliardi di lire	%	miliardi di lire	%	miliardi di lire	%	miliardi di lire	%
Buoni del Tesoro ordinari (1) . . . . .	0,38	2,4	15,2	18,2	—	—	902,1	31,3
Banca d'Italia - Anticipazioni a vario titolo . . .	—	—	4,2	5,0	—	—	(2) 473,9	16,5
Cassa Depositi e Prestiti - c/c fruttiferi . . . . .	0,06	0,4	0,6	0,7	9,7	9,0	722,7	25,1
Istituti di Previdenza . . . . .	—	—	—	—	1,4	1,3	10,6	0,4
Banco di Napoli e altri istituti . . . . .	—	—	—	—	0,1	0,1	22,7	0,8
<b>TOTALE DEBITO FLUTTUANTE . . . . .</b>	<b>0,44</b>	<b>2,8</b>	<b>20,0</b>	<b>23,9</b>	<b>11,2</b>	<b>10,4</b>	<b>2.132,0</b>	<b>74,1</b>
Biglietti di Stato . . . . .	0,49	3,1	1,8	2,1	2,1	2,0	10,5	0,4
Debiti consolidati e perpetui . . . . .	9,92	62,9	44,6	53,2	9,9	9,2	53,0	1,8
Debiti redimibili . . . . .	4,92	31,2	5,1	6,1	66,2	61,7	252,4	8,8
Buoni del Tesoro poliennali . . . . .	—	—	12,3	14,7	17,9	16,7	430,0	14,9
<b>TOTALE DEBITI A MEDIA E LUNGA SCADENZA . . . . .</b>	<b>15,33</b>	<b>94,1</b>	<b>62,0</b>	<b>74,0</b>	<b>94,0</b>	<b>87,6</b>	<b>735,4</b>	<b>25,5</b>
<b>TOTALE DEBITO PUBBLICO . . . . .</b>	<b>15,77</b>	<b>100,0</b>	<b>82,8</b>	<b>100,0</b>	<b>107,3</b>	<b>100,0</b>	<b>2.877,9</b>	<b>100,0</b>

(1) Al valore nominale (a calcolo), indicato in nota nella situazione Debiti e Crediti di Tesoreria del Conto del Tesoro (tranne che per il 1914).  
(2) Per quanto riguarda il conto anticipazioni straordinarie garantite da speciali B.T.J. si è tenuto conto del capitale nominale indicato in nota alla situazione dei Debiti e Crediti di Tesoreria.

ordinari, che sono passati dal 2,4 % sul totale nel 1914 al 18 % circa nel 1926, a quasi un terzo del totale del 1951. I debiti consolidati sono passati dal 63 % circa nel 1914 a meno del 2 % attualmente.

*taire de la Situation Financière. — Mise à jour faite en 1951 de l'Inventaire de 1946; Paris, 1951)* in cui si fa riferimento tra l'altro alla difficoltà che incontra lo Stato « pour plaquer des emprunts de type classique » e alla « insuffisance des ressources à long terme ».

anni seguenti, ora rappresentano circa un quarto del debito pubblico; il complesso del debito fluttuante è passato dal 2 % nel 1914 a quasi un quarto del totale attualmente; i debiti consolidati nel frattempo sono caduti dal 90 al 16 % e i prestiti redimibili, nel primo dopoguerra di peso trascurabile, formano ora il nucleo sostanziale del debito pubblico (60 %).

Oltremodo significativi anche i dati per la Olanda (tab. 5): il debito consolidato, che nel 1913 rappresentava la quasi totalità del debito

TABELLA N. 3

## COMPOSIZIONE DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO FRANCESE IN ALCUNI ANNI

DESCRIZIONE	31-12-1913		31-12-1920		31-12-1926		31-12-1938		31-12-1945		31-12-1951	
	miliardi di franchi	%	miliardi di franchi	%	miliardi di franchi	%	miliardi di franchi	%	miliardi di franchi	%	miliardi di franchi	%
Debito perpetuo . . . . .	21,9	68,4	87,4	39,0	107,0	35,2	54,6	13,2	181,9	10,0	349,0	5,11
Debito redimibile . . . . .	9,3	29,1	43,5	19,4	58,5	19,3	232,3	56,2	419,6	23,0	694,7	22,9
Debito a media e breve scadenza . . . . .	0,6	1,9	62,4	27,9	98,3	32,4	90,7	21,9	746,0	40,9	1319,1	43,5
Debito verso la Banca di Francia . . . . .	0,2	0,6	30,8	13,7	39,8	13,1	36,1	8,7	475,8	26,1	669,4	22,1
<b>TOTALE . . . . .</b>	<b>32,0</b>	<b>100,0</b>	<b>224,1</b>	<b>100,0</b>	<b>303,6</b>	<b>100,0</b>	<b>413,7</b>	<b>100,0</b>	<b>1823,3</b>	<b>100,0</b>	<b>3032,2</b>	<b>100,0</b>

pubblico interno e che fino al 1938 oscillava sull'80-90 % del totale, ora rappresenta la metà del debito pubblico. I Buoni del Tesoro ordinari, di entità quasi trascurabile salvo che nel primo dopoguerra, rappresentavano nel 1949 un terzo del debito pubblico interno.

Ma l'evoluzione verificatasi anche sotto questo punto di vista nel debito pubblico statunitense è forse più profonda di quanto appaia dalle cifre: basti pensare tra l'altro che il ricorso ai *Treasury Bills*, e cioè al titolo che più strettamente, se così si può dire, offre le

TABELLA N. 4

## COMPOSIZIONE DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO INGLESE IN ALCUNI ANNI

DESCRIZIONE	31-3-1914		31-3-1921		31-3-1925		31-3-1938		31-3-1945		31-3-1951	
	milioni di Lst.	%	milioni di Lst.	%	milioni di Lst.	%	milioni di Lst.	%	milioni di Lst.	%	milioni di Lst.	%
Treasury bills . . . . .	13	2,0	1.121	17,3	576	8,8	829	11,7	3.681	17,3	5.010	21,0
Treasury deposits receipts	—	—	—	—	—	—	—	—	1.859	8,8	283	1,2
Ways and means advances . . . . .	—	—	154	2,4	167	2,6	13	0,2	576	2,7	447	1,9
<b>Totale Debito fluttuante . . . . .</b>	<b>13</b>	<b>2,0</b>	<b>1.275</b>	<b>19,7</b>	<b>743</b>	<b>11,4</b>	<b>842</b>	<b>11,9</b>	<b>6.116</b>	<b>28,8</b>	<b>5.740</b>	<b>24,1</b>
Debito redimibile . . . . .	50	7,7	4.863	75,4	4.738	72,9	2.905	40,8	11.757	55,7	14.187	59,5
Debito consolidato . . . . .	587	90,3	315	4,9	1.023	15,7	3.365	47,3	3.364	15,8	3.898	16,4
<b>TOTALE . . . . .</b>	<b>650</b>	<b>100,0</b>	<b>6.453</b>	<b>100,0</b>	<b>6.524</b>	<b>100,0</b>	<b>7.112</b>	<b>100,0</b>	<b>21.237</b>	<b>100,0</b>	<b>23.825</b>	<b>100,0</b>

Per quanto riguarda gli *Stati Uniti*, la ripartizione attuale del debito pubblico con riguardo alla scadenza non si discosta eccessivamente da quella del primo dopoguerra, ma è profondamente diversa da quella del ventennio intercorrente tra le due guerre.

Si esamini ad esempio la tabellina 6 (19).

(19) Questi calcoli sono fondati su valutazioni tratte dalla distribuzione del debito pubblico sta-

caratteristiche del titolo a breve scadenza, è relativamente recente in quanto essi furono introdotti sullo scorcio del 1929.

tunitense esaminata sotto un'altra visuale (cfr. tabella 14).

Per l'analisi delle vicende dei titoli a breve nel quadro del debito pubblico statunitense nell'ultimo ventennio (oltre che per considerazioni di carattere generale) cfr. E. C. SIMMONS: *The Position of the Treasury Bill in the Public Debt*; « Journal of Political Economy », agosto 1947.



TABELLA N. 5

RIPARTIZIONE PERCENTUALE DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO OLANDESE IN ALCUNI ANNI

ANNO (al 31 dicem- bre)	Debiti conso- lidati	B. T. a medio termine	DEBITO FLUTTUANTE				Totale debito flut- tuante
			B. T. ordinari	Antici- pazioni Banca Centrale	Debiti verso Enti pubblici	Altri debiti	
1913	98,9	—	—	1,1	—	—	1,1
1914	86,8	3,5	7,7	1,1	—	0,9	9,7
1920	83,3	1,1	13,1	0,5	0,3	1,7	15,6
1928	91,1	2,4	1,9	—	1,6	3,0	6,5
1933	80,8	10,0	4,0	—	3,2	2,0	9,2
1938	80,6	5,6	—	—	6,9	6,9	13,8
1947	33,2	6,1	36,5	7,0	2,2	15,0	60,7
1949	38,7	9,8	32,7	7,5	2,6	8,7	51,5
1951	49,0	32,2	—	8,4	—	9,4	...

A questo generale spostamento dall'indebitamento pubblico a lunga a quello a breve — medio termine hanno concorso due distinti ordini di esigenze: quelle dello Stato e quelle dei sottoscrittori.

Per quanto riguarda lo Stato, il perdurare di deficit dà luogo al formarsi di larghe masse di debito; la Tesoreria è quindi più che per il

TABELLA N. 6

RIPARTIZIONE PERCENTUALE DEL DEBITO PUBBLICO STATUNITENSE

DATA	Debito a breve	Debito a media	Debito a lunga
31. 8. 1919	16	19	65
30. 6. 1925	3	14	83
30. 6. 1935	7	39	54
30. 6. 1950	19	17	64

passato preoccupata di ridurre il costo del danaro — per le sue ripercussioni sul bilancio — e vuole conseguentemente avere la possibilità di fruire su una parte rilevante del debito pubblico, e non solamente sui debiti *addizionali*, di eventuali miglioramenti nel livello generale dei tassi di mercato: il titolo a breve è senza dubbio il più idoneo a raggiun-

gere lo scopo (20), in quanto evidentemente, in occasione dei rinnovi, l'allineamento su nuovi tassi non richiede l'impiego di speciali tecniche.

D'altra parte, il consolidamento di debiti a breve su nuovi livelli in periodi di bassi saggi d'interesse non è pratica frequente in quanto, anzitutto anche consolidando a bassi livelli il tasso di un titolo a lunga risulterebbe più alto che quello di un titolo a breve e d'altra parte, come vedremo, il maggior onere relativo a questo fatto non trova *sostanzialmente* compenso nei vantaggi che, soprattutto per quanto riguarda il controllo monetario, offre il titolo a lunga.

Il perdurare del deficit pone poi al Tesoro la prospettiva di doversi ulteriormente e spesso continuamente indebitare; da qui la più sentita esigenza di impedire sensibili spostamenti dal sistema di tassi prescelto, onde evitare cadute nei corsi dei vecchi prestiti e mantenere il credito dello Stato come emittente di nuovi titoli. La «difesa» dei vecchi prestiti poteva infatti restare un fatto eccezionale solo quando anche l'indebitamento era fatto non ordinario o era considerato come tale. Questa esigenza di una certa stabilità nei corsi dei titoli è talmente sentita dai sottoscrittori, che da certuni si è sottolineato l'*impegno morale* dello Stato a non essere indifferente alla situazione del mercato dei fondi pubblici in una economia in cui il debito pubblico costituisce il fattore finanziario dominante (21).

Ora, due sono le vie da seguire perchè i possessori di titoli pubblici siano messi al riparo da perdite in conto capitale: offrire titoli che *intrinsecamente* non presentino rischi di fluttuazioni nei corsi (ed i Buoni del Tesoro a breve scadenza appartengono appunto a tale categoria); ovvero provvedere all'assorbimento dei titoli che non trovino contropartita a dati livelli. Quindi non solo, come vedremo, il titolo a breve presenta rischi per la cassa (del Tesoro) meno gravi di quanto accadeva un

(20) Su questo e altri aspetti che hanno portato al sempre maggior ricorso ai titoli a breve cfr. S. L. N. SIMHA, *Development of the Treasury Bill in India*, « Reserve Bank of India Bulletin », giugno 1952.

(21) Cfr. ad esempio E. A. GOLDENWEISER, *Monetary Management*, New York, ecc., 1949, pag. 81.

tempo, ma la *gestione* dei debiti a lunga implica impegni per la cassa un tempo non previsti. In questa alternativa, è evidente come molti paesi abbiano fatto sempre più largo ricorso ai titoli a breve; e non è senza significato che la percentuale del debito a breve sul totale sia inferiore appunto in quei Paesi (USA, Gran Bretagna e Svezia) in cui la politica di sostegno dei titoli pubblici fu perseguita più attivamente che altrove. Ma, a parte il fatto che una decisa politica in tal senso fu seguita solo in alcuni paesi, si deve osservare che, nonostante tale politica tenda a restringere le differenze di liquidità tra titoli a breve e titoli a lunga (22),

(22) Sulle differenze di liquidità fra titoli di Stato a breve e quelli a lunga scadenza (dal punto di vista della Banca, ma con validità per molti aspetti generale) cfr. P. SARACENO: *I problemi della liquidità dal punto di vista della singola banca*. Relazione introduttiva al Convegno internazionale del credito, Roma, ottobre 1951; e R. S. SAYERS, *Il concetto di liquidità nelle banche inglesi*, « Moneta e Credito » II trimestre 1951.

In linea generale i titoli di Stato a lunga scadenza — osserva il Sayers — possiedono uno degli attributi della liquidità (la possibilità cioè di essere convertiti in moneta legale *rapidamente*) ma mancano dell'altro (la possibilità cioè di essere sempre convertiti *senza perdite*; a meno di attendere fino alla data di scadenza).

Cfr. ancora il Sayers sui motivi di ordine storico per cui l'intervento delle banche centrali sul mercato dei titoli pubblici a lunga è sempre stato meno attivo che su quello dei titoli a breve e anche a media scadenza; il Sayers accenna anche a « convenzioni contabili profondamente radicate » (nei banchieri inglesi, ma che sono peculiari anche di altri sistemi bancari) che operano nel senso di considerare i titoli pubblici a lunga scadenza come attività *meno liquida*.

Solo nel caso in cui si segua una rigida politica di sostegno dei titoli pubblici di qualsiasi durata — come fino a non molto tempo fa da parte del *Federal Reserve System* — scompare praticamente ogni differenza di liquidità tra titoli a breve e titoli a lunga, non solo, ma i titoli di Stato vengono ad essere equivalenti alla cassa. Ma la politica di sostegno di tutti i titoli pubblici mette in gioco tali e tanti problemi, che in genere si è preferito ripiegare sul ricorso ai titoli a breve scadenza.

Sul « passo indietro » compiuto negli ultimi tempi in fatto di politica di sostegno dei titoli pubblici anche in quei Paesi in cui essa era stata attivamente perseguita, non possiamo soffermarci dati i limiti del nostro lavoro. Ad ogni modo la mancanza di una decisa politica in tal senso non fa che rafforzare la linea del nostro discorso.

i Buoni del Tesoro a breve scadenza per certe loro caratteristiche anche formali sono sempre ai vertici della scala di liquidità per i possessori di titoli di Stato.

Vediamo ora come si presenta il problema della liquidità di Tesoreria con le notevoli masse di debito pubblico esistenti e con lo spostamento verificatosi nella composizione del debito stesso da debiti a lunga a debiti a breve.

Il debito pubblico interno rappresenta aliquote notevoli delle entrate dello Stato; nei paesi in cui l'inflazione è stata minore, e in cui quindi si è avuta una minore erosione dell'ammontare reale del debito pubblico, quest'ultimo raggiunge livelli da quattro a sei volte le entrate correnti dello Stato (e raggiungeva percentuali anche maggiori nell'anteguerra: la diminuzione è dovuta al fatto che un certo livello di inflazione è stato raggiunto in tutti i Paesi).

Ma, agli effetti della liquidità di Tesoreria, conta soprattutto la proporzione tra titoli di Stato a breve scadenza ed entrate correnti dello Stato: come risulta dalla tabella 7 i titoli a breve rappresentano la metà circa delle entrate correnti nei Paesi in cui si è verificata un'inflazione sensibile e un ammontare pari a una volta — una volta e mezzo le entrate in altri Paesi.

A questo aspetto, e alle modifiche intervenute nella struttura del debito pubblico, non corrisponde però una maggior precarietà della gestione di Tesoreria (23). E ciò per un insieme di motivi.

(23) Non manca anche ora chi sottolinea il « pericolo » rappresentato dal debito a breve per la gestione di Tesoreria (Tra gli altri cfr. in questo senso l'ABBOTT, *cit.*, pag. 21/24 e N. O. JOHNSON, *cit.*, pag. 523).

Esiste sempre infatti il pericolo che i titoli di Stato a breve vengano presentati al rimborso, specialmente da aziende industriali o commerciali che li abbiano sottoscritti in attesa di investimenti più proficui, o anche da altri possessori, ma gli inconvenienti classici per la Tesoreria dei titoli a breve scadenza (e cioè instabilità, incertezze sulla eventuale rinnovazione, pericolo di richieste di rimborso per somme ingenti) sono guardati con minor preoccupazione (cfr. ad esempio l'EINAUDI, *Principi di scienza delle finanze*, IV ed., Torino, 1948, pag. 363) per i motivi appunto che si esaminano nel testo, e che in parte rappresentano una anticipazione di quanto vedremo nel seguito di questo lavoro.

In primo luogo perchè tra i detentori di titoli pubblici a breve scadenza giocano un ruolo notevole gli enti pubblici, sulle cui decisioni lo Stato può ovviamente influire, e soprattutto le banche, per controllare il cui portafoglio titoli lo Stato ha a disposizione nuovi mezzi di controllo, come la pratica delle riserve obbligatorie di liquidità. Le banche, come vedremo, appetiscono maggiormente i titoli di Stato a breve; ma è evidente che, nel caso dell'esistenza di riserve obbligatorie di liquidità, tali titoli sono in parte praticamente congelati nei portafogli bancari e quindi per la Tesoreria sono

TABELLA N. 7

RAPPORTI TRA DEBITO PUBBLICO ED ENTRATE CORRENTI DI BILANCIO.

PAESE	Rapporto tra debito pubblico interno ed entrate di bilancio		Rapporto tra debito fluttuante ed entrate di bilancio		Rapporto tra D. T. a breve scadenza ed entrate di bilancio	
	1938	1950	1938	1950	1938	1950
Belgio . . . . .	2,65	3,50	0,19	1,24		0,95
Francia . . . . .	6,77	1,46	2,08	0,94		0,48
Gran Bret. (1)	7,69	5,97	0,99	1,44	0,96	1,33
Italia (2)	5,28	1,68	1,50	1,23	0,44	0,49
Olanda . . . . .	5,41	4,98	1,05	2,33	0,30	1,43
U.S.A. (3)	7,34	6,45			0,24	0,80

(1) I dati delle entrate si riferiscono agli esercizi finanziari 1938-39 e 1950-51; i dati sul debito pubblico al 31 marzo degli anni 1939 e 1951.  
(2) Esercizio finanziario 1950-51 e debito pubblico al 30-6-1951.  
(3) Esercizio finanziario 1949-50 e debito pubblico al 30-6-1950.

debiti solo formalmente a breve scadenza (24): dato di fatto questo che è stato riconosciuto anche in via ufficiale (25).

(24) Laddove tali misure non sono in vigore (tra i Paesi importanti solo in Gran Bretagna si verifica questo caso: ma in quel Paese esistono tradizioni e norme tecniche in fatto di liquidità bancaria, tali da renderle in un certo senso equivalenti a norme di leggi) lo Stato e la Banca Centrale — se consideriamo l'attuale filosofia che presiede alla politica monetaria (argomento che in questa sede ci è impossibile toccare, anche di sfuggita) — non esiterebbero a introdurre misure del genere, rendendo alle banche in tutto o in parte impossibile la presentazione dei Buoni del Tesoro al rimborso.

(25) A questo proposito è interessante richiamare una recente presa di posizione ufficiale in

Più che agli effetti sulla situazione aziendale di Tesoreria, il rimborso di titoli a breve (per la parte libera da vincoli di diritto o di fatto) viene ora considerato sotto il profilo monetario, in quanto in tal modo si inietterebbero sul mercato disponibilità che potrebbero, in determinate circostanze, rendere difficile il controllo della situazione monetaria (26).

D'altra parte ad una pressione inflazionistica si può pervenire anche con spostamenti di

Italia. Al sen. Falck, che suggeriva l'emissione di « un prestito a capitale garantito ed a più moderato interesse non superiore al 4 per cento » tra l'altro allo scopo di « consolidare in modo tranquillante il debito fluttuante dello Stato », il sottosegretario del Tesoro on. Avanzini così rispondeva (Senato della Repubblica — Atti parlamentari 1948-52 — Discussioni 18 luglio 1952, pag. 35446): « Non si ritiene opportuna la emissione di un prestito a capitale garantito per consolidare il debito fluttuante, dal momento che tale debito non desta preoccupazioni. In particolare, i Buoni del Tesoro ordinari sono detenuti in larga misura da aziende e istituti di credito presso i quali assolvono a particolari esigenze di gestione; di conseguenza, se non è da prevedere la richiesta del loro rimborso, non è però da sperare la loro conversione in un prestito a media o a lunga scadenza ad un tasso moderato, come proposto dall'onorevole senatore interrogante.

Una conferma di quanto sopra si è avuta in occasione della recente emissione di sottoscrizioni di Buoni del Tesoro novennali 5 per cento 1961.

Soltanto 25 miliardi si riferivano a conversioni di Buoni del Tesoro ordinari, e la consistenza dei Buoni del Tesoro ordinari — nonostante la predetta conversione — è aumentata nel periodo di sottoscrizione del prestito di circa 30 miliardi.

Per affermazioni analoghe cfr. J. B. RAYNAUD (alto funzionario del Tesoro francese): *Le Trésor Public (Son rôle - ses charges - ses ressources)*, « La Revue du Trésor » dicembre 1947.

(26) Cfr. ad esempio quanto dice il Roosa (R. V. ROOSA: *Integrating Debt Management and Open Market Operations*, « The American Economic Review », maggio 1952) a proposito di un particolare tipo di titolo pubblico statunitense, ma valido in linea generale: « Per quanto riguarda la politica del credito, l'esistenza di notevoli ammontari di *savings bonds* redimibili introduce un elemento di notevole rischio. Ciò non tanto perchè si viene a profilare il pericolo potenziale di un drenaggio delle casse del Tesoro, quanto perchè l'utilizzo di fondi liquidi ottenuti attraverso la presentazione al rimborso di tali buoni, aggraverebbe ulteriormente le difficoltà nel controllare — attraverso restrizioni creditizie — i fondi disponibili per investimenti ».

TABELLA N. 8

RAPPORTI TRA DEBITO PUBBLICO INTERNO, REDDITO NAZIONALE E DISPONIBILITÀ MONETARIE IN ALCUNI PAESI.

PAESE	Rapporto tra debito pubblico interno e reddito nazionale		Rapporto tra debito pubblico interno e disponibilità monetarie (*)	
	1938	1950	Data	Rapporto
Belgio . . . . .	0,44	0,84	30/12/1950	1,37
Francia . . . . .	1,14	0,38	30/12/1950	0,91
Gran Bretagna . . . . .	1,51	2,06	31/3/1951	4,73
Italia . . . . .	1,24	0,43	30/6/1951	1,16
Olanda . . . . .	0,81	1,20	30/12/1950	2,79
U.S.A. . . . .	0,59	1,19	30/6/1951	1,88

(\*) disponibilità monetarie = moneta in circolazione, più depositi a vista.

masse di titoli pubblici dal settore « privato » a quello bancario; od anche con vendite di titoli a lunga scadenza che costringano ad interventi che diano liquidità al mercato, a meno che il Tesoro non sia disposto a finanziarsi a tassi maggiori dei precedenti (27); ovvero nel caso che le banche ordinarie ricorrono alla Banca Centrale per anticipazioni su titoli di Stato.

L'entità di queste possibili ripercussioni è indicata dal fatto che il debito pubblico — per quanto occorra ricordare che una parte non è, formalmente o di fatto, *monetizzabile* — ammonta, sempre nei paesi in cui la inflazione non è stata « galoppante », a uno-due volte il reddito nazionale, e a percentuali sensibili delle disponibilità monetarie (cfr. tabella 8) (28).

Si può quindi ben dire che il controllo della situazione monetaria è reso permanentemente difficile dall'esistenza di notevoli masse di debito pubblico, e si comprende come, più che alla liquidità della Tesoreria ed alle *caratteristiche formali* dei titoli si debba guardare a possibili ripercussioni monetarie delle operazioni effettuate su titoli pubblici dagli aventi diritto (29). Conseguentemente, la politica del-

(27) Fenomeni del genere sono ad esempio accaduti negli Stati Uniti durante la guerra (cfr. B. U. RATCHFORD: *La répartition des valeurs fédérales des Etats-Unis 1939-1949*, « Revue de Science et de Législation financières », 1950, n. 3) e recentemente in Olanda (cfr. F. W. C. BLOM: *Il controllo del credito in Olanda*, « Moneta e Credito », 3° trimestre 1951).

(28) I rapporti di cui alla tabella 8 sono stati calcolati in base ai dati delle *International Financial Statistics* del Fondo Monetario Internazionale.

(29) Lo Schumacher (E. F. SCHUMACHER: *Public Finance — Its Relations to Full Employment*; in *The Economics of Full Employment*, Oxford, 1945, pag. 111) imposta correttamente la questione chiedendosi: « Se lo Stato dovesse finanziarsi su più vasta scala con titoli a breve (o magari anche con la emissione di carta moneta) ovvero se subentrasero mutamenti [nella politica monetaria] per cui i crediti a lunga potessero più facilmente convertirsi in moneta contante, si perverrebbe di conseguenza ad una instabilità nella propensione alla spesa del pubblico, maggiore di quella esistente in precedenza? ». È la struttura dei mercati finanziari e la politica della Banca Centrale che determinano — oltre alle caratteristiche « formali » di un titolo — la liquidità dei titoli stessi e quindi, tenuto conto delle propensioni dei possessori di debito pubblico, il loro maggior o minor carattere « inflazionistico ».

l'indebitamento di Tesoreria si è svincolata dalla direttiva del « prestito da ammortizzare » (30), per orientarsi verso quella del controllo, mediante appropriati strumenti, del potere di acquisto che si può inopinatamente liberare dalla massa di titoli pubblici, e sotto questo punto di vista titoli a lunga e titoli a breve non presentano tutto sommato sensibili differenze. Questo controllo viene soprattutto perseguito con l'introduzione di titoli con determinati vincoli, cosiddetti titoli a *negoziabilità ristretta*, che per le loro caratteristiche agiscano da freno alla eventuale presentazione al rimborso presso la Tesoreria da parte dei possessori, oppure evitino gli spostamenti da settore a settore; od infine con strumenti legislativi, le già ricordate riserve obbligatorie di liquidità per le banche, che operano nel senso

(30) L'ammortamento del debito pubblico, problema che tanta attenzione riceveva fino alla grande crisi, non è più visto ora come « sana » pratica aziendale volta a diminuire l'indebitamento dell'Ente pubblico, ma come strumento deflazionistico; va da sé che nelle moderne economie esistono però a questo scopo strumenti più rapidi e snelli (le vendite sul mercato aperto, la politica delle riserve obbligatorie) che possono servire a raggiungere lo scopo, ed è quindi ovvio il minore interesse che attualmente presenta il problema dell'ammortamento.

di bloccare o meglio stabilizzare il portafoglio titoli pubblici del sistema bancario.

Alla luce di quanto si è detto, assume anzitutto una particolare importanza il problema del classamento del debito pubblico.

### 3. — Il classamento del debito pubblico.

La figura del sottoscrittore di titoli pubblici interessa la Tesoreria da un duplice punto di vista: sia perchè, per facilitare il ricorso all'indebitamento, si deve tener conto delle preferenze degli investitori nei riguardi delle caratteristiche tecnico-economiche dei differenti tipi di titoli pubblici; sia perchè interessano, ai fini del controllo, le caratteristiche più o meno accentuate di stabilità del possesso di titoli pubblici da parte dei vari settori.

È quindi opportuno prendere brevemente in esame le caratteristiche che presentano le varie categorie di sottoscrittori (31).

In definitiva quest'ultime possono ridursi a tre: gli Enti del settore pubblico (Istituti previdenziali, Enti del tipo della nostra Cassa Depositi e Prestiti, ecc.; ed inoltre le banche centrali che ormai di diritto o di fatto sono quasi dovunque enti pubblici), il sistema bancario e il settore che potremmo chiamare, anche se non correttamente, privato; in quest'ultimo settore potremmo a nostra volta distinguere: gli investitori cosiddetti « istituzionali » (ad esempio assicurazioni), il settore commerciale-industriale, ed i « risparmiatori » veri e propri.

Tralasciamo in questa sede di considerare il settore pubblico, per il suo carattere « composto » e per gli speciali problemi che esso comporta; si può ad ogni modo affermare genericamente che, per quanto riguarda le caratteristiche formali dei titoli di Stato, questo settore subisce l'iniziativa della Tesoreria pubblica e, per quanto riguarda la stabilità del possesso, il settore offre le più solide garanzie.

Per quanto riguarda le banche commerciali esse sono spinte per motivi tecnici, ed anche

(31) Cfr. a questo proposito G. PARRAVICINI: *Debito pubblico, reddito, occupazione*, « Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze », 1951, n. 1/3, pag. 284.

entro certi limiti psicologici, ad investire in titoli di Stato che presentino anche formalmente l'attributo di un'alta liquidità, tanto che si ammette ormai che un sostanziale nucleo di titoli di Stato a breve scadenza sia condizione per un buon funzionamento del sistema bancario (32). Dati i notevoli ammontari di titoli a breve che esistono nei portafogli delle banche, si sottolinea il carattere inflazionistico di tale possesso, per la facilità con cui le banche potrebbero « scaricare » i loro titoli sulla Tesoreria o sulla Banca centrale e passare ad altri investimenti (33). A questa possibilità agisce

(32) Già a proposito dei lavori del *Colwyn Committee* abbiamo accennato alla necessità di un adeguato « volano » di Buoni del Tesoro per un regolare funzionamento delle banche commerciali. Riteniamo opportuno riportare a questo proposito anche alcune lucide osservazioni del Paish a proposito della esperienza inglese nel periodo tra le due guerre. Nel suo saggio « *British Floating Debt Policy* » (*cit.*, pag. 235/6) originariamente pubblicato nel 1940, il Paish afferma: « Se ... la Tesoreria si fosse orientata verso una drastica riduzione del debito fluttuante, avrebbe posto le banche in una situazione difficile. A meno che contemporaneamente non si fosse verificato un permanente sviluppo nell'ammontare delle cambiali commerciali in portafoglio — fenomeno che, sebbene molto desiderato, non ebbe in effetti luogo — le banche sarebbero state obbligate ad operare una drastica revisione dei loro *standards* di liquidità, oppure ad avviarsi a ridurre il totale delle loro attività a lunga scadenza ». L'opinione del Paish che una caduta del volume dei Buoni del Tesoro a breve avrebbe costituito un « serio imbarazzo » per il mercato monetario e le Banche, viene anche ripresa dal Balogh (T. BALOGH, *Studies in Financial Organization*, Cambridge, 1947, pag. 67).

(33) Questa possibilità è estesa anche ai titoli a lunga nel caso si persegua da parte della Banca Centrale e della Tesoreria una politica di sostegno di tali titoli. Questo problema è particolarmente dibattuto nella letteratura americana (cfr. ad esempio le lucide argomentazioni di M. S. ECCLES, *Postwar Bank Credit Problems*, « Federal Reserve Bulletin », ottobre 1946).

Il passaggio dall'investimento in titoli di Stato ad altri investimenti può essere facile anche quando non vi sia una rigida politica di sostegno dei fondi pubblici; basta che il confronto tra l'eventuale perdita patrimoniale derivante dalla vendita dei titoli e l'aumento di reddito derivante dai maggiori tassi applicati vada a vantaggio di quest'ultimo (cfr. T. BALOGH: *A Note on Federal Reserve Policy*;

come remora la già ricordata necessità tecnica delle banche di avere titoli di Stato a breve come riserva di liquidità e, strumento ancor più potente, le già accennate disposizioni restrittive in tema di riserve obbligatorie.

Per quanto riguarda gli *investitori istituzionali*, si mette in rilievo la tendenziale stabilità del loro possesso di titoli pubblici, stabilità connessa — oltre che con eventuali disposizioni legislative — con la necessità tecnica di pianificare gli investimenti. Per quest'ultimo motivo, si rileva una tendenza, dal punto di vista delle caratteristiche dei titoli, a ricorrere all'investimento in titoli redimibili a media-lunga scadenza.

Per il settore *commerciale e industriale* invece l'investimento in titoli di Stato è di solito connesso (salvo speciali casi: cauzioni ad esempio) con il verificarsi di disponibilità temporanee; si riscontra quindi di regola una preferenza per i titoli a breve, e una accentuata instabilità del possesso.

Troppo eterogeneo è il settore che abbiamo chiamato dei risparmiatori, per poter intravedere delle « uniformità »: si riscontrano qui esigenze e situazioni complesse. In genere il possesso di titoli di Stato da parte dei risparmiatori privati presenta caratteristiche notevoli di stabilità, per cui se ne sottolinea il carattere anti-inflazionistico (in senso puramente monetario) (34) e la tendenza a ricor-

« *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics* »; novembre-dicembre 1951).

(34) L'Harris (S. E. HARRIS: *The National Debt and the New Economics*, New York, London, 1947, pag. 116) annota invece a questo proposito come l'acquisto di titoli di Stato da parte di privati risparmiatori possa avere effetti inflazionistici se la Tesoreria ottiene, ed in tal modo attiva, fondi che altrimenti sarebbero rimasti oziosi.

È questa la visuale più corretta per lo studio degli effetti monetari del debito pubblico. In un noto passo l'Hansen (A. H. HANSEN, *Fiscal Policy and Business Cycles*, New York, 1941, pag. 171) ricorda che il deficit può essere finanziato: a) dal credito bancario; b) attivando fondi oziosi; c) da risparmio derivante dal reddito corrente di privati o società. Il primo metodo porta ad una espansione del volume dei mezzi di pagamento; il secondo ad un aumento della velocità di circolazione della moneta. Questi processi non portano però a movimenti inflazionistici nel caso di un corrispondente

rere al titolo a lunga. Per quanto, a questo riguardo, occorra prendere in considerazione un'esigenza dei risparmiatori di natura opposta, il desiderio cioè di non « correre rischi »; gli effetti dell'inflazione e la consapevolezza che lo Stato moderno è spesso in situazione di inflazione repressa, agiscono nel senso che anche il piccolo risparmiatore vuole in certi casi garantirsi la possibilità di ritirarsi dall'investimento celermente e senza gravi perdite.

È quindi difficile stabilire relazioni tra categorie di possessori e stabilità del possesso; si è accennato alla facilità con cui le banche possono, in assenza di misure restrittive, passare dall'investimento in titoli di Stato ad altri investimenti; ma anche altre categorie di investitori — gli enti istituzionali e gli stessi « risparmiatori » — nel cui possesso di titoli pubblici si vuol intravedere un accentuato carattere di stabilità, possono però, come si è già accennato, porre in atto una simile possibilità.

Assumono quindi sempre maggior rilievo le tecniche volte ad evitare gli spostamenti di masse di debito pubblico, ad evitare cioè la loro *monetizzazione*.

Vediamo però ora, in primo luogo, come si presenta statisticamente il classamento del debito pubblico.

Sulle variazioni intervenute nel tempo nella distribuzione del debito pubblico tra le varie categorie di possessori i dati disponibili sono purtroppo, tranne che per gli *Stati Uniti*, tutt'altro che esaurienti.

L'andamento nel tempo della ripartizione percentuale dei possessori di debito pubblico in quel Paese è riportato nella tabella 9, il cui esame dimostra (35):

a) il notevole peso del sistema bancario nel classamento del debito pubblico; banche ordinarie e casse di risparmio detengono il

aumento del reddito reale. Il terzo metodo non è mai connesso, dice sempre l'Hansen, ad effetti inflazionistici.

(35) Per il 1919 i dati sono stati elaborati dallo studio di J. B. HUBBARD, *The United States Debt: Distribution among Holders and Present Status*, « The American Economic Review », marzo 1937. Fino al 1945 dallo *Statistical Abstract of the U. S.* 1951, pag. 338. Per il 1951 dal « *Federal Reserve Bulletin* ».



TABELLA N. 9

## RIPARTIZIONE PERCENTUALE DEI POSSESSORI DI TITOLI PUBBLICI NEGLI U. S. A.

SETTORE	30-6-1919	30-6-1925	30-6-1930	30-6-1935	30-6-1940	30-6-1945	30-6-1951
Banche della Riserva Federale	2,2	1,7	3,7	7,4	5,1	8,4	9,2
Banche commerciali . . . . .	23,0	22,6	30,7	38,7	33,2	32,5	23,7
Casse di mutuo risparmio . . . . .		5,5	3,2	4,7	6,4	3,7	3,8
Assicurazioni . . . . .	75,9	67,6	56,2	7,9	13,4	8,8	6,3
Società commerciali ed industr. . . . .				4,3	8,8	8,2	
Enti locali . . . . .	75,9	67,6	56,2	35,1	0,8	2,0	3,7
Enti morali ecc. . . . .					1,4	3,4	4,3
Privati . . . . .	75,9	67,6	56,2	35,1	20,8	22,8	24,5
Enti pubblici . . . . .					2,6	6,2	6,2
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

27,5 % del debito pubblico statunitense, dopo essere rimaste per circa un decennio sul 40 % ed anche oltre;

b) il sempre maggior ruolo assunto dalle banche del *Federal Reserve System* nel quadro della distribuzione del debito pubblico: dal 2 % circa negli anni susseguenti la prima guerra mondiale, si è giunti ad oltre il 9 % del totale;

c) la crescente importanza degli enti pubblici (enti previdenziali, per la maggior parte) come possessori di titoli di Stato: da percentuali trascurabili si è giunti ad oltre il 16 %;

d) e, conseguentemente, la minor partecipazione percentuale del settore privato all'in-

fuori delle banche; si può calcolare che in confronto del primo dopoguerra la relativa percentuale è poco meno che dimezzata.

Per la *Gran Bretagna* si può redigere la tabellina 10 in cui è messa a confronto la distribuzione del debito pubblico a un venticinquennio di distanza: si tratta purtroppo di dati non perfettamente comparabili, ma comunque significativi (36).

Il settore pubblico e quello bancario insieme detengono quindi, secondo i dati da noi esposti, oltre il 36 % del debito pubblico, e molto probabilmente questa percentuale è inferiore alla realtà (37).

(36) I dati per il 1925 sono tratti dal Morgan: *Studies in British Financial Policy* ecc., cit., pag. 123 e segg. Il Morgan ha rettificato con sue stime i dati comunicati da Sir W. Layton al Colwyn Committee. I dati per il 1951 sono tratti dallo studio *Ownership Distribution of Government Debt* apparso in «*International Financial Statistics*,» luglio 1952. Nel settore pubblico non sono però compresi, tra l'altro, i dati relativi all'Exchange Equalization Account.

(37) Per quanto riguarda il debito pubblico negoziabile, in uno studio apparso sulla «*Midland Bank Review*», (febbraio 1950) si afferma che circa un quarto di tale debito è in possesso delle banche commerciali e una percentuale equivalente è presso enti pubblici: circa la metà del debito pubblico negoziabile è quindi in mano di detentori su cui il Governo può esercitare determinati tipi di pressione.

TABELLA N. 10

## DISTRIBUZIONE DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO INGLESE

	Al 31-3-1925		Al 31-3-1951	
	Millioni di Lst.	%	Millioni di Lst.	%
Banca d'Inghilterra . . . . .	70	1,1	1.713	7,2
Banche . . . . .	670	10,2	3.099	13,0
Settore pubblico . . . . .	990	15,2	3.920	16,5
Altri . . . . .	4.795	73,5	15.093	63,3
TOTALE . . . . .	6.525	100,0	23.825	100,0

TABELLA N. 11

## DISTRIBUZIONE TRA ALCUNI ENTI DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO AL 31-12-1949

(in miliardi di lire di valore nominale)

DESCRIZIONE	DEBITO PUBBLICO «NEGOZIABILE»					DEBITO PUBBLICO «NON NEGOZIABILE»	TOTALE GENERALE (1)	
	B. T. O.	B. T. Poliennali	Altri titoli emessi o garantiti dallo Stato	TOTALE	Percentuale sul totale		Ammontare assoluto	Percentuale sul totale
Ammontare del debito pubblico . . . . .	(2) 615,8	124,8	406,1	1.146,7	100,0	1.317,8	2.464,5	100,0
Banca d'Italia . . . . .	—	4,9	33,5	38,4	3,3	744,2	782,6	31,8
Cassa Depositi e Prestiti . . . . .	13,6	7,8	27,9	49,3	4,3	546,8	596,1	24,2
Grandi Istituti di Previdenza ed Assistenza . . . . .	?	?	?	(3) 15,5	1,4	—	15,5	0,6
I.N.A. (Ist. Naz. Assicurazioni) . . . . .	0,2	1,6	2,4	4,2	0,4	—	4,2	0,2
Aziende di Credito . . . . .	357,0	27,3	43,5	(4) 427,8	37,3	26,8	454,6	18,5
Istituti di Credito mobiliare . . . . .	?	?	?	6,0	0,5	—	6,0	0,2
Assicurazioni Private . . . . .	?	?	?	8,2	0,7	—	8,2	0,3
TOTALE . . . . .	?	?	?	549,4	47,9	1.317,8	1.867,2	75,8

(1) Il totale generale corrisponde al dato esposto nella tabella 2 (esclusi i biglietti di Stato) più 90 miliardi di titoli garantiti dallo Stato, stimati in circolazione.

(2) Esclusi i 197 miliardi di B.T.O. speciali in possesso della Banca d'Italia che vengono computati nel debito pubblico «non negoziabile».

(3) Così suddivisi: INPS 10,1 miliardi (di cui 3,2 B.T.O. e 2,8 B.T. poliennali); INAIL: 2,9 miliardi; INAM: 500 milioni; ENPAS: 1,9 miliardi (al 30-6-1950); INADEL: 93 milioni; Ente Nazionale Previd. Dip. Enti Diritto Pubblico: 27 milioni.

(4) Così suddivisi: Ist. Diritto Pubblico 142,9 miliardi; Banche int. naz. 54,4; Banche di credito ord. 100,8; Banche Popolari 42; Casse di Risparmio 87,7.

Fonti - Per le Aziende di Credito: «*Bollettino*» del Serv. Studi economici della Banca d'Italia, marzo-giugno 1950. Per le Assicurazioni private: Ministero dell'Industria e Commercio - Ispett. delle Assicurazioni private - *Le assicurazioni private in Italia*, Roma, 1951. Per le altre voci: valutazioni desunte dai bilanci tranne che per gli Istituti di Credito Mobiliare, per cui si tratta di una stima.

Dal punto di vista storico una differenza va rilevata fra Gran Bretagna e Stati Uniti; mentre in questi ultimi l'apporto degli enti pubblici al finanziamento di Tesoreria è di data relativamente recente, in Gran Bretagna si tratta di una vecchia tradizione: basti pensare che nel 1900 quasi un quarto del debito pubblico inglese era in portafoglio degli enti pubblici amministrati dai *National Debt Commissioners* (38).

(38) Come è noto i *National Debt Commissioners* (che sono il Cancelliere dello Scacchiere, il Governatore e il Vice-governatore della Banca d'Inghilterra, lo *Speaker* della Camera dei Comuni, e alcuni alti funzionari dello Stato) amministrano gli investimenti fra l'altro degli enti previdenziali, della Casse di Risparmio postali, delle Trustee Savings Banks.

La percentuale del debito pubblico (compresi però i titoli garantiti dallo Stato e le passività

Per l'Italia si è voluto tentare da parte nostra un calcolo del classamento del debito pubblico per alcune categorie al 31.12.1949, sia con riferimento al debito complessivo, sia al debito di fatto «negoziabile» (escluse cioè le anticipazioni e i B.T.O. della Banca d'Italia, il c/c. della Cassa DD.PP. e i c/c simili) integrando con valutazioni i dati non disponibili (39).

varie) detenuta dai *Commissioners* ammontava al 23,7 % al 31.3.1900; raggiunse il massimo assoluto del 28,8 % nel 1914; nel dopoguerra toccò il livello minimo del 4,8 % e, dopo una lenta ascesa nel ventennio, passò al 10,7 % nel 1938. Al 31 marzo 1951 la suddetta percentuale era di circa il 14 % (cfr. PEMBER AND BOYLE, *British Government Securities in the Twentieth Century: the First Fifty Years*, London, 2° ed., 1950).

(39) Al debito pubblico si è aggiunto anche un ammontare stimato dei titoli garantiti dallo Stato

I risultati di questo calcolo sono esposti nella tabella 11; ne risulta che gli Enti del settore pubblico (ivi comprendendo le banche controllate direttamente od indirettamente dallo Stato, e anche le Casse di Risparmio) detengono il 70 % del debito pubblico complessivo e un terzo del debito pubblico negoziabile; le aziende di credito (pubbliche e private) posseggono quasi il 40 % del debito pubblico negoziabile e poco meno del 20 % del debito pubblico complessivo (è inoltre da notare che il contributo delle aziende di credito al finanziamento di Tesoreria è in sostanza più rilevante di quanto appare da queste cifre; basti ricordare i depositi obbligatori vincolati presso la Banca d'Italia e lo sconto di annualità).

Per l'anteguerra non ci è stato possibile svolgere un esame così analitico del classamento del debito pubblico italiano; si sono però ugualmente effettuate alcune stime sulla distribuzione dello stesso al 31.12.1939, stime che vengono riassunte nella tabellina 12 (40).

TABELLA N. 12

RIPARTIZIONE PERCENTUALE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO TRA ALCUNI ENTI NEL 1939 E NEL 1949.

	Al 31-12-1939		Al 31-12-1949	
	D. P. Negoziabile	D. P. Complesivo	D. P. Negoziabile	D. P. Complesivo
Aziende di Credito	13,7%	12,1%	37,3%	18,5%
Cassa DD.PP. . . .	6,2%	20,3%	4,3%	24,2%
Banca d'Italia . . .	0,6%	6,4%	3,3%	31,8%
	20,5%	38,8%	44,9%	74,5%

in circolazione, in quanto nelle statistiche relative alle aziende di credito tali titoli sono indicati congiuntamente a quelli dello Stato che non siano Buoni del Tesoro. L'ammontare in circolazione al 31.12.1949 dei titoli garantiti dallo Stato è da noi stimato in 90 miliardi. I titoli considerati sono le obbligazioni Cogne, le varie obbligazioni del COOP e le obbligazioni IRI-Mare, IRI-Ferro e IRI-Meccanica, le cartelle fondiarie provenienti da conversioni 5 % garantite dallo Stato, le cartelle di credito comunale e provinciale, il prestito unificato Città di Napoli.

(40) Il confronto non è del tutto corretto. Nei dati al 31.12.1939 non sono compresi i titoli garan-

In un decennio, quindi, la percentuale di debito pubblico detenuta dalle Aziende di credito, dalla Banca Centrale e dalla Cassa DD. PP. è quasi raddoppiata.

Per altri Paesi ci è stato possibile conoscere alcuni dati riferentisi alla situazione recente del classamento del debito pubblico, tratti da un'inchiesta del Fondo Monetario Internazionale, dati che sono stati elaborati nella tabella 13 (41).

Dai dati esposti nel testo e nelle tabelle si possono ritrarre alcune constatazioni relative al classamento del debito pubblico in generale. Risulta evidente la posizione-chiave detenuta dal sistema bancario, uno dei settori più delicati, cioè.

titi dallo Stato, di cui invece si è tenuto conto — per i motivi in precedenza ricordati — nelle elaborazioni relative al 31/12/1949. Nei dati del 1939 per quanto riguarda i B.T.O. non si è potuto fare riferimento al valore nominale. Possono sorgere anche altri dubbi intorno alla omogeneità dei dati ma il tutto non ci sembra possa togliere valore alla eloquenza del confronto.

(41) *Ownership Distribution of Government Debt*, in « International Financial Statistics » dell'agosto 1952. Per la Norvegia i dati sono tratti dal numero precedente, già citato, della suddetta pubblicazione. Nella tabella si sono aggiunti anche i dati da noi elaborati per l'Italia.

Per alcuni Paesi, come la Francia, l'IMF ha calcolato la distribuzione tra possessori con riferimento anche al debito pubblico all'estero.

Tenendo conto del solo debito pubblico interno, la percentuale relativa al settore pubblico (e anche delle banche) risulterebbe più elevata.

Basti pensare che dal bilancio al 31 dicembre 1950 della *Caisse des Dépôts et Consignations* risulta che i titoli di Stato (esclusi quelli garantiti dallo Stato e i titoli di altri enti pubblici, che raggiungono pure essi ammontari rilevanti) detenuti dalla *Caisse* e dagli enti da essa amministrati (Enti di assicurazione e previdenza, Casse postali, ecc.) rappresentano poco meno del 18 % del debito pubblico interno francese.

Anche per il Belgio i dati in nostro possesso starebbero a dimostrare una partecipazione del settore pubblico nella distribuzione del debito pubblico più alta di quella esposta dall'I.M.F. Alla fine del 1949 un solo Ente, la *Caisse Générale d'Épargne et de Retraite de Belgique* (e gli Enti da essa amministrati) deteneva in portafoglio poco meno del 9 % del debito pubblico interno diretto e il 14 % del debito pubblico interno compresi i titoli garantiti dallo Stato.

TABELLA N. 13

RIPARTIZIONE PERCENTUALE DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO (I) SECONDO I POSSESSORI

PAESE	Data di riferimento	Banca Centrale	Settore pubblico	Banche commerciali	Istituti finanziari	Enti locali	Altri (2)	TOTALE
Australia . . . . .	30/ 6/51	9,5	14,5	6,8	29,7	39,5		100—
Belgio . . . . .	31/12/50	18,9	4,0	18,5	18,4	40,2		100—
Canada . . . . .	31/ 3/51	12,8	5,4	17,9	11,3	3,3	49,3	100—
Finlandia . . . . .	31/12/50	27,6	2,5	3,3	34,3	32,6		100—
Francia . . . . .	31/12/50	19,8	8,8	7,7	8,5	55,2		100—
Germania . . . . .	31/ 3/51	71,6	10—	3,3	7,6	3,2	4,3	100—
Giappone . . . . .	31/ 3/51	35,5	44,2	7—	13,3			100—
Gran Bretagna . . . . .	31/ 3/51	7,2	16,4	13—	63,4			100—
Italia . . . . .	31/12/49	31,8 (3)	25—	18,5	24,7			100—
Norvegia . . . . .	30/ 6/50	62,5	9,7	14,1	13,7			100—
Nuova Zelanda . . . . .	31/ 3/51	11,2	60,4	1,8	1,5	13,3	11,8	100—
Olanda . . . . .	31/12/50	16,6	19,7	15,3	16,7	0,9	30,8	100—
Sud Africa . . . . .	31/ 3/51	2,5	48,5	17,8	17,1	2,7	11,4	100—
Stati Uniti . . . . .	30/ 6/51	9,1	15,2	23,2	10,6	3,7	38,3	100—
Svezia . . . . .	30/ 6/51	25,1	13—	10,4	28,2	?	23,3	100—
Birmania . . . . .	30/ 9/51	28,1	16,1	52,5	3,3			100—
Bolivia . . . . .	31/12/50	99,9	—	—	0,1	—		100—
Ceylon . . . . .	30/ 9/51	0,5	34,2	34—	14,3	0,1	16,9	100—
Cile . . . . .	31/12/50	36,2	31,8	17,4	0,9	13,7		100—
Columbia . . . . .	31/12/50	34,8	6,3	2,8	20,6	0,2	35,3	100—
Ecuador . . . . .	31/12/50	42,5	41,1	0,7	15,7			100—
Guatemala . . . . .	30/ 6/51	40,9	26,5	25—	0,8		6,8	100—
Nicaragua . . . . .	30/ 6/51	93,2	—	2,1	4,7			100—
Rep. Dominicana . . . . .	31/12/50	28,6	—	60,5	10,9			100—
Tailandia . . . . .	31/12/50	83,4	1,8	13,6	0,5	0,7		100—

(1) Per Canada, Francia e Guatemala, compreso il debito estero. Per l'Olanda, una parte del debito estero. Per alcuni Paesi è compreso anche il debito verso l'IMF e la IBRD.

(2) In questa voce sono compresi anche i dati relativi al debito in possesso di banche e governi stranieri.

(3) Dato incompleto.

Inoltre le Banche Centrali hanno in genere assunto nel finanziamento di Tesoreria un ruolo più significativo che nell'anteguerra, e ne hanno uno addirittura predominante nei paesi che sono stati particolarmente toccati dalla guerra e in quelli sottosviluppati (42).

(42) Cfr. le considerazioni esposte nel citato studio comparso su « International Financial Statistics » di agosto. In definitiva, settore bancario e banca centrale detengono una quota sostanziale (in certi casi quasi la totalità del debito pubblico)

Ed infine, notazione non meno importante, il debito pubblico è — per usare un neologismo — *istituzionalizzato*; anche escludendo dal computo le Banche Centrali, il settore pubblico detiene, nella quasi totalità dei Paesi, percentuali notevoli ed in molti casi elevatissime del debito pubblico.

nei paesi sottosviluppati; meno vistosa — anche se importante — nei paesi finanziariamente più evoluti (a parte le già ricordate eccezioni per i Paesi toccati dalla guerra).

È vero che a loro volta gli Enti pubblici in genere sono debitori verso privati, ma agli effetti della politica del debito pubblico sono soprattutto i detentori per così dire *originari* che contano.

La preminenza dei settori pubblico e bancario nel classamento del debito pubblico assume un rilievo ancor più spiccato se si ha riguardo alla distribuzione del debito pubblico a breve scadenza (43).

L'esame statistico del classamento del debito pubblico dà quindi modo di rendersi ulteriormente ragione degli sviluppi della tecnica dell'indebitamento statale nell'ultimo ventennio e di alcune presumibili tendenze per l'avvenire.

Alcuni studiosi hanno sottolineato che il problema del detentore è fondamentale per una moderna tecnica del debito pubblico (44); anzi, si può dire che il Tesoro dovendo indebitarsi ha soprattutto scelto la forma più accetta agli investitori (45); si comprende

(43) Per fare alcuni esempi: in Italia la distribuzione al 31/12/1951 dei Buoni del Tesoro ordinari era la seguente (cfr. la relazione 1951 della Banca d'Italia, pag. 199): Banca d'Italia 17%; aziende di credito 51%; Cassa Depositi e Prestiti 1%; altri 31%.

In Francia la distribuzione percentuale dei Buoni del Tesoro — tra cui però vi sono titoli a media scadenza — era la seguente (cfr. « Statistiques et Etudes Financières », n. 43, luglio 1952):

	31/12/1950	31/12/1951
Banca di Francia	7,1	} 32,2
Banche	26	
Settore pubb. e assic.	22,3	
Banche straniere	2,3	
Vari	42,3	
Totale	100	100

In Olanda (cfr. relazione 1949 della Banca d'Olanda, pag. 43) la ripartizione al 31 dicembre 1949 del debito fluttuante era la seguente:

Banche 55,7%; Enti istituzionali 33%; altri 11,3%.

In Gran Bretagna poi i *Treasury Bills* sono di fatto esclusivamente classati presso le banche, il mercato monetario e gli enti pubblici.

È così pure in Belgio.

(44) PARRAVICINI, *cit.*, pag. 233.

(45) Questa è pure la linea dei teorici della piena occupazione, per i quali il Tesoro deve appunto adattarsi ai « voleri » dei sottoscrittori, fronteggiando le eventuali conseguenze inflazionistiche con misure fiscali o controlli fisici. Cfr. ad esempio

allora l'importanza assunta dal debito a breve, che si rivolge in prevalenza appunto a uno dei settori più importanti tra quelli in cui il debito pubblico è classato, quello bancario cioè; e si comprende anche come al debito a lunga (pur non avendo più questo la importanza relativa di un tempo, ma soprattutto avendo mutato alcune caratteristiche) restino aperte notevoli possibilità di sbocco: enti istituzionali e pubblici, privati risparmiatori.

Come abbiamo visto, un'altra esigenza, oltre a quella sopra accennata, è però presente nella politica del debito pubblico: quella che la Tesoreria sia in grado di controllare il meglio possibile — e neutralizzare se del caso — la possibilità che i detentori di debito pubblico hanno di monetizzare i titoli in loro possesso.

È appunto in vista di queste due esigenze — in gran parte contrastanti — che si è venuta sempre più affermando la pratica di *diversificare* i titoli pubblici e di porre limitazioni alla loro negoziabilità.

#### 4. — Le limitazioni alla « negoziabilità » dei titoli pubblici.

Per limitazioni alla negoziabilità dei titoli pubblici si possono definire quelle misure per cui il possessore di un determinato tipo di titoli pubblici non può vendere il titolo ad un altro possessore (46), ovvero non può presentare tale titolo al rimborso presso la Tesoreria

quanto dice lo Schumacher (*op. cit.*, pag. 120/21): « La tecnica finanziaria come è andata evolvendosi nel periodo bellico, è particolarmente adatta per una economia di piena occupazione. Si dovrebbe continuare ad offrire, con emissioni in via continuativa, titoli di Stato sia a lunga che a breve scadenza, e colmare la differenza tra fabbisogno finanziario e titoli sottoscritti, ricorrendo ad anticipazioni della Banca Centrale (o di altri Enti pubblici). Non è necessario ricorrere alla costrizione od alla persuasione per ottenere sottoscrizioni più cospicue di quelle che spontaneamente affluiscono ». È più avanti: « L'inflazione deve essere fronteggiata con una severa imposizione progressiva e anche con più stretti controlli diretti: razionamento ed altri controlli fisici ».

(46) Nel caso che le transazioni fossero possibili all'interno di un determinato settore, si avrebbe un semplice procedimento di *diversificazione* dei titoli pubblici.

se non dopo un certo periodo di tempo dall'emissione o, in certi casi, lo può fare in qualsiasi momento, sottostando però a determinate *penalizzazioni* (in genere perdita d'interesse).

Questi procedimenti restrittivi possono essere dettati da due esigenze:

a) Vi sono titoli che si rivolgono ai risparmiatori per « allettarli » (dato il carattere più genuino di risparmio, si potrebbe dire, dei fondi che così affluiscono) con tassi maggiori o con facilitazioni fiscali. D'altra parte, con le caratteristiche normalmente presenti in tali titoli i tende a scoraggiare — mediante le sopra, accennate penalizzazioni — la presentazione al rimborso prima della scadenza, rafforzando per così dire la tendenza dei piccoli e medi investitori a tenere i propri titoli in portafoglio.

b) Vi sono titoli invece per cui la diversificazione o le restrizioni alla negoziabilità sono dettate, in modo assolutamente predominante, dalla preoccupazione del controllo monetario (preoccupazione questa che è presente anche nel primo caso, ma in linea subordinata). Sono questi i titoli riservati alle banche (47), ovvero in portafoglio delle banche e sottoposti a disposizioni restrittive peculiari del sistema bancario.

Per quanto riguarda i titoli offerti ai risparmiatori essi presentano in genere i seguenti tratti distintivi:

(47) Sull'argomento cfr. oltre il Roosa, *Integrating Debt Management, cit.*, lo Shoup (C. S. SHOUP, *Les restrictions à la négociabilité de la Dette Fédérale aux Etats-Unis*, « Revue de Science et de Législation Financières », 1949, n. 3) e il Chandler (L. V. CHANDLER, *Inflation in the United States 1940-1948*, New York, 1951).

A proposito degli effetti della politica di limitazione della negoziabilità dei titoli pubblici, e di diversificazione degli stessi, sul tasso d'interesse pagato dallo Stato, lo Shoup annota che una tale politica avrebbe come effetto quello di alleggerire il peso complessivo degli oneri finanziari dello Stato, con una politica di prezzi differenziati sul tipo di quella comunemente seguita dai monopolisti. Il Roosa osserva invece che il prezzo pagato per « isolare » il mercato dei titoli pubblici potrebbe diventare estremamente alto (« Il Tesoro potrebbe trovarsi costretto a pagare per così dire un saggio d'interesse in soprappiù, non solo durante i periodi d'inflazione ma anche in altri tempi »).

a) come già detto, essi di solito offrono un tasso superiore ai titoli di Stato di corrispondenti caratteristiche per quanto riguarda la durata;

b) i tassi sono crescenti con il tempo; gli interessi in genere non vengono pagati periodicamente, ma « incorporati » nel capitale e pagati alla presentazione del titolo per il rimborso;

c) i sottoscrittori sono al riparo dalle fluttuazioni dei corsi caratteristiche per molti altri titoli di Stato; possono, è vero, incorrere in perdite (interessi nulli o con determinate penalizzazioni) qualora i titoli vengano presentati al rimborso prima della scadenza, specialmente nei primi tempi di vita dei titoli, ma tali perdite sono nettamente delimitate e la loro eventuale ampiezza a seconda della data di rimborso è esattamente conoscibile all'atto della sottoscrizione;

d) molte volte per questi titoli esistono limitazioni riguardo all'ammontare che può essere sottoscritto (anche in considerazione delle esenzioni fiscali che vengono accordate);

e) l'acquisto di tali titoli è in genere precluso alle banche ed istituti finanziari;

f) questi titoli non sono, tranne che in casi eccezionali, negoziabili o trasmissibili (salvo che per cause ereditarie).

Come già detto, questi titoli possono essere presentati al rimborso prima della scadenza, sia pure con determinate penalizzazioni. Quindi, in tal caso, la limitazione alla negoziabilità ha un significato relativo agli effetti del controllo monetario, per l'opzione appunto che il sottoscrittore può esercitare per quanto riguarda la data di rimborso. Le penalizzazioni ad ogni modo agiscono indubbiamente da freno.

In questa materia abbiamo in Italia, con i Buoni Fruttiferi Postali, un'esperienza quasi trentennale (48).

Così pure — tra i titoli di data più recente — si avevano ad esempio in Francia i *Bons de Libération* riservati ai privati, ora sostituiti dai *Bons du Trésor à intérêt progressif* (49);

(48) I Buoni Fruttiferi postali, istituiti con R. D. L. 26/12/1924, n. 2106 e regolamentati con D. M. 1/2/1925, « non sono cedibili né sequestrabili » e sono esenti da imposte.

(49) I *Bons du Trésor à intérêt progressif* sono rimborsabili a vista dopo tre mesi dall'emissione,

in Gran Bretagna si hanno i *Defence Bonds* e i *Savings Certificates* (50); negli Stati Uniti i *Savings Bonds* (51); nel Canada i *Canada Savings Bonds* (52).

Esiste poi la categoria dei titoli a negoziabilità ristretta nella cui emissione sono predominanti, come si è detto, le preoccupazioni di ordine monetario, vale a dire lo sforzo di diminuire la possibilità di spinte inflazionistiche evitando (come del resto accade per quelli dedicati ai risparmiatori) almeno in parte la monetizzazione del debito pubblico con l'impe-

ed hanno la durata massima di tre anni. L'interesse è progressivo, dal 2 % per i primi sei mesi ad oltre il 5,50 % nel terzo anno (4 1/3 % in media per l'intero periodo di tre anni). Tali buoni non possono essere sottoscritti dalle banche, dagli istituti finanziari, agenti di cambio ecc. Possono essere invece sottoscritti da aziende commerciali ed industriali, e possono essere girati.

(50) I *Defence Bonds* 3 % potevano essere sottoscritti per un massimo di 2000 Lst. e rimborsati a meno di motivi urgenti solo con un preavviso di sei mesi. Recentemente si è iniziata una nuova serie al 3,50 %, con un massimo sottoscrivibile di 1000 Lst. I *Savings Certificates* sono ad interesse progressivo; dell'ultima emissione si può sottoscrivere solo un massimo di 1000 Lst. (Ed importi minori per chi detiene emissioni precedenti). I trasferimenti sono permessi solo in circostanze eccezionali.

(51) L'emissione dei *Savings Bonds* è sottoposta a precise restrizioni: i Buoni delle serie F e G non possono essere acquistati dalle banche commerciali, ed era indicato un massimo sottoscrivibile annualmente per l'insieme dei buoni delle due serie. I *Savings Bonds* della serie E erano soggetti a restrizioni ancor più severe: diritto d'acquisto limitato alle singole persone fisiche, obbligo assoluto di non negoziabilità nei primi 60 giorni dall'acquisto, più vasto il limite massimo sottoscrivibile annualmente, ecc.

Recentemente le emissioni delle serie F e G sono state sostituite da due nuove serie, la J e la K, con un maggior tasso d'interesse e con un aumento del massimo sottoscrivibile. Si è emessa anche una nuova serie di Buoni, la H, con caratteristiche similari a quelle della serie E.

(52) All'ultima emissione di *Savings Bonds* si può sottoscrivere per un massimo di 5000 dollari; i buoni non sono trasferibili tranne che per cause ereditarie; hanno la durata massima di 11 anni circa; possono essere rimborsati a qualunque epoca, ma l'interesse è progressivo, dal 2,14% per i primi ventun mesi al 3,44 % medio se tenuti per l'intero periodo.

dire il passaggio di titoli dall'uno all'altro settore economico.

Questo tipo di titoli è peculiare del sistema bancario (53). Così negli Stati Uniti vi sono speciali titoli *Bank-restricted*, che non possono essere sottoscritti dalle banche commerciali e non possono essere acquistati dalle medesime se non dopo molti anni a partire dalla data di emissione. Così pure in Francia vi sono speciali Buoni del Tesoro a brevissima scadenza (da 75 a 105 giorni) destinati alle banche; ed in Belgio, come si è già accennato, i Buoni del Tesoro sono praticamente riservati alle banche.

In Gran Bretagna a partire dal 1940 la Tesoreria ha emesso settimanalmente speciali titoli, le *Treasury Deposits Receipts* (con scadenza dapprima a sei, e poi anche a cinque-sette mesi), che venivano esclusivamente venduti alle banche; tali titoli non erano negoziabili; essi potevano essere scontati presso la Banca d'Inghilterra, ma solo in caso di «emergenza» e praticamente tale possibilità non venne mai applicata. Dopo aver assunto notevole importanza, l'emissione di tali titoli andò sempre più restringendosi fino a che recentemente essa venne sospesa, sia pure con la riserva di riprenderla qualora se ne presentasse l'opportunità.

Ancor più importanti sono le pratiche volte a limitare la negoziabilità dei titoli di Stato in possesso delle banche; indipendentemente dalle caratteristiche formali dei titoli stessi. Come già detto tutte le misure relative alle riserve obbligatorie di liquidità si risolvono appunto nell'isolare una parte del debito pubblico e nel creare titoli che di fatto anche se non sempre formalmente, diventano a negoziabilità limitata (54).

Le limitazioni di negoziabilità imposte al settore bancario sono quindi, per quanto ri-

(53) Per considerazioni generali su questo punto cfr. il Saraceno: I problemi della liquidità ecc., e il Parravicini, già citati.

(54) Ad esempio il Roosa: *Integrating Debt Management* ecc., cit., dice: «all'isolamento del debito pubblico si può pervenire per due vie: congelando i titoli a breve detenuti dalle banche mediante l'introduzione di determinati tipi di riserve secondarie obbligatorie, oppure ricorrendo per la maggior parte del debito pubblico (ad eccezione di quello a breve) a forme di debito non negoziabile».

TABELLA N. 14

II. DEBITO PUBBLICO FRUTTIFERO STATUNITENSE IN ALCUNI ANNI, SUDDIVISO A SECONDA DELLA NEGOZIABILITÀ E DELLA DURATA

(in milioni di dollari)

DATA	DEBITO NEGOZIABILE				Titoli a lunga «Bank-restricted»	DEBITO NON NEGOZIABILE			Emissioni speciali riservate ad Enti pubblici	TOTALE	% del Debito non negoziabile (6+7+8+9+10) sul totale
	A BREVE		A media	A lunga		Savings bonds (a lunga)	Altri titoli (a lunga)	A media			
	Treasury Bills	Certificates of Indebtedness									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
31/8/1919	—	4,2	5,0	17,1	—	—	—	—	—	26,3	—
30/6/1925	—	0,6	2,8	16,7	—	—	—	—	0,1	20,2	0,5
30/6/1930	0,1	1,3	1,6	12,1	—	—	—	—	0,8	15,9	5,1
30/6/1935	2,1	—	10,—	14,3	—	0,1	—	—	(1) 0,6	27,6	2,5
30/6/1939	1,3	—	7,2	25,4	—	1,9	—	0,3	(2) 3,8	39,9	15,2
30/6/1943	11,9	16,6	9,1	49,0	8,7	21,3	7,5	0,4	10,9	135,4	35,3
30/6/1945	17,0	34,1	23,5	69,9	36,8	45,6	10,1	0,5	18,8	256,3	43,6
30/6/1950	13,5	18,4	20,4	53,4	49,6	57,5	8,5	1,5	(3) 32,4	255,2	58,5
30/6/1951	13,6	9,5	35,8	42,9	36,1	57,6	7,8	14,9	34,7	252,9	59,7

(1) di cui 0,5 a media e 0,1 a breve.  
 (2) di cui 2,5 a media e 1,3 a breve.  
 (3) di cui 18,3 a breve e 14,1 a media.

guarda i rapporti possessore-Tesoreria, ben più drastiche di quelle imposte ai titoli riservati ai privati risparmiatori.

Una tendenza in certo senso nuova è quella di riservare speciali titoli a lunga scadenza a quegli investitori istituzionali di cui abbiamo già messo in rilievo la necessità di «pianificare» gli investimenti: ad esempio negli Stati Uniti sono riservate speciali emissioni ai vari enti pubblici previdenziali; in Francia recentemente si è emesso un prestito al 4,50 % riservato alle compagnie di assicurazione. Ed inoltre in molti Paesi buona parte del debito fluttuante (c/c con enti pubblici ad esempio) costituisce una forma *sui generis* di debito pubblico non negoziabile.

Sta di fatto che l'emissione di titoli a negoziabilità ristretta è andata sempre più assumendo maggior rilievo: ad esempio negli Stati Uniti, i titoli di debito pubblico non negoziabili, praticamente sconosciuti fino a una ventina d'anni fa, rappresentavano poco più del 15 % del debito pubblico fruttifero nell'anteguerra e

raggiungono ora il 60 % del totale (cfr. tabella 14) (55).

In Gran Bretagna i soli titoli a negoziabilità ristretta riservati ai risparmiatori, sconosciuti nel primo anteguerra e introdotti durante la prima guerra mondiale, ammontavano a poco più del 5 % del debito pubblico del 1938 e oltrepassano attualmente l'11 %.

La maggior parte di questi titoli — non solo nei due paesi sopracitati, ma anche in altri ricordati in precedenza — presenta una altra caratteristica comune: la loro sottoscrizione rimane aperta sempre, o almeno per lunghi periodi; se pensiamo anche alle moda-

(55) I dati della tabella 14 sono stati elaborati in base alle seguenti pubblicazioni: STUDENSKI-KROOS, *Financial History of the United States*, New York ecc., 1952; *Statistical Abstract* ecc., cit., pag. 336; «Treasury Bulletin». Nel calcolare le percentuali di debito non negoziabile non ci si è limitati al debito esposto come tale nelle statistiche ufficiali (nel 1951 circa il 32 % del totale) ma si sono aggiunti i titoli *Bank-restricted* e quelli riservati in emissione speciale agli Enti pubblici.



lità di sottoscrizione ai Buoni del Tesoro a breve (sottoscrizione continuata, o al massimo con « aste » settimanali, come nei paesi anglosassoni) possiamo cogliere un altro tratto distintivo nell'evoluzione della tecnica dell'indebitamento statale: il ricorso sempre più accentuato, rispetto alle emissioni *saltuarie*, a quelle in *via continuativa*, emissioni che possono assumere la forma di titoli a breve o a media o a lunga scadenza a seconda delle esi-

### Appendice sui debiti ratizzati

Una particolare forma di debito pubblico a negoziabilità ristretta — molto diffusa nel nostro Paese, ma praticamente ignorata all'estero — è rappresentata dai debiti ratizzati (o pagamenti differiti, o annualità): si tratta di debiti derivanti dal fatto che certi pagamenti dello Stato vengono ratizzati in annualità scadenti in esercizi successivi a quello in cui la somma dovrebbe, secondo la consuetudine, essere regolata. In genere la rateazione delle spese è accompagnata da speciali provvedimenti di legge che consentono ai creditori dello Stato di *mobilizzare* il loro credito, attraverso l'intervento delle banche o di speciali istituti (56).

Il metodo dei debiti ratizzati parte da necessità di carattere psicologico, allo scopo di far apparire meno grave il deficit di bilancio, tanto è vero che si è dato il caso in cui il Tesoro stesso ha provveduto direttamente allo sconto delle annualità ai creditori dello Stato, curando poi il collocamento di speciali certificati presso enti finanziari (57).

(56) Oltre a questa mobilitazione di un debito a lunga si può avere il finanziamento a breve dei creditori dello Stato per crediti diremmo « semplici » (per ritardi nei pagamenti, per avanzamento a lavori). È questa una tecnica molto in uso in Francia.

(57) È stato il caso dei certificati di credito per il finanziamento della bonifica integrale (R. D. L. 19/11/1936, n. 2370).

Così si esprime la già citata relazione del Ministero delle Finanze (pag. 486/7): « I concessionari... si rivolgono al Tesoro e cedono il proprio credito... In base alla cessione il Tesoro provvede... al versamento, a favore dei concessionari di bonifica, dell'importo capitale delle annualità cedutegli... ». Il Tesoro poi « trova modo di alleggerire la propria situazione di cassa ricorrendo all'emissione dei cennati certificati, che cede al Consorzio per sovvenzioni su valori industriali, e questo, a sua volta, secondo le possibilità del mercato, nel periodo del quinquennio, colloca ad iniziativa del Tesoro i certificati stessi a preferenza presso gli Istituti assicurativi, i quali ultimi finalmente trovano nell'acqui-

genze dei settori cui si rivolgono. Si tratta di una tecnica che forse meglio permette di *tastare il polso* al mercato monetario e finanziario, che rende forse più facili e più consapevoli gli eventuali interventi, di una tecnica senza dubbio più consona al ruolo che la finanza statale è chiamata a sostenere nel mondo moderno.

ANTONIO CONFALONIERI

Dal punto di vista contabile i debiti ratizzati sono un notevole ostacolo alla chiarezza ed al significato del bilancio statale; ciò non rappresenta un semplice questione formale, quando si pensi alla importanza del bilancio come strumento conoscitivo per la politica finanziaria ed economica; sarebbe consigliabile, qualora non si volesse abbandonare tale sistema, impostare almeno i debiti ratizzati, al loro valore attuale, tra il debito pubblico.

Quanto al valore di tale metodo agli effetti psicologici, una struttura moderna del bilancio statale, con una opportuna indicazione degli investimenti (da reddito o no) dello Stato, toglierebbe anche molte delle apprensioni che sussistono a tale riguardo.

Dal punto di vista finanziario, si fa presente da certi come il metodo dei debiti ratizzati possa risultare di effettivo anche se temporaneo sollievo alla Tesoreria (quando ad esempio i fornitori dello Stato o le banche abbiano tali disponibilità per cui non siano subito costretti a ricorrere al risconto presso la Banca Centrale) e che, dato che i titoli rappresentativi delle annualità hanno un mercato più limitato di quello della maggioranza dei titoli pubblici, una tale forma di finanziamento non contribuisce a deprimere i corsi dei vari titoli (58).

Ma, a parte che la prima affermazione non vale quando è il Tesoro stesso che sconta le annualità, sta di fatto che il sistema bancario, se può finan-

sto di tali titoli un ottimo e sicuro investimento dei propri capitali disponibili ».

Anche tecnicamente, una simile operazione non differisce quindi per nulla dall'emissione di titoli a negoziabilità ristretta.

(58) Per una trattazione della materia cfr. BORGATTA, *La finanza della guerra e del dopoguerra*, Alessandria, 1946; pagg. 115, 487, 513/8.

ziare queste operazioni senza ricorrere alla Banca Centrale, avrebbe anche potuto acquistare normali titoli di Stato emessi, con minor onere per lo Stato, in sostituzione dei certificati; sembra quindi difficile negare che il sistema delle annualità dia luogo a maggiori oneri finanziari per lo Stato (59)

(59) I creditori infatti tengono conto nel prezzo delle loro forniture allo Stato dell'onere finanziario che essi devono sostenere per scontare il loro credito, sconto che viene effettuato ad un tasso maggiore — e sensibilmente in molti casi — a quello che lo Stato paga per i mezzi finanziari che riesce ad ottenere sul mercato.

Pure il Borgatta conclude che «... il sistema delle annualità rischia di riuscire... più costoso del totale pagamento immediato ». Cfr. anche P. Coubois: *Les instituts publics de crédit*; « Revue de Science et de Législation Financières », 1949, n. 2.

Il metodo delle annualità porta inoltre molte volte ad intralci nella politica di spesa pubblica. È significativo a questo riguardo il seguente passo

per dare ad esso, a parte l'alterazione del bilancio, possibilità di finanziamento che con nuovi strumenti di debito pubblico possono essere ottenuti attraverso il normale indebitamento.

A. C.

della relazione della VII Commissione del Senato sul preventivo 1952-53 del Ministero dei Lavori Pubblici (Senato della Repubblica: Disegni di legge e Relazioni 1948-52, n. 2148 A, pag. 11): « I programmi di opere da eseguire a pagamento differito, in base alla legge 12 luglio 1949, n. 460, trovano gravi difficoltà nella realizzazione.

Molte gare sono andate deserte; in altre le imprese, che vi hanno partecipato, hanno chiesto aumenti di prezzo in natura assai rilevante e perciò non accettabili.

Ciò è da attribuirsi al fatto che le imprese incontrano gravissima difficoltà nell'ottenere lo sconto delle annualità, ovvero lo trovano a condizioni molto onerose ».