

5. Risparmio, tassi di interesse e politica fiscale: l'esperienza italiana

di Tullio Jappelli

1. Introduzione

Ai deficit pubblici vengono spesso attribuiti effetti molto diversi sul sistema economico. Essi provocherebbero l'aumento della domanda globale in presenza di disoccupazione, ma ridurrebbero la domanda di investimenti privati quando l'economia raggiunge il pieno impiego delle risorse. Essi contribuirebbero a far diminuire il risparmio nazionale netto secondo alcuni e lo lascerebbero invariato secondo altri. Ancora, quando essi raggiungono livelli troppo elevati e sostenuti per un lungo periodo di tempo, costringerebbero la Banca Centrale a monetizzare, o addirittura a non redimere il debito pubblico.

In Italia il risparmio nazionale netto è diminuito nell'ultimo ventennio di quasi dieci punti percentuali. Al contempo, il rapporto tra debito pubblico e prodotto nazionale si sta velocemente avvicinando all'unità, e i tassi di interesse reali sui titoli del debito pubblico sono da alcuni anni tornati ad essere positivi.

Dal punto di vista teorico sono stati compiuti molti progressi¹ volti a comprendere quali siano i canali di trasmissione della politica fiscale; da un punto di vista empirico, tuttavia, l'evidenza è ancora parziale e frammentaria. Lo scopo di questo scritto è pertanto quello di fornire alcune riflessioni sui probabili effetti della politica fiscale in Italia, di esaminare l'evidenza statistica della quale fino ad ora si dispone e di proporre alcuni nuovi test empirici. A tal fine, la prima parte del capitolo è dedicata ai problemi di misurazione delle variabili economiche in discussione, e, in particolare, del deficit e del debito pubblico. Le successive parti esaminano i tre principali temi attorno ai quali si è sviluppato il dibattito recente, e cioè la rilevanza empirica dell'Ipotesi Ricardiana di Neutralità, gli effetti del deficit sulla composizione della domanda globale e il problema della instabilità dinamica cui darebbe luogo il debito pubblico nel lungo periodo.

¹ Per una rassegna dei più recenti contributi teorici sugli effetti della politica fiscale cfr. Boskin [1985].

2. Problemi di misurazione del deficit e del debito pubblico

Concettualmente, il deficit dovrebbe risultare dalla differenza tra spese ed entrate governative; in assenza di investimenti pubblici, questa differenza dovrebbe inoltre essere pari alla differenza prima del debito pubblico ai valori di mercato. Sorge qui la prima difficoltà, poiché non è facile valutare il deficit di parte corrente, in quanto molte spese che compaiono nel conto capitale del Settore pubblico sono in realtà trasferimenti correnti. In Italia il problema è importante perché, soprattutto alla fine degli anni settanta e nei primi anni ottanta, i trasferimenti alle imprese a partecipazione statale effettuati a copertura delle spese di esercizio sono stati registrati nella contabilità nazionale come spese in conto capitale. Anche da un punto di vista teorico il problema è rilevante: infatti, qualunque teoria del risparmio privato (vedi par. 3) afferma che esso è potenzialmente influenzato dal consumo *corrente* dello Stato, ma non dagli investimenti pubblici, che, in teoria, possono produrre un flusso di redditi futuri simile a quello generato dal capitale privato².

Un secondo problema è se i deficit vadano corretti per le perdite in conto capitale subite dal settore privato in periodi di inflazione. Il problema non è solo contabile (e cioè non si limita soltanto a quello di trovare una misura adeguata del tasso di inflazione e dei saldi finanziari su cui operare l'aggiustamento) perché prima di procedere a qualunque correzione del deficit occorre valutare se il settore privato sia o meno immune da illusione monetaria. Nel primo caso, infatti, l'inflazione, in quanto perfettamente prevista, non produrrà alcun effetto sul risparmio nazionale. Nel secondo, invece, se essa si riflette in interessi nominali più elevati e se il governo non tenta di coprire, attraverso la tassazione, il premio da inflazione corrisposto dal settore privato, l'inflazione tenderà a ridurre il risparmio nazionale.

Almeno altrettanto difficili appaiono i problemi di misurazione del debito pubblico. Vi è in primo luogo il problema della misurazione del cosiddetto debito di Sicurezza sociale; a tutt'oggi si dispone di una stima di questo debito relativa ad un solo anno (il 1983). Un secondo problema è quello connesso alla valutazione del debito pubblico ai valori di mercato; il problema è tuttavia di una certa importanza soltanto a partire dall'inizio degli anni settanta, poiché prima di allora i tassi di interesse nominali erano soggetti a variazioni trascurabili.

Esiste infine il problema di costruire delle lunghe serie storiche

² Gli studi empirici hanno generalmente trascurato questo problema. Esso viene discusso in Modigliani, Jappelli e Pagano [1985] anche se la soluzione proposta, in assenza di apposite indagini sui conti dello Stato, non è molto soddisfacente.

delle variabili fiscali per potere riuscire a distinguere le componenti temporanee della spesa pubblica, delle aliquote fiscali e dello stock di debito pubblico dalle componenti permanenti delle stesse variabili.

In Italia, l'insieme di questi problemi di misurazione (che, come si è visto, non hanno carattere esclusivamente empirico, ma investono spesso problemi di natura teorica) non è stato ancora affrontato in maniera sistematica. È per questo che l'evidenza empirica discussa nei paragrafi successivi va interpretata con molta cautela, ed è certamente suscettibile di molti approfondimenti.

3. Deficit pubblico e teorie del risparmio

Le principali teorie del comportamento del risparmio privato in rapporto al deficit pubblico sono l'ipotesi del Ciclo Vitale (Icv) di Modigliani ed il modello intergenerazionale di Barro noto in letteratura come Ipotesi Ricardiana di Neutralità (IRN). Una delle principali implicazioni della Icv è che la reazione del risparmio privato sarà diversa a secondo dei modi con cui viene finanziato un dato ammontare di consumi pubblici. In particolare, una spesa finanziata mediante l'emissione di titoli del debito pubblico fa diminuire il risparmio nazionale perché il risparmio privato non aumenta in misura sufficiente a compensare la diminuzione di risparmio da parte del settore pubblico. Ciò si verifica perché la propensione media al consumo nel corso di tutta la vita del consumatore è circa uguale all'unità poiché, secondo la Icv, le eredità rivestono un'importanza del tutto marginale nel motivare le scelte di risparmio individuale. La Icv ipotizza dunque una stretta relazione tra risparmio nazionale, investimenti privati, tasso di accumulazione e scelte di politica fiscale.

Viceversa, secondo la IRN (che non è nient'altro che un caso limite della Icv in cui i consumatori hanno un orizzonte infinito) ogni deficit è esattamente controbilanciato dalle imposte future che verranno raccolte per ripagare il capitale e gli interessi sul debito pubblico; pertanto, i deficit sono compensati da un incremento del risparmio privato, non si verificano pressioni sui tassi di interesse e non vi sono effetti di spiazzamento dell'investimento privato. Questa proposizione conduce dunque all'affermazione che il saggio di risparmio nazionale è indipendente dalla politica fiscale, e che il tasso di accumulazione di un'economia non dipende né dal livello del deficit né da quello del debito pubblico.

Molti studi hanno cercato di sottoporre a verifica empirica le due diverse teorie del risparmio. In sintesi, come hanno dimostrato Sterling [1985] e Modigliani e Sterling [1985], la verifica empirica consi-

ste nello stimare una funzione del consumo che può essere ricondotta alla forma generale:

$$(1) \quad C_t = \sum_{i=0}^{\infty} a_i (NNP_{t-i} - T_{t-i}) + b W_t + c D_t + \sum_{i=0}^{\infty} d_i G_{t-i}$$

dove C è il consumo privato, NNP il prodotto nazionale netto, T le tasse al netto dei trasferimenti, W la ricchezza del settore privato al lordo del debito pubblico, D il debito pubblico e G il deficit pubblico di parte corrente.

Il pregio della (1) è che essa include, come casi particolari, la tradizionale funzione del consumo keynesiana (quando sia d che c sono uguali a zero) e la IRN (quando $c = -b$ e $\sum_1^{\infty} a_i = -\sum_1^{\infty} d_i$). Inoltre, per la Icv i coefficienti sul debito e sul deficit dovrebbero essere negativi ma piccoli in valore assoluto, perché la Icv, come già osservato, non attribuisce molta importanza ai lasciti ereditari, e per considerazioni di carattere generale, come la presenza di mercati di capitali imperfetti, la presenza di individui che consumano tutto il proprio reddito in ogni periodo (*liquidity constrained*) ed una certa miopia dei consumatori nel formulare le proprie aspettative.

Un problema strettamente connesso alla stima di una equazione come la (1) è se le variabili G e T debbano essere misurate dal deficit corrente e dalle tasse al netto dei trasferimenti nominali, oppure dal deficit corretto per l'inflazione e dalle tasse al netto dei trasferimenti reali. In linea di principio, se i consumatori fossero razionali, bisognerebbe correggere T e G per le perdite subite dal settore privato in periodi di inflazione. Invece che procedere direttamente alla correzione per l'inflazione, Modigliani (1984) ha dimostrato come sia preferibile sottoporre a test l'ipotesi di razionalità dei consumatori, aggiungendo all'equazione (1) un termine che misura la perdita da inflazione del settore privato.

Numerose verifiche empiriche dei due modelli sono state effettuate utilizzando dati statunitensi; negli ultimi anni, poi, in relazione agli elevati deficit del governo federale americano, il dibattito ha assunto toni particolarmente accesi, poiché, qualora si accettasse l'ipotesi di neutralità, si dovrebbe anche concludere che questi deficit non devono costituire motivo di alcuna preoccupazione per le autorità di politica economica. Non è lo scopo di questo articolo quello di fornire una rassegna empirica di questi studi³. Anche se la verifica empirica non ha dato risposte univoche, credo che si possa concludere che la Icv abbia in definitiva ricevuto riscontri più convincenti.

³ Per una rassegna cfr. Feldstein [1982] per i test dei due modelli effettuati nel corso degli anni settanta, e Seater e Mariano [1985] e Modigliani e Sterling [1985] per quelli successivi.

Per quanto riguarda l'Italia, due studi recenti (Modigliani, Jappelli e Pagano [1985] e Modigliani e Jappelli [1985]) non trovano alcun riscontro per l'ipotesi di neutralità. Il primo di questi due studi si riferisce all'esperienza del periodo storico più recente (1950-1982). Il secondo estende l'analisi a tutto il periodo che va dalla formazione dello Stato unitario ai giorni nostri. La stima dei parametri fiscali oscilla intorno a $-0,2$ per il coefficiente sul deficit pubblico (a fronte di un coefficiente sul reddito di circa $0,7$) ed è intorno allo zero - o anche positivo - per il coefficiente sul debito pubblico, peraltro già incluso nella ricchezza. I risultati che emergono da entrambi questi lavori confermano cioè che il consumo ha risposto soltanto in modo molto limitato ai deficit pubblici, dato ovviamente il reddito al netto di tasse.

Questi risultati hanno importanti conseguenze per la politica economica. Essi indicano infatti che il risparmio nazionale non è affatto indipendente dal livello del deficit di parte corrente del settore pubblico; al contrario, essi dimostrano come un aumento dell'1% del rapporto tra deficit e prodotto nazionale ha provocato una riduzione del tasso di risparmio nazionale di circa lo 0,5% (la somma dei coefficienti del reddito e del deficit).

Un'altra ragione per cui la IRN non viene confermata dai dati è che entrambi gli studi riscontrano il fatto che il consumo reagisce positivamente - e con un coefficiente non molto diverso da quello su tutte le altre forme di trasferimenti - alla spesa per interessi.

Non solo, quindi, l'effetto reddito sarebbe, nel caso dell'Italia, maggiore dell'effetto sostituzione, ma i trasferimenti per interessi vengono trattati dal settore privato come tutte le altre forme di tasse e trasferimenti. Questa circostanza contribuisce ad accentuare gli effetti di crowding-out dei deficit nei confronti del risparmio nazionale: infatti, pur rimanendo nell'ambito della ICV, un aumento del deficit contribuisce a far aumentare i tassi di interesse, e se l'effetto sostituzione fosse maggiore dell'effetto reddito, vi sarebbe un aumento del risparmio privato che, in parte, compenserebbe la diminuzione di risparmio pubblico. Ciò al di là, ovviamente, dell'aumento di risparmio privato, stimato in circa lo 0,2%, dovuto al fatto che i consumatori scontano una parte delle tasse che lo Stato esigerà in futuro per ripagare i propri debiti, e, precisamente, quella parte che gli individui si aspettano di dover ripagare nell'arco della loro vita.

Infine, il test sulla razionalità dei consumatori, anche se ha fornito

⁴ Utilizzando dati e periodi differenti, Lecalano e al. [1984] stimano una funzione del risparmio delle famiglie e trovano invece una correlazione positiva tra risparmio e tasso di interesse. Anche alla luce di questo studio è opportuno quindi analizzare i risultati discussi nel testo con una certa cautela.

risultati contraddittori nel primo dei due studi citati, ha permesso di concludere nel secondo che il periodo 1864-1982 è coerente con l'ipotesi di razionalità dei consumatori, anche se solo nel periodo 1950-1982 è possibile rifiutare anche l'ipotesi nulla di completa illusione monetaria. I risultati indicano inoltre che i consumatori basano le proprie decisioni su un tasso di interesse reale atteso. Ne consegue che la misura di deficit pubblico più appropriata – almeno dal punto di vista dell'effetto di spiazzamento – è quella che corregge le spese per interessi nominali per il deprezzamento atteso dello stock di debito pubblico. In periodi in cui è possibile predire accuratamente l'inflazione questa misura di deficit può differire notevolmente da quella convenzionale della contabilità nazionale. In condizioni quali quelle manifestatesi negli anni settanta, e cioè in cui è possibile predire l'inflazione ed in cui il tasso nominale di interesse è fortemente correlato con il tasso di inflazione attesa (cfr. Modigliani e Jappelli [1985] ed in particolare il par. 5) i deficit di parte corrente corretti per l'inflazione attesa non sono molto elevati. All'inizio degli anni ottanta essi oscillano intorno all'1-2% del prodotto nazionale netto.

Una implicazione di questa analisi è che, al contrario di quanto molti sostengono, il contributo dei deficit governativi – corretti per l'inflazione attesa – alla diminuzione del risparmio nazionale netto è stato piuttosto limitato. Infatti, la crescita dei deficit di parte corrente di circa 4 punti percentuali (dai surplus degli anni cinquanta ai modesti deficit dei primi anni ottanta) ha ridotto il saggio di risparmio nazionale di circa 2 punti percentuali, su un declino totale di quasi 9 punti percentuali (da una media del 20% dei primi anni sessanta ad una di circa l'11% all'inizio degli anni ottanta).

Nello studio ricordato viene invece messo in evidenza come la causa più importante della diminuzione del risparmio nazionale è stata il drastico rallentamento del tasso di crescita del reddito, da una media del 6% negli anni cinquanta a valori che oscillano intorno all'1% nei primi anni ottanta.

4. Deficit e tassi di interesse

La tradizionale analisi dell'effetto dei deficit pubblici in periodi in cui l'economia è vicina alla piena occupazione è quella che un aumento della spesa finanziata mediante l'emissione di titoli esercita una pressione nei confronti dei tassi di interesse; a sua volta, l'aumento dei tassi provoca una diminuzione delle componenti della domanda globale più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse, e cioè alcune componenti della domanda di investimenti e, in una economia aperta agli scambi con l'estero come l'Italia, delle esportazioni nette.

Ad esempio, Magnani e Valcamonici [1984], in uno studio sulla domanda di investimenti in Italia, concludono che «il tasso reale atteso costituisce un fattore importante del processo di accumulazione» (p. 83).

Dal punto di vista empirico non è facile riuscire a valutare gli effetti del deficit sul tasso di interesse. La ragione è che le autorità di politica monetaria hanno teso a stabilizzare i tassi di interesse per gran parte del dopoguerra, nascondendo così la relazione strutturale tra tassi di interesse e deficit. In linea di principio, poi, è molto probabile che i tassi di interesse siano influenzati dal ciclo economico, anche se non è facile dire, a priori, in quale direzione. Infatti, in periodi di contrazione economica, il reddito ed il risparmio privato sono bassi, e quindi la domanda di attività finanziarie è bassa; d'altra parte, anche la domanda di investimenti diminuisce durante le fasi basse del ciclo economico. In conclusione, poiché sia la domanda che l'offerta di risparmio variano con il reddito, è difficile interpretare il coefficiente di una variabile ciclica sul tasso di interesse, anche se in genere si suppone che la domanda di fondi diminuisca più che l'offerta di risparmio e ci si attende che il tasso di interesse reale abbia un andamento prociclico.

Oltre a questi problemi ve ne sono altri che riguardano la misurazione delle variabili. I risultati degli studi ricordati nel par. 3 fanno presumere che il deficit debba essere corretto per il deprezzamento atteso dello stock di debito pubblico; inoltre, esiste il problema di stabilire se occorra prendere in considerazione il solo deficit di parte corrente (come presumibilmente indicato dalla IRN), o la variazione di tutto lo stock del debito pubblico, inclusa quella parte di debito che serve a finanziare investimenti pubblici.

Da un punto di vista empirico, l'approccio più frequente nella letteratura consiste nello stimare la forma ridotta di un modello *IS-LM* integrato dalla legge di Fisher, e cioè una relazione del tipo:

$$(2) \quad i = F(p^e, M, G, u)$$

dove i è il tasso di interesse nominale, p^e una misura del tasso di inflazione atteso, M la quantità reale di moneta in circolazione, G il deficit pubblico e u una variabile ciclica.

I primi a stimare una equazione quale la (2) sono stati Eckstein e Feldstein [1970], che trovarono una correlazione positiva tra deficit e tassi di interesse. Più recentemente, l'evidenza fornita dai dati statunitensi è stata meno chiara. Evans [1985], per esempio, trova che in più di 120 anni di storia americana, alti deficit non sono mai stati associati ad alti tassi di interesse. Tuttavia, nell'analisi del periodo più recente, egli omette il tasso di inflazione atteso in una equazione in

cui il tasso *nominale* di interesse è la variabile indipendente, ed inoltre non considera la questione se sia il deficit nominale o quello reale ad influenzare i tassi di interesse.

Su simili linee, Hoelscher [1985] non trova conferma per l'ipotesi di *crowding-out*: egli inserisce una misura di inflazione attesa nelle sue stime, e trova che un aumento del deficit (non corretto per l'inflazione) ha scarsi effetti sui tassi di interesse. Al contrario, Bath, Iden e Russek [1985] suggeriscono che alti deficit, specialmente quando siano depurati dalle componenti cicliche, conducono ad un aumento dei tassi di interesse, confermando così i risultati originari di Eckstein e Feldstein.

Infine, Plosser [1982], seguendo un approccio basato sull'ipotesi di efficienza dei mercati finanziari, trova che nel periodo 1954-1982 l'ammontare del deficit (e del debito pubblico) non ha avuto un effetto significativo sui tassi di interesse pagati sui titoli del debito pubblico emessi dal governo americano. Tuttavia, i risultati di Plosser si riferiscono ai tassi di interesse *nominali*, e, quindi, i suoi risultati significano che maggiori deficit farebbero aumentare i tassi *reali* soltanto se contemporaneamente diminuisse il tasso di inflazione attesa.

In via molto preliminare, e con tutti i problemi di misurazione già ricordati, è stata effettuata una stima dell'equazione (2) e i risultati sono riportati nella tab. 1. I dati utilizzati sono osservazioni annuali dal 1962 al 1984⁵. Il tasso di interesse nominale utilizzato è quello sui titoli del debito pubblico a medio termine. L'inflazione attesa è stata approssimata con i valori stimati mediante un processo autoregressivo del secondo ordine comprendente l'inflazione stessa e la quantità di moneta in circolazione⁶. La moneta (M2) ed il deficit sono stati divisi per il prodotto nazionale lordo, anche per facilitare l'interpretazione dei risultati. Infine, le variabili cicliche utilizzate sono state escluse perché davano luogo a coefficienti non significativamente diversi da zero.

La prima equazione (1.1A) utilizza il deficit di parte corrente non corretto per l'inflazione; l'errore standard dell'equazione è meno di un quinto della media della variabile dipendente (10,2); inoltre, tutti i coefficienti risultano significativamente diversi da zero almeno al livello del 5%.

Secondo le attese, il coefficiente sulla moneta è negativo; esso indica che un aumento del rapporto tra moneta e prodotto nazionale

⁵ Sarebbe opportuno utilizzare dati trimestrali o anche mensili; purtroppo la serie del debito pubblico utilizzata in questo studio è disponibile solo su base annuale. Inoltre, serie trimestrali darebbero probabilmente luogo a residui fortemente correlati.

⁶ L'inclusione di altre variabili, quali il tasso di cambio lira/dollaro e il tasso di crescita del prodotto nazionale lordo, ha fornito risultati molto simili.

TAB. 1.

	Costante	p^e	G	M	DW	SE	R ²
1.1A	23,5 (6,1)	0,30 (2,4)	0,94 (4,2)	-0,22 (-4,9)	1,4	1,93	0,87
1.2A	26,1 (5,3)	0,71 (8,7)	0,99 (2,9)	-0,25 (-4,6)	1,1	2,23	0,83
1.1B	17,0 (4,2)	0,49 (4,9)	0,51 (3,7)	-0,18 (-3,8)	1,4	2,05	0,86
1.2B	18,7 (4,2)	0,71 (8,8)	0,50 (2,9)	-0,19 (-3,8)	1,6	2,23	0,83

Nota: le stime sono state effettuate con il metodo dei minimi quadrati ordinari. Le t di Student sono in parentesi. Le equazioni 1.1A e 1.2A utilizzano il deficit di parte corrente, le 1.1B e 1.2B la differenza prima del totale del debito pubblico. Nelle regressioni 1.2A e 1.2B G è stato corretto per l'inflazione attesa (p^e).

dell'1% provoca una diminuzione di 0,2% del tasso di interesse a medio termine. Il coefficiente del deficit è piuttosto grande in valore assoluto, ed indica che un aumento del deficit di un punto percentuale, per un dato livello di inflazione attesa e di moneta in circolazione, provoca un aumento di quasi un punto del tasso di interesse.

Se nella (1.1A) si sostituisce una misura del deficit corretto per l'inflazione attesa, come suggerito nel par. 3⁷, il coefficiente sul deficit non cambia (regressione 1.2A), ma quello sull'inflazione attesa sale sensibilmente, confermando il ruolo importante che questa variabile ha nello spiegare le variazioni del tasso di interesse nominale⁸.

Le ultime due equazioni della tab. 1 utilizzano come misura del deficit la differenza prima dello stock di debito pubblico, rispettivamente non corretta (1.1B) e corretta per l'inflazione attesa (1.2B). I risultati sono qualitativamente molto simili a quelli delle due regressioni precedenti; il coefficiente della variabile G, anche se notevolmente ridotto, rimane positivo e significativamente diverso da zero.

I risultati sin qui presentati valgono ovviamente soltanto nel caso di un'economia chiusa agli scambi con l'estero, oppure nel caso in

⁷ La correzione per l'inflazione è stata effettuata sottraendo dal deficit il prodotto del tasso di inflazione attesa per lo stock di debito pubblico di inizio periodo. Risultati molto simili sono stati comunque ottenuti sostituendo il tasso di inflazione atteso con quello effettivo, poiché negli anni sessanta e settanta le differenze tra inflazione attuale ed attesa non sono sistematiche.

⁸ È forse opportuno ricordare che il coefficiente sull'inflazione attesa sarebbe uguale ad uno solo nei casi limite di una curva LM verticale o di una curva IS orizzontale (cfr. Sargent [1972] e Levy e Makin [1978]). Lo schema di riferimento comunque è l'analisi classica di Mundell che distingue il tasso nominale da quello reale in un modello IS-LM.

TAB. 2.

	Costante	p^e	G	M	IUSA	DW	SE	R ²
2.1A	17,3 (4,0)	0,27 (2,4)	0,68 (3,0)	-0,15 (-3,2)	0,13 (2,4)	1,1	1,73	0,90
2.2A	17,3 (3,2)	0,53 (5,05)	0,61 (1,9)	-0,16 (-2,7)	0,17 (2,7)	1,1	1,94	0,88
2.1B	9,6 (3,2)	0,28 (3,7)	0,48 (5,4)	-0,9 (-2,7)	0,20 (5,3)	1,4	1,31	0,95
2.2B	9,9 (3,0)	0,46 (5,7)	0,51 (4,4)	-0,10 (-2,5)	0,22 (5,5)	1,3	1,42	0,94
2.3	4,3 (2,4)	0,62 (8,9)	0,24 (3,1)	-0,02 (-1,1)	0,09 (2,7)	1,6	0,79	0,98
2.4	3,5 (2,2)	0,71 (14,2)	0,26 (4,4)	-0,02 (-1,0)	0,07 (2,7)	1,8	0,71	0,99

Nota: per le regressioni 2.1A, 2.2A, 2.1B e 2.2B cfr. nota alla tab. 1; le regressioni 2.3 e 2.4 ripetono le stime della 2.1B e 2.2B utilizzando 8 ritardi del tasso di inflazione vincolati ad una polinomiale di Almon di secondo grado. Nella 2.4 G è corretto per l'inflazione effettiva (p).

cui esistano controlli di capitali così forti da isolare completamente i tassi di interessi interni da quelli esistenti sui mercati internazionali. Infatti, nel caso in cui vi fosse perfetta mobilità di capitale, il tasso di interesse interno non dovrebbe essere influenzato dalla politica fiscale. È per questa ragione che i coefficienti di G e M riportati nelle regressioni della tab. 1 possono essere distorti a causa dell'omissione, nell'equazione (2), di una importante variabile esplicativa, e cioè il tasso di interesse estero.

Le prime quattro equazioni della tab. 2 presentano stime del tutto simili a quelle della tab. 1, eccetto che per l'aggiunta del tasso di interesse nominale a medio termine sul debito pubblico statunitense, corretto per l'apprezzamento del tasso di cambio lira/dollaro (la variabile IUSA)⁹. I risultati confermano il sospetto che i coefficienti della tab. 1 sono distorti: infatti, il coefficiente di G nelle prime quattro equazioni della tab. 2 è più basso che nelle corrispondenti regressioni della tab. 1, così come (in valore assoluto) quello di M. Inoltre, il coefficiente di IUSA è sempre molto significativo, anche se i movimenti del tasso di interesse americano si riflettono solo in misura molto parziale su quelli del tasso di interesse interno.

⁹ La variabile utilizzata è cioè $IUSA = IUS + A$, dove IUS è il tasso di interesse nominale e A l'apprezzamento del tasso di cambio lira/dollaro (e_t) e cioè $A = (e_t - e_{t-1})/e_t$. In linea di principio la variabile rilevante per le scelte di portafoglio è $IUS + A^e$, dove A^e misura l'aspettativa del tasso di apprezzamento del cambio. Una equazione predittiva per A^e dovrebbe almeno includere il tasso di cambio passato, il tasso di inflazione estero ed il saldo della bilancia dei pagamenti. Nel presente studio A^e è stato approssimato utilizzando l'apprezzamento ex-post del tasso di cambio.

Il fatto che i controlli di capitali siano stati nel complesso efficaci⁷ è anche confermato da uno studio di Giavazzi e Pagano [1985], i quali, esaminando l'esperienza italiana più recente, dimostrano come tali controlli siano stati importanti soprattutto in periodi di forti tensioni nello SME, anche se essi, in generale, non sono serviti a proteggere completamente l'economia italiana dalle variazioni dei tassi di interesse internazionali.

Un altro risultato interessante delle regressioni della tab. 2 è che, al contrario di quanto accade in quelle della tab. 1, l'errore standard si abbassa nettamente quando il deficit viene misurato, come nelle regressioni 2.1B e 2.2B, dalle variazioni del totale del debito pubblico. Questo risultato conferma l'opinione di coloro che ritengono che sia il totale del fabbisogno, piuttosto che il deficit di parte corrente, ad essere maggiormente correlato con i tassi di interesse.

Le ultime due equazioni presentate nella tab. 2 (2.3 e 2.4) ripetono le stime delle 2.1B e 2.2B, utilizzando un procedimento diverso per il calcolo dell'inflazione attesa; infatti, un elemento non soddisfacente delle stime sin qui presentate è costituito dal coefficiente piuttosto basso della variabile p^e . Le regressioni 2.3 e 2.4 sono state effettuate utilizzando 8 ritardi distribuiti di Almon¹⁰ sul tasso effettivo di inflazione; i risultati fanno registrare una nettissima diminuzione dell'errore standard dell'equazione (adesso meno di un decimo della media della variabile dipendente), un notevole aumento dell'effetto dell'inflazione attesa ed una riduzione di tutti gli altri coefficienti, inclusa la costante. Questo è l'unico caso in cui, quando il deficit viene corretto per l'inflazione, si ottiene una riduzione dell'errore standard della regressione. Va notato comunque che, poiché il metodo dei ritardi distribuiti non permette di correggere G per l'inflazione attesa, nella 2.4 G è stato corretto per l'inflazione effettiva, ed i risultati non sono dunque immediatamente confrontabili con i precedenti (v. tuttavia la nota 7).

In conclusione, sembra potersi affermare che l'esperienza italiana conferma l'esistenza di un'associazione positiva tra deficit e tassi di interesse. Tale associazione, estremamente forte nella regressione 1.1A della tab. 1, viene tuttavia notevolmente ridotta se il deficit viene misurato con la differenza prima dello stock di debito pubblico, se si controlla per l'effetto dei tassi di interesse vigenti sui mercati internazionali e se l'inflazione attesa viene calcolata mediante i ritardi distribuiti di Almon.

¹⁰ È noto che il metodo di Almon è soggetto a molte critiche, soprattutto per il fatto che la scelta del grado della polinomia è arbitrario. Le stime delle equazioni 2.A2 e 2.B2 sono state ripetute, con risultati molto simili, utilizzando polinomiali di terzo grado e diverso numero di ritardi.

5. Debito pubblico e instabilità dinamica

Il terzo aspetto su cui si è concentrata la letteratura sugli effetti (in questo caso soprattutto di lungo periodo) del debito pubblico è quello che riguarda le conseguenze che si manifesterebbero all'interno del sistema economico se il rapporto tra debito pubblico e prodotto nazionale continuasse a crescere. Questo filone di ricerche è particolarmente sviluppato in Italia; a partire dai contributi di Spaventa [1984a, 1984b, 1985] molti studi hanno affrontato il problema di un elevato stock di debito pubblico. In queste analisi si fa osservare che una situazione in cui il tasso di interesse reale è superiore al tasso di crescita dell'economia per un lungo periodo di tempo, ed in cui al contempo esistono elevati deficit pubblici da finanziare, conduce all'autoalimentazione del debito ed all'instabilità dinamica.

Le tradizionali analisi di stabilità, tuttavia, non conducono all'individuazione di una soglia oltre la quale il debito pubblico diventerebbe necessariamente esplosivo, ponendo così problemi di monetizzazione o di credibilità. Anche se non è questo il luogo per analizzare la letteratura sull'argomento né i rimedi che sono stati proposti, è utile riportare il rapporto tra debito pubblico e prodotto nazionale netto nel corso dell'ultimo secolo (figure 1A e 1B), anche per collocare il problema in una prospettiva storica e fornire, per questo tramite, qualche nuovo spunto di riflessione.

In due occasioni, e cioè alla fine del secolo (tra il 1884 e il 1900) e immediatamente prima della seconda guerra mondiale il rapporto tra debito e prodotto nazionale ha registrato valori superiori all'unità. Nel primo caso fu la crescita del reddito (il primo miracolo economico italiano tra la fine del secolo scorso ed il primo decennio del Novecento) a far diminuire il rapporto; nel secondo, la monetizzazione del debito, e cioè i tassi di inflazione estremamente sostenuti del periodo 1944-1947. Il rapporto tra debito e prodotto continuò poi a diminuire lentamente durante tutti gli anni cinquanta, fino a raggiungere un minimo storico (poco meno di 0,2) all'inizio degli anni sessanta. Da allora il rapporto ha continuato a crescere, prima lentamente, e infine, negli anni più recenti, a ritmi estremamente sostenuti. Nel 1984 esso è di circa 0,7 ma non appare particolarmente elevato, almeno in una prospettiva storica di lungo periodo; secondo le stime di Spaventa, inoltre, esso sarà di 0,8 nel 1988.

È vero che oggi non vi sono prospettive di crescita sostenuta (come all'inizio del secolo), né di tassi di interesse fortemente negativi (come nel secondo dopoguerra). Tuttavia, anche se le previsioni di crescita del rapporto tra debito e prodotto fossero confermate, la situazione non sarebbe certamente paragonabile a quella della fine del secolo o degli anni che precedettero la seconda guerra mondiale.

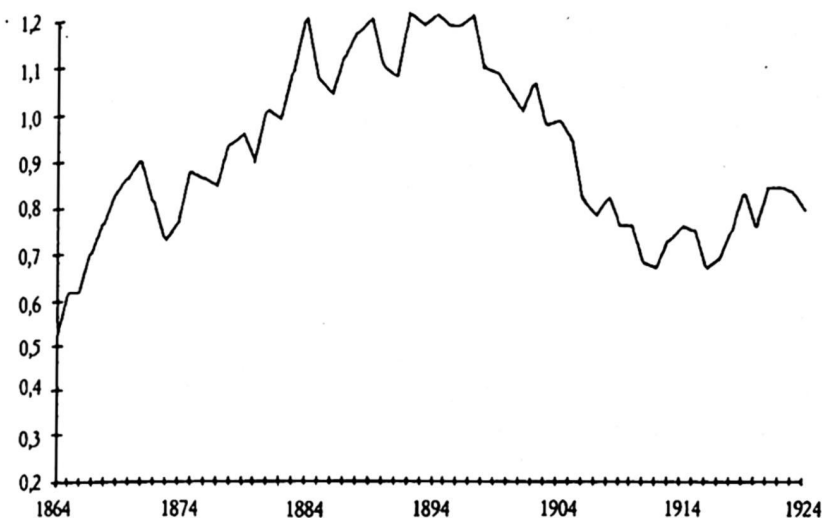


FIG. 1A. Rapporto tra debito pubblico e prodotto nazionale netto, 1864-1924.

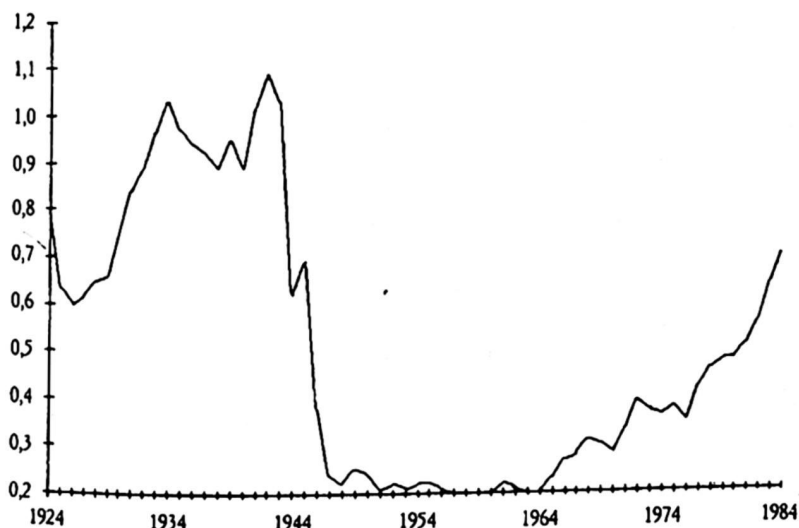


FIG. 1B. Rapporto tra debito pubblico e prodotto nazionale netto, 1924-1984.

Il livello raggiunto dal rapporto tra debito e prodotto nazionale è, come si è detto, in linea con i valori registrati in numerosi altri periodi di storia italiana; la media per l'intero periodo 1864-1982 è infatti di 0,75.

È per questa ragione che sembra più utile concentrare l'attenzione sugli effetti che i deficit del settore pubblico hanno già prodotto e

stanno producendo all'interno del sistema economico, e cioè i problemi esaminati nei parr. 3 e 4 di questo capitolo, piuttosto che sulle estreme conseguenze della crescita del debito fino alle soglie dell'instabilità: a tutt'oggi, infatti, tale soglia non si conosce, né alcuno studio ha dimostrato che essa sarà necessariamente raggiunta nel corso dei prossimi anni.

6. Conclusioni

2 { Dal quadro dello stato dell'analisi empirica sugli effetti della politica fiscale sull'economia italiana, emerge che le analisi «tradizionali» vengono sostanzialmente confermate con la qualificazione che i deficit pubblici vanno corretti per il deprezzamento atteso dello stock di debito pubblico. Inoltre, l'ipotesi di neutralità del debito pubblico avanzata da Barro non riceve conferma dai dati attualmente disponibili; infatti, i deficit pubblici degli ultimi anni (corretti per l'inflazione attesa) hanno contribuito a ridurre il risparmio nazionale e hanno provocato un aumento dei tassi di interesse reali, e, presumibilmente, una riduzione degli investimenti privati e delle esportazioni nette.

Da questa rassegna emerge però anche un'agenda per future ricerche; oltre ad un paziente lavoro di ricostruzione ed analisi dei dati, occorre continuare ad analizzare la caduta del risparmio nazionale netto nel corso dell'ultimo ventennio. Dalle ricerche disponibili emerge senz'altro che il rallentamento del tasso di crescita e la politica fiscale hanno giocato un ruolo importante nel ridurre il tasso di risparmio, ma restano ancora in gran parte da esplorare gli effetti che vi possono avere avuto i mutamenti delle variabili demografiche (come l'età media e la dimensione delle famiglie) e soprattutto l'accumularsi, negli anni recenti, di un enorme debito di sicurezza sociale.

Fonti statistiche

Tasso di interesse: rendimento sui titoli del debito pubblico a medio termine (Fonte: IMF, riga 61b).

Inflazione: variazioni dell'indice dei prezzi al consumo (Fonte: *Relazione Annuale della Banca d'Italia, Appendice Statistica*, d'ora in avanti BI-AS, Tab. aB39).

Deficit: deficit di parte corrente del settore pubblico (Fonte: BI-AS, Tab. aC2).

Debito pubblico: debito pubblico interno del settore pubblico al netto dei depositi bancari (Fonte: Spaventa [1984b], tab. 3). Per la figura 1 i dati sono tratti da Modigliani e Jappelli (cfr. in particolare l'Appendice statistica).

Moneta: è definita come somma del circolante, dei depositi a vista e a risparmio (M2) (Fonte: BI-AS, tab. aD35).
Prodotto nazionale lordo: Fonte: BI-AS, tab. aB1.
Tasso di interesse USA: rendimento sui titoli a medio termine del debito pubblico (Fonte: IMF, riga 61b).
Tasso di cambio lira/dollaro: Fonte: IMF, riga rf.

Riferimenti bibliografici

- Bath, J., Iden, G. e Russek, F. (1985), *Do Federal Deficits Really Matter?*, in «Contemporary Policy Issues», gennaio, n. 3.
- Boskin, M. (1985), *Deficits, Public Debt, Interest Rates and Private Saving: Perspectives and Reflections on Recent Analysis and on U.S. Experience*, presentato alla Conferenza su *Private Saving and Public Debt*, Alghero, settembre.
- Evans, P. (1985), *Do Large Deficits Produce High Interest Rates?*, in «American Economic Review», giugno.
- Feldstein, M. e Eckstein O. (1970), *The Fundamental Determinants of the Interest Rate*, in «Review of Economics and Statistics», novembre.
- Feldstein, M. (1982), *Government Deficit and Aggregate Demand*, in «Journal of Monetary Economics», gennaio.
- Giavazzi, F. e Pagano, M. (1985), *Capital Controls and the EMS*, in *Capital Controls Legislation and Economic Aspects*, Milano.
- Hoelscher, G. (1985), *Federal Borrowing and Short Term Interest Rates*, in «Southern Journal of Economics».
- Lecaldano Sasso La Terza, E., Marotta, G. e Masera, R. (1985), *Households' Saving and the Real Rate of Interest: the Italian Experience, 1970-1983*, in «Temi di Discussione», n. 47, Servizio Studi della Banca d'Italia, maggio.
- Levy, M. e Makin, J. (1978), *Anticipated Inflation and Interest Rates: Further Interpretation of Findings on the Fisher Equation*, in «American Economic Review», dicembre.
- Magnani, M. e Valcamonici, R. (1984), *Funzioni Aggregate d'Investimento: 1970-1982*, in *Ricerche Quantitative per la Politica Economica*, Banca d'Italia.
- Modigliani, F. (1984), *The Economics of Public Deficit*, Atti della Conferenza su «Economic Policy in Theory and Practice», Tel Aviv, maggio.
- Modigliani, F. e Sterling, A. (1985), *Government Debt, Government Deficit and Private Saving Behavior: a Comment*, agosto, di prossima pubblicazione su «American Economic Review».
- Modigliani, F., Jappelli, T. e Pagano, M. (1985), *The Impact of Fiscal Policy and Inflation on National Saving: the Italian Case*, in «Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review», giugno.
- Modigliani, F. e Jappelli, T. (1985), *Fiscal Policy and Saving in Italy since 1860*, presentato alla Conferenza su «Private Saving and Public Debt», Alghero, settembre.
- Plosser, C. (1982), *The Effect of Government Financing on Assets Returns*, in «Journal of Monetary Economics», maggio.

- Sargent, T. (1972), *Anticipated Inflation and the Nominal Interest Rate*, in «Quarterly Journal of Economics», maggio.
- Seater, J. e Mariano, R. (1985), *New Tests of the Life Cycle and Tax Discounting Hypothesis*, in «Journal of Monetary Economics», maggio.
- Spaventa, L. (1984a), *La Crescita del Debito Pubblico in Italia: Evoluzione, Prospettive e Problemi*, in «Moneta e Credito», settembre.
- Spaventa, L., Artoni, R., Mortaldo, G. e Zanchi, P. (1984b), *L'Indebitamento Pubblico in Italia: Evoluzione, Prospettive e Problemi*, Rapporto presentato alla V Commissione Parlamentare della Camera dei Deputati, Roma, settembre.
- Spaventa, L. (1985), *Adjustment Plans, Fiscal Policy and Monetary Policy*, in «Review of Economic Conditions in Italy», aprile.