

2. Istituzioni politiche e debito pubblico

di Guido Tabellini

1. Introduzione

Nella tradizione italiana, l'analisi della politica economica e in particolare della politica finanziaria si è sempre accompagnata all'analisi delle istituzioni. Recentemente questa tradizione si è arricchita di nuovi strumenti analitici in parte mutuati dalla teoria dei giochi, e ha dato luogo a un nuovo programma di ricerca. Alla base di questa linea di ricerca è l'idea che le autorità di politica economica rispondono a incentivi, non a ordini. L'analisi della politica economica non può pertanto limitarsi a valutare le conseguenze di politiche alternative. Deve anche chiedersi se le autorità hanno sufficienti incentivi per attuare le politiche economiche «ottimali», ed eventualmente suggerire come creare incentivi adeguati. Poiché gli incentivi dipendono dalle istituzioni che regolano la formazione della politica economica, e in particolare dalle istituzioni politiche, l'analisi delle istituzioni ha un ruolo centrale nel nuovo programma di ricerca.

Questa relazione discute alcuni contributi che hanno studiato l'indebitamento pubblico nell'ambito di questo programma di ricerca¹. La prima parte della relazione si chiede come spiegare le grandi differenze nell'indebitamento pubblico di diversi paesi. La conclusione è che esse sono dovute ad alcune specifiche caratteristiche delle istituzioni politiche. La seconda parte si chiede quali riforme istituzionali possano aiutare il rientro da un alto debito pubblico. La conclusione qui è molto più incerta; ma l'esperienza storica di vari paesi suggerisce l'importanza di riforme che attribuiscono al rimborso del debito esistente dei diritti di prelazione sulle imposte future. Questo tipo di istituzione, se accompagnata da adeguati vincoli istituzionali all'indebitamento, può coinvolgere il mercato nel disciplinare uno stato debitore.

¹ Per una rassegna più completa della letteratura, si veda Alesina e Tabellini [1992]. Più in generale, i recenti contributi teorici al programma di ricerca su politica economica e analisi delle istituzioni sono riassunti in Persson e Tabellini [1990].

2. Teorie positive del debito pubblico

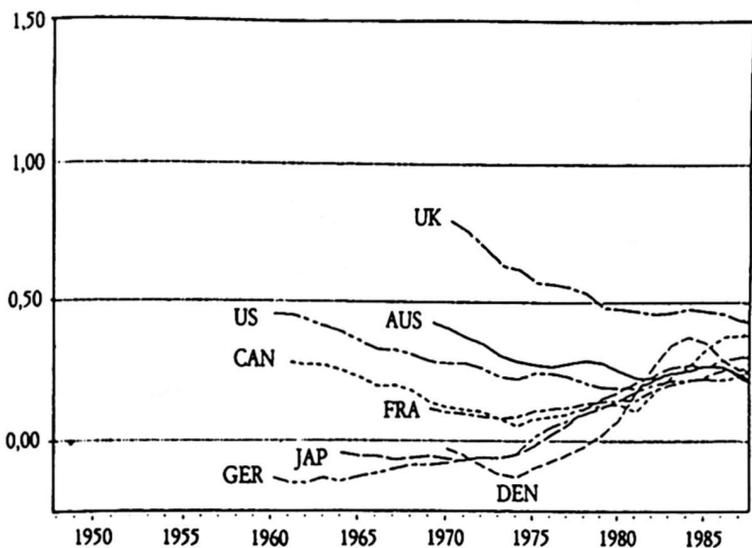
2.1. Il debito pubblico nei paesi industriali

La fig. 2.1 illustra l'andamento del debito pubblico in percentuale del PNL in due gruppi di paesi OCSE dagli anni '60 a oggi. In entrambi i gruppi si nota un aumento del debito a partire dalla seconda metà degli anni '70. Ma nei paesi della fig. 2.1a, l'andamento del debito pubblico converge a un valore stabile (un po' meno del 50% del PNL). Nei paesi della fig. 2.1b, viceversa, il rapporto debito-PNL è su un sentiero chiaramente esplosivo (con la possibile eccezione della Spagna). A cosa sono dovute queste differenze? Questo è il problema affrontato nella prima parte della relazione.

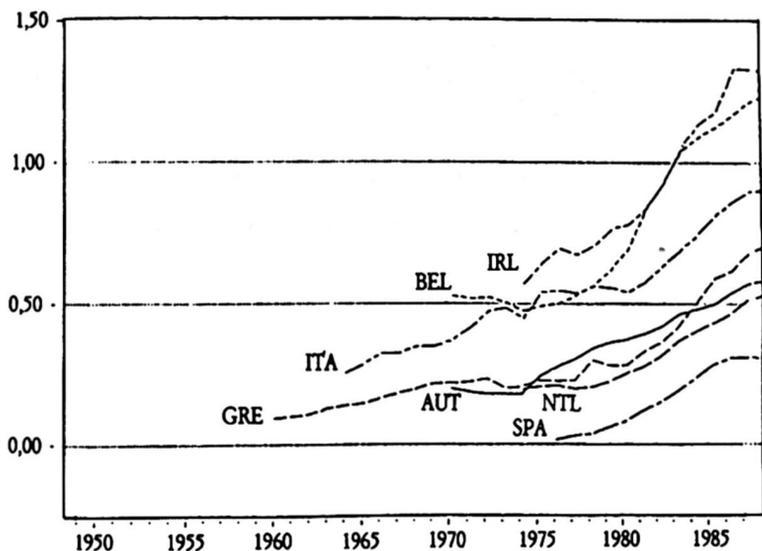
Chiariamo subito che la «teoria della tassazione ottima» di Barro [1979] e Kydland e Prescott [1980] non è in grado di rispondere. Secondo Barro, in alcuni paesi industriali (in particolare Stati Uniti e Inghilterra) le politiche del debito pubblico possono essere spiegate con l'ipotesi che i governi cercano di minimizzare le distorsioni fiscali. Essi si indebitano per distribuire uniformemente su più periodi i costi della tassazione, a fronte di shock temporanei alla spesa o alla base imponibile. Le differenze internazionali nel debito pubblico, secondo questo punto di vista, riflettono semplicemente le diverse sequenze di shock nei vari paesi. I paesi della fig. 2.1b sono cioè soltanto più «sfortunati» di quelli nella fig. 2.1a.

È chiaro che questa spiegazione non è convincente, data la somiglianza nella struttura economica dei paesi in esame, la lunghezza del periodo considerato, e soprattutto l'entità dell'accumulazione di debito nei paesi della fig. 2.1b. Per rendersi conto di quanto grande sia stato l'indebitamento pubblico in questi paesi, si consideri la fig. 2.2 che riporta l'accumulazione di debito pubblico totale ed estero nei 15 paesi in via di sviluppo individuati dal piano Baker come i debitori a più alto rischio². La crisi del 1982 è scoppiata per questi paesi a livelli di debito estremamente bassi (circa il 40% del PNL) se confrontati con la fig. 2.1b. È naturale chiedersi perché i mercati finanziari internazionali abbiano così tanta fiducia nei paesi OCSE ad alto debito, quando ne hanno così poca nei paesi in via di sviluppo; ma su questo torneremo più avanti.

² Questi paesi, noti come il «Gruppo dei 15», o più semplicemente i G-15, sono: Argentina, Bolivia, Brasile, Cile, Colombia, Costa d'Avorio, Ecuador, Messico, Marocco, Nigeria, Perù, le Filippine, Uruguay, Venezuela e Jugoslavia.



a)



b)

Legenda: AUT = Austria; AUS = Australia

FIG. 2.1. Debito netto in percentuale del PNL.

Fonte: OECD, *Economic Outlook*.

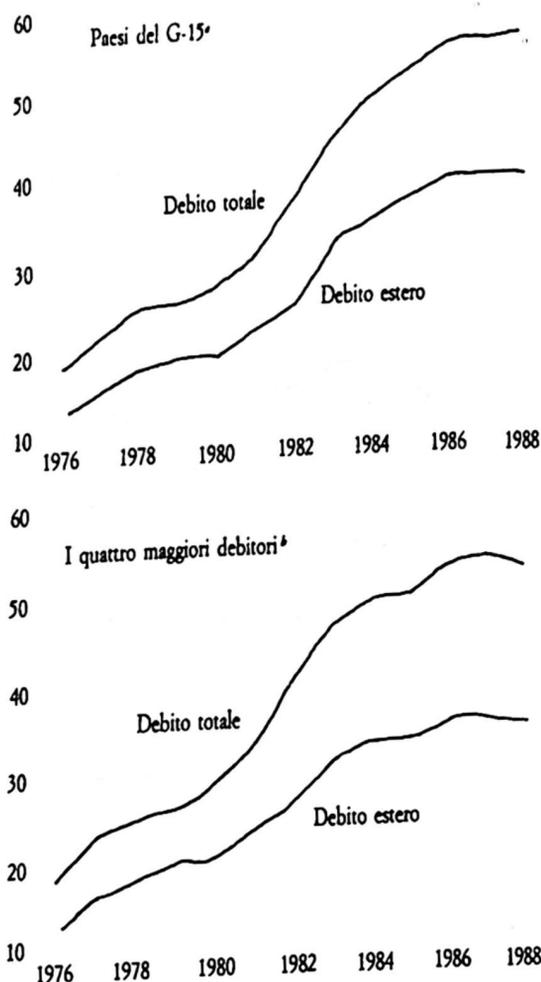


FIG. 2.2. Debito pubblico totale e estero nei paesi in via di sviluppo (% del PIL).

* Il «Gruppo dei Quindici» paesi include, Argentina, Bolivia, Brasile, Cile, Colombia, Costa d'Avorio, Ecuador, Messico, Marocco, Nigeria, Perù, Filippine, Uruguay, Venezuela, Jugoslavia.

^b Tra i G-15 i quattro paesi in via di sviluppo che presentano i debiti esteri maggiori sono: Argentina, Brasile, Messico, Venezuela.

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, Guidotti e Kumar [1991].

2.2. Teorie politiche del debito pubblico

Non è certo sorprendente che la teoria della tassazione ottima non sappia spiegare le politiche economiche che osserviamo. I governi rispondono a incentivi politici, e per spiegare il loro comportamento è dall'analisi di questi incentivi che dobbiamo partire. Alla base della politica sta il disaccordo tra diversi individui sull'allocazione delle risorse. Tutte le teorie politiche del debito pubblico, pertanto, si chiedono quali sono le implicazioni di questo disaccordo sull'indebitamento pubblico.

2.2.1. La scuola di *public choice*

La prima e più nota analisi politica del debito pubblico in tempi moderni è associata a Buchanan e alla scuola di *public choice*. Il punto di partenza è quasi opposto alla teoria della tassazione ottima. Le motivazioni del governo non hanno niente a che vedere con la massimizzazione del benessere collettivo, ma sono determinate dal desiderio di restare in carica e sfruttare i privilegi associati al potere politico. Vi è quindi un conflitto di interessi tra governo ed elettori. Se gli elettori non sono in grado di esercitare un controllo adeguato tramite il voto, le motivazioni «opportunistiche» del governo si riflettono in politiche subottimali. Come nella teoria del *principal-agent*, la mancanza di informazioni è la ragione principale di un controllo limitato degli elettori sul governo. Nel caso del debito pubblico, la mancanza di informazioni crea illusione fiscale, nel senso che gli elettori sottostimano sistematicamente i costi della tassazione futura rispetto alla tassazione presente. Per i politici è pertanto meno costoso indebitarsi che non finanziare la spesa con imposte.

Neanche questa spiegazione, tuttavia, è soddisfacente. L'ipotesi di illusione fiscale implica una generale tendenza a indebitarsi. Ma non spiega le differenze tra paesi – a meno di ipotesi arbitrarie sulla correlazione tra illusione fiscale e cittadinanza degli elettori. Inoltre, l'evidenza empirica diretta suggerisce che non vi è illusione fiscale – si veda ad esempio Cameron [1988].

L'idea che l'accumulazione di debito rifletta un controllo imperfetto degli elettori sul governo è promettente. Ma forse per ragioni diverse da quelle individuate dalla scuola di *public choice*. Vengono in mente almeno due osservazioni. Primo, anche senza illusione fiscale, la mancanza di informazioni indebolisce il controllo degli elettori perché crea barriere all'entrata nel sistema politico. Secondo, il disaccordo tra gli elettori circa altri aspetti della politica economica (per esempio sulla distribuzione del reddito) può impedire il formarsi di maggioranze che indirizzino l'esecutivo verso scelte efficienti. Un governo «opportunistico» può cioè approfittare dell'incapacità dei suoi elettori di mettersi d'accordo³. L'importanza di questi e altri fattori dipende dalle caratteristiche delle istituzioni politiche, e varia quindi da paese a paese. In linea di principio, pertanto, un'analisi *principal-agent* che postula un conflitto di interessi tra governo ed elettori potrebbe spiegare le differenze nell'indebitamento pubblico di diversi

³ Questo punto è stato formalizzato da Forejohn [1988] in un contesto statico. La letteratura sul «governo decentrato», discussa più sotto, raccoglie inoltre alcune di queste idee.

paesi. Questo però non è ancora stato fatto in modo rigoroso, almeno per quanto mi è dato di sapere⁴.

Recentemente sono state formulate altre due teorie politiche del debito pubblico. Entrambe postulano un conflitto tra *policymakers*, anziché tra *policymakers* ed elettori.

2.2.2. *Indebitamento strategico*

Nel primo caso, studiato da Persson e Svensson [1989] e Tabellini e Alesina [1990], il conflitto è tra *policymakers* (governi o maggioranze parlamentari) in carica in periodi diversi. Si consideri un governo che sa che il suo successore avrà preferenze diverse sulla dimensione complessiva o sulla composizione della spesa pubblica. Esso può usare il debito pubblico come variabile strategica, per influenzarne le politiche di spesa. Se il governo in carica è più conservatore del suo successore (nel senso che preferisce una minore spesa pubblica), esso ha un incentivo a indebitarsi per scoraggiare un aumento futuro della spesa. Analogamente, se il governo si aspetta che il suo successore allocherà la spesa pubblica in modo diverso (ad esempio, meno difesa e più previdenza sociale), vi è un incentivo a indebitarsi. La ragione è che un maggiore debito consente al governo in carica di spendere di più oggi sui beni da lui preferiti (ad esempio la difesa), ma al margine non lo obbliga domani a ridurre il consumo, perché comunque il governo di domani spenderà poco in difesa. Risultati analoghi si applicano al caso di governi che si alternano e sono in disaccordo sulla ripartizione del carico fiscale tra diversi gruppi di cittadini o su diverse basi imponibili. In tutti questi casi, il debito pubblico è tanto più alto quanto più è forte il disaccordo tra i governi in carica in periodi diversi. Inoltre, il risultato si applica tanto ai governi quanto agli elettori (nel presupposto che anche questi si aspettino di non fare più parte in futuro di una coalizione di maggioranza).

In un certo senso, qui l'accumulazione di debito avviene per ragioni opposte a quelle suggerite dalla scuola di *public choice*. L'incentivo a indebitarsi esiste proprio perché gli elettori e i governi guardano al futuro e si rendono pienamente conto delle conseguenze future delle loro azioni. È l'assenza di illusioni che crea l'incentivo a indebitarsi.

Sebbene quest'idea sia nata per spiegare le politiche dell'amministrazione Reagan, essa può facilmente spiegare differenze nell'indebitamento di diversi paesi. Secondo questa teoria, nei paesi ad alto de-

⁴ Si vedano tuttavia alcuni suggerimenti di Roubini e Sachs [1989a] al riguardo, che riprendono alcune considerazioni di Popper [1988].

bito sono più probabili le alternanze tra gruppi politici con preferenze diverse circa l'allocazione della spesa o del carico tributario.

2.2.3. *Governmento decentrato dell'economia*

Il conflitto tra diversi *policymakers* può portare all'accumulazione di debito anche senza che vi sia alternanza temporale. È il caso considerato da una seconda linea di ricerca, che postula il decentramento delle decisioni di politica economica tra diversi agenti (ad esempio, diversi ministri in un governo di coalizione, o diversi livelli amministrativi – centrale, regionale e provinciale – o ancora diversi partiti politici che amministrano diverse imprese pubbliche). Sebbene questi diversi agenti siano liberi di scegliere una qualche azione di politica economica di loro competenza (ad esempio, quale incremento salariale concedere ai loro dipendenti), tuttavia essi sono soggetti a un medesimo vincolo di bilancio intertemporale. Questa situazione crea un incentivo a spendere molto, perché ogni agente scarica sugli altri una parte dell'onere di finanziare le sue spese. Se inoltre vi sono ostacoli a un'espansione della tassazione in linea con quella della spesa, allora il decentramento della spesa porta alla crescita del debito pubblico.

Inoltre, una struttura decentrata di governo può conferire a un gruppo politico un *potere di veto*. Ad esempio, in un governo di coalizione la minaccia di far cadere il governo attribuisce poteri di veto a tutti i partiti di governo. Oppure, in un sistema presidenziale, la divisione di poteri tra esecutivo e congresso attribuisce a entrambi un potere di veto. Per questa ragione, il decentramento delle funzioni di governo tra gruppi politici con obiettivi contrastanti rende particolarmente difficile cambiare lo status quo. Se lo *status quo* implica il finanziamento con debito pubblico (come per esempio in seguito a uno shock negativo alla base imponibile), allora di nuovo il decentramento di governo porta alla crescita del debito.

Queste idee hanno trovato varie applicazioni in macroeconomia. Sargent e Wallace [1981] e Tabellini [1986] studiano il coordinamento della politica monetaria e fiscale da questo punto di vista. Alesina e Drazen [1991] usano l'ipotesi di governo decentrato per spiegare la ritardata attuazione di riforme fiscali pur in presenza di situazioni insostenibili. Drazen e Grilli [1991] e Aizenman [1989] ne considerano le ripercussioni sull'inflazione. Sanguinetti [1990] studia l'accumulazione di debito pubblico in Argentina, dove le imprese del settore pubblico hanno una grande autonomia di spesa e sono una voce importante del bilancio statale.

Anche qui, non è difficile spiegare le differenze nell'indebitamento di diversi paesi. Secondo questa linea di ricerca, nei paesi ad alto

debito la formazione della spesa pubblica è maggiormente decentrata, l'esecutivo è più frammentato tra partiti o gruppi politici con diversi obiettivi, ed è meno capace di resistere alle pressioni di gruppi di interesse o di spinte corporative.

2.3. Debito pubblico e istituzioni politiche nei paesi industriali

Alla luce dei risultati teorici sopra riassunti, è naturale chiedersi se i paesi ad alto debito hanno caratteristiche istituzionali e politiche che li contraddistinguono.

2.3.1. *La costituzione politica*

Cominciamo dalla costituzione politica. La prima colonna della tab. 2.1 distingue tre gruppi di paesi: democrazie presidenziali (Francia e Stati Uniti), democrazie parlamentari con sistema parlamentare maggioritario (Australia, Canada, Giappone, Irlanda e Inghilterra) e democrazie parlamentari con sistema elettorale proporzionale (Austria, Belgio, Danimarca, Germania, Grecia, Italia, Olanda e Spagna). È subito evidente che questo raggruppamento è simile a quello delle fig. 2.1a e 2.1b sul debito pubblico. Tutti i paesi a debito instabile tranne uno (Irlanda) sono democrazie parlamentari con legge elettorale proporzionale. E viceversa vi sono solo due regimi politici di questo tipo tra i paesi con debito stabile (Germania, Danimarca, e forse Spagna). Inoltre, l'Irlanda ha alcune caratteristiche di un sistema proporzionale, mentre la Germania limita la proporzionalità con lo sbarramento al 5% per essere rappresentato in Parlamento e facilita la costruzione di alleanze politiche con il vincolo della «sfiducia costruttiva», e la Danimarca ha avuto fino all'inizio degli anni '80 tassi di crescita del debito pubblico tra i più alti nei paesi industriali.

Le democrazie parlamentari con sistema elettorale proporzionale, insomma, incontrano molte più difficoltà a rispettare il vincolo intertemporale di bilancio. Questo fatto è illustrato anche nella fig. 2.3, che mostra l'accumulazione media di debito (in percentuale del PNL e su base annua) tra il 1970 e il 1989 nei tre gruppi di paesi. Le democrazie proporzionali in media si sono indebitate più del 400% rispetto agli altri regimi politici.

Informazioni simili vengono dall'esperienza storica di questi e altri paesi. Nel 1958 la Francia passa dal sistema proporzionale a quello maggioritario e rinforza i poteri del presidente. A questa riforma si accompagna una drastica svolta nella politica di indebitamento. Mentre negli anni '50 la Francia aveva un disavanzo primario pari in me-

TAB. 2.1

Paese	Costituzione	Maggioranza	Durata Governi	Stabilità Politica
Francia	Pr	41,5	1,29	2,5
Stati Uniti	Pr	41,5	5,00	8
Australia	Pa-M	26,8	4,44	10
Canada	Pa-M	80,5	4,00	8
Giappone	Pa-M	80,5	1,67	40
Inghilterra	Pa-M	92,7	4,00	8
Irlanda	Pa-M	65,9	1,90	5
Austria	Pa-R	39,0	2,67	40
Belgio	Pa-R	9,8	1,43	10
Danimarca	Pa-R	0,0	2,11	5,7
Germania	Pa-R	9,6	2,00	20
Grecia*	Pa-R	91,2	0,97	4
Italia	Pa-R	0,0	0,95	10
Paese Bassi	Pa-R	0,0	3,33	6,7
Spagna†	Pa-R	50,0	2,00	20

Legenda:

Pr = Democrazia Presidenziale.

Pa-M = Democrazia Parlamentare Maggioritaria.

Pa-R = Democrazia Parlamentare Proporzionale.

Maggioranza = Percentuale di anni tra il 1950 e il 1990 con governo appoggiato da un unico partito che ha la maggioranza in Parlamento.

Durata = Durata media del governo (in anni) tra il 1950 e il 1990.

Stabilità = Numero di anni in media tra cambiamenti significativi di governo, nel periodo 1950-90.

Per la variabile Maggioranza, solo gli anni di regime democratico sono considerati.

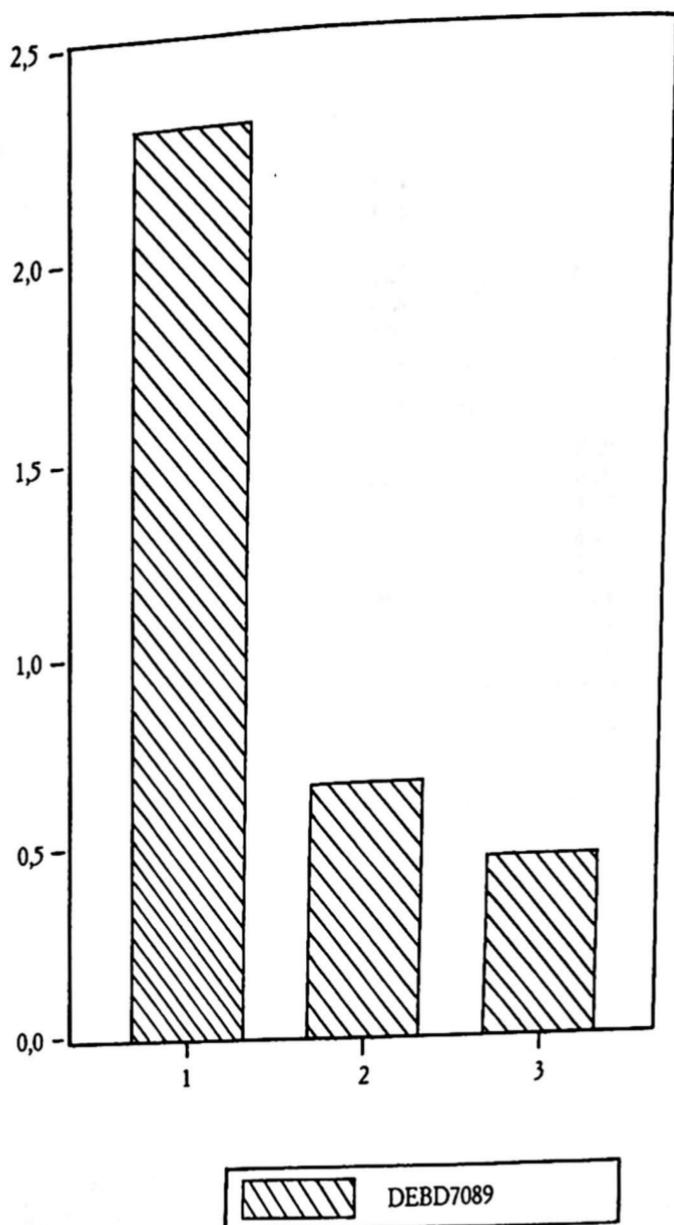
* Dittatura tra il 1967 e il 1973.

† Dittatura fino al 1974. Prime elezioni democratiche nel 1977.

Fonte: Grilli, Masciandaro e Tabellini [1991].

dia al 2,7% del PNL (il più alto tra i paesi qui considerati), tra il 1960 e il 1989 il suo disavanzo primario si riduce in media allo 0,4% del PNL, uno dei più bassi tra tutti i paesi.

L'evidenza storica degli anni '20 è altrettanto significativa. Subito dopo la prima guerra mondiale molti paesi europei introdussero importanti modifiche alle leggi elettorali, estendendo il suffragio e rendendo il sistema più proporzionale. Anche le nuove nazioni che emersero dall'ex-impero Austro-Ungarico adottarono in genere un sistema proporzionale. Alla base di queste scelte istituzionali era l'opinione, largamente diffusa, che lo scoppio della guerra fosse dovuto anche alla scarsa tutela politica delle minoranze, e che ciò andava cambiato. Secondo Eichengreen [1992], tuttavia, l'instabilità monetaria e fiscale di questi paesi negli anni '20 è attribuibile proprio a queste caratteristiche delle istituzioni politiche. Tra i paesi che ebbero difficoltà nell'imporre il rispetto del vincolo di bilancio in quel periodo, molti (Germania, Francia, Belgio, Polonia e Cecoslovacchia) era-



Legenda:

DEBD7089 = Variazione del debito netto in % del PNL tra il 1970 e il 1989 in 3 gruppi di paesi:

- 1 = Democrazie Parlamentari con Sistema Elettorale Proporzionale
- 2 = Democrazie Parlamentari con Sistema Elettorale Maggioritario
- 3 = Democrazie Presidenziali

FIG. 2.3. Indebitamento e costituzione politica.

Fonte: OCSE e tab. 2.1.

no governati da un sistema con importanti aspetti di proporzionalità. Al contrario, gli Stati Uniti e l'Inghilterra, che avevano un sistema maggioritario, riuscirono a mantenere la disciplina fiscale nonostante il debito accumulato durante la guerra.

2.3.2. I governi

A cosa è dovuta questa relazione tra costituzione politica e debito pubblico? Le teorie politiche sopra riassunte suggeriscono di guardare alle caratteristiche dei governi prevalenti nei diversi regimi politici. È quanto viene fatto nel resto della tab. 2.1.

La seconda colonna (*maggioranza*) indica la percentuale dei governi sostenuti da un unico partito con la maggioranza assoluta in parlamento, nel periodo 1950-1990. Quanto più è basso questo numero, tanto più l'esecutivo è frammentato tra forze politiche diverse e tanto minore è la sua capacità decisionale. Secondo la teoria del governo decentrato, quindi, la variabile *maggioranza* è inversamente correlata con l'indebitamento pubblico.

La durata media dei governi, sempre tra il 1950 e il 1989, è indicata nella terza colonna della tab. 2.1 (*durata*). Governi di breve durata sono un altro sintomo di un esecutivo debole e diviso. Inoltre, come sottolineano Roubini e Sachs [1989a], una minor durata del governo può rendere più difficile la cooperazione tra i diversi partiti della stessa coalizione, e perciò accentuare le caratteristiche di governo decentrato. Ma una durata media breve può anche indicare che il governo in carica percepisce come più probabile la sua sostituzione con un governo diverso. Sebbene per ragioni differenti, quindi, sia la teoria dell'indebitamento strategico che quella del governo decentrato attribuiscono importanza alla durata dei governi, e prevedono che essa sia inversamente correlata all'accumulazione di debito.

Molti cambiamenti di governo, tuttavia, non si accompagnano a un'effettiva alternanza di potere tra diverse forze politiche. Per questa ragione, la quarta colonna della tab. 2.1 riporta un migliore indicatore di stabilità politica, dato dalla durata media al governo di una medesima coalizione politica (*stabilità*)³. Secondo la teoria dell'indebitamento strategico, ma non secondo la teoria del governo decentrato, questo indicatore è inversamente correlato con l'accumulazione di debito.

La tab. 2.1 rivela che alcune di queste caratteristiche dei governi sono fortemente influenzate dal tipo di costituzione politica. I regimi parlamentari proporzionali, al contrario degli altri due regimi, hanno in genere governi di breve durata, spesso di coalizione o di minoranza. Non vi è invece particolare relazione tra l'indicatore di stabilità politica e il tipo di costituzione. Correlazioni analoghe emergono anche dal periodo tra le due guerre, studiato da Eichengreen [1992].

³ Più precisamente, la variabile *stabilità* indica il numero di anni che in media separa due cambiamenti «significativi» di governo. Un cambiamento di governo è definito «significativo» se comporta un trasferimento di potere da un gruppo politico ad

Tab. 2.2. *Debito accumulato e attributi governativi*

	Coefficienti di correlazione		
	Maggioranza	Durata	Stabilità
Debito	-0,298	-0,713	-0,061
Maggioranza		0,332	-0,044
Durata			0,295

Regressione					
Debito =	3,732**	-0,002	Maggioranza -	0,981**	Durata +
	(0,904)	(0,011)		(0,304)	
+ 0,048	Stabilità				
(0,066)					
R ² = 0,408	S.E. = 1,409				N. di osservazioni = 15

Debito rappresenta la variazione nel rapporto tra il debito netto e il PNL fra il 1970 e il 1989. Le variabili rimanenti sono definite nella tab. 2.1 e si riferiscono anche al 1970-89. Gli errori standard sono fra parentesi. Un * (**) denota significatività al livello di confidenza del 5% (1%).

Resta da chiedersi quale relazione vi sia tra l'accumulazione di debito e le caratteristiche dei governi in questo campione di paesi. La risposta è illustrata nella tab. 2.2. La prima parte della tab. 2.2 riporta i coefficienti di correlazione tra l'accumulazione di debito e questi tre indicatori. L'indebitamento è fortemente e negativamente correlato con la durata media dei governi, ma non con le altre due variabili. Gli stessi risultati si ottengono da un'analisi multivariata, come è illustrato nella regressione che compare nella seconda parte della tab. 2.2. Grilli, Masciandaro e Tabellini [1991] ottengono risultati analoghi per un campione leggermente più ampio di paesi e per altre misure di indebitamento.

2.3.3. *Discussione*

L'evidenza empirica suggerisce dunque la seguente conclusione. I regimi parlamentari proporzionali hanno particolare difficoltà a rispettare il vincolo di bilancio intertemporale. E questo sembra avvenire soprattutto a causa della breve durata dei governi.

Questa conclusione, difficile da disputare, non consente tuttavia di discriminare tra le teorie alternative sopra riassunte. Governi brevi infatti possono essere un sintomo di un esecutivo debole e diviso,

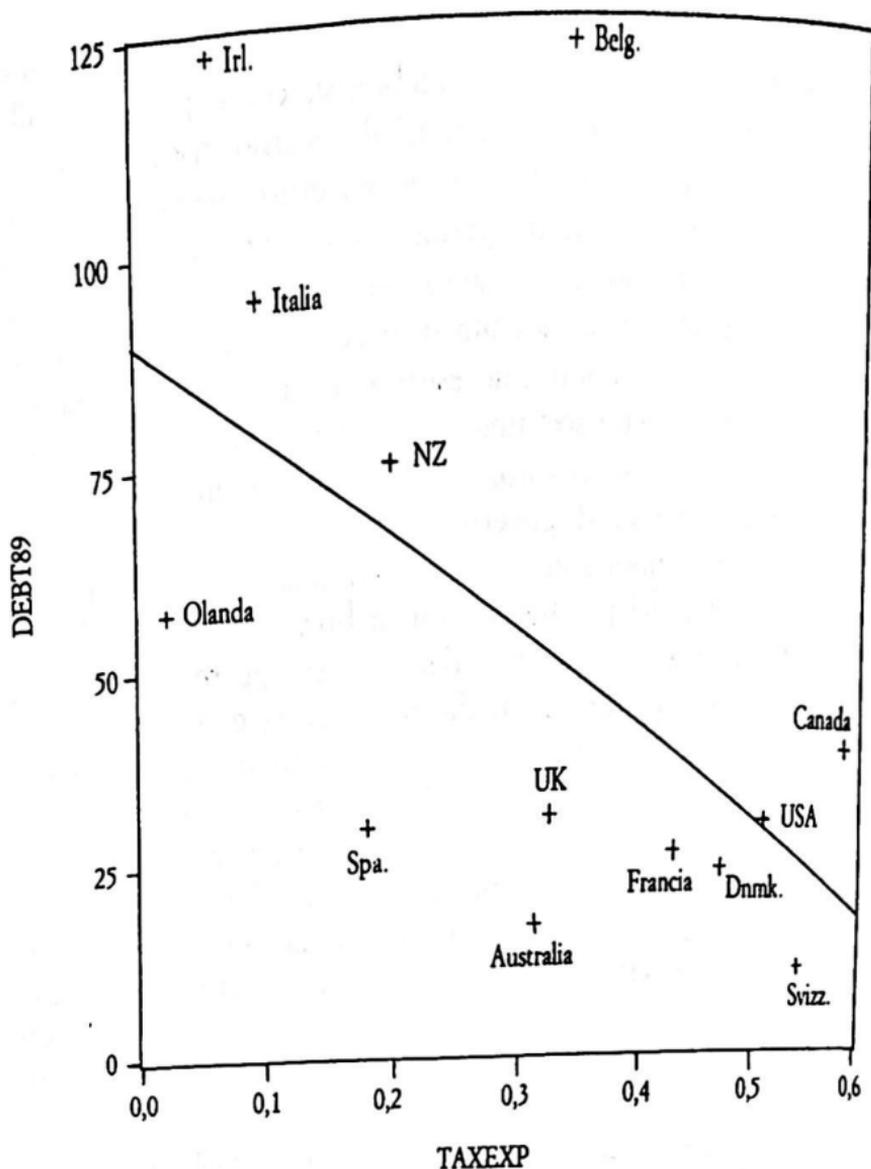
un altro gruppo composto da partiti diversi. Si veda Grilli, Masciandaro e Tabellini [1991] per la definizione precisa.

come per la teoria del governo decentrato. Ma una breve durata può anche creare un incentivo diretto a indebitarsi, come previsto dalla teoria dell'indebitamento strategico, perché il governo in carica sa che è più probabile la sua sostituzione con un governo diverso. Secondo un'interpretazione più generale di questa teoria, cioè, gli incentivi ad accumulare debito non nascono soltanto dall'alternanza tra partiti diversi. Un motivo strategico a indebitarsi, o comunque la sottovalutazione dei costi futuri del debito, può esistere anche quando un politico sa che quanto prima sarà sostituito dal leader di una corrente rivale all'interno di uno stesso partito, o dal leader di un altro partito appartenente alla coalizione di governo.

Eppure sarebbe importante poter discriminare tra queste due spiegazioni alternative del perché governi di breve durata si indebitino. Il tipo di riforma istituzionale adatto a correggere gli incentivi politici a indebitarsi dipende infatti da quale teoria è corretta. Prendendo il caso dell'Italia, secondo la teoria dell'indebitamento strategico è essenziale allungare la vita media dei governi. Un emendamento simile alla «sfiducia costruttiva» prevalente nell'ordinamento tedesco, che allunga la vita media dei governi, sarebbe più che sufficiente. Secondo la teoria del governo decentrato, invece, la «sfiducia costruttiva» sarebbe ben poco efficace. Avremmo sì dei governi che durano più a lungo; ma continuerebbero a essere governi di coalizione, con una maggioranza parlamentare debole e frammentata. Secondo la teoria del governo decentrato, gli incentivi a indebitarsi per l'Italia potrebbero essere rimossi soprattutto da una modifica della legge elettorale che riduca la frammentazione dei partiti politici.

La difficoltà di interpretazione dei risultati su esposti è ulteriormente acuita dalla mancanza di correlazione tra il debito e gli altri due indicatori politici riportati nella tab. 2.1 (*maggioranza e stabilità*). Naturalmente, la ragione può essere che questi altri due indicatori non sono una buona misura della stabilità politica o di un governo frammentato. Per ovviare a questo inconveniente, ho considerato una misura più diretta degli incentivi a indebitarsi per scaricare sugli altri l'onere del finanziamento: la quota di spesa dei governi locali finanziata con imposte locali. Una quota più alta indica una più stretta associazione tra i benefici politici della spesa e il costo di finanziarla, e quindi un vincolo di bilancio più rigido. Come si vede dalla fig. 2.4, questo indicatore è fortemente e negativamente correlato con l'accumulazione di debito⁶. Il decentramento della spesa ma non delle imposte, cioè, è associato all'indebitamento pubblico. Questo dato

⁶ Austria e Germania sono state omesse dal grafico perché le loro imposte decentrate in realtà sono prelevate in base a un accordo di *Revenue-Sharing* con il governo centrale. In questi paesi, cioè, i governi statali e locali non hanno discrezionalità nelle loro scelte di bilancio. Aggiungere questi due paesi comunque non cambia la fig. 2.4.



Legenda:
 Debt89 = Stock di debito pubblico netto nel 1989, in % del PNL.
 Taxexp = Rapporto tra tasse e spese dei governi statali e locali (media degli anni 1988-89 1987-88 se non disponibile).

FIG. 2.4. Debito e decentramento fiscale.

Fonte: OCSE e Fondo Monetario Internazionale.

empirico è conforme alle previsioni della teoria del governo decentrato, il che suggerisce che anche la correlazione tra durata dei governi debito pubblico sia da interpretare in questo modo.

Un'ulteriore conferma che l'evidenza dei paesi industriali è conforme alle teorie sul governo decentrato viene da Roubini e Sachs [1989a,b]. Per un campione leggermente diverso di paesi, essi trovano che l'accumulazione di debito è correlata con il numero di partiti appartenenti alla coalizione di governo e con altri indicatori di un esecutivo debole e frammentato.

In conclusione, l'evidenza empirica sui paesi industriali sembra favorire le spiegazioni basate sull'ipotesi di governo decentrato. Un si-

stema parlamentare proporzionale ha difficoltà a imporre il rispetto del vincolo di bilancio intertemporale perché induce la frammentazione dell'esecutivo tra forze politiche con obiettivi contrastanti. Il decentramento dei poteri di spesa induce gli agenti politici a rimandare al futuro l'onere del finanziamento, perché così facendo ne scaricano i costi anche su altri. Inoltre, la frammentazione dell'esecutivo conferisce poteri di veto che privilegiano lo status quo anche quando questo sia diventato insostenibile per la finanza pubblica.

2.4. I paesi in via di sviluppo

Fin'ora ho parlato quasi esclusivamente dei paesi industriali. Ma le differenze nelle politiche finanziarie dei paesi in via di sviluppo sono ancora maggiori. Alcuni recenti lavori empirici hanno cercato di spiegare queste differenze con riferimento alle istituzioni politiche, con metodi analoghi a quelli sopra illustrati. Per ragioni di spazio, mi limiterò a riassumerne i principali risultati.

Innanzitutto, anche per questi paesi emerge una forte correlazione tra governi instabili e politiche economiche miopi. L'instabilità dei governi è associata positivamente con: l'accumulazione di debito estero [Ozler e Tabellini 1991], ampi disavanzi fiscali [Roubini 1990], forme inefficienti di raccolta fiscale, quali il signoraggio [Cukierman, Edwards e Tabellini 1991] e le tariffe [Edwards e Tabellini 1991], e infine bassa crescita [Alesina e altri 1991].

Contrariamente ai paesi industriali, qui è più difficile classificare la costituzione politica di diversi paesi e misurare altre caratteristiche delle istituzioni, sia per mancanza di dati che per via della maggiore varianza tra le forme di governo, soprattutto di governo non democratico. Da questi studi, tuttavia, emergono due conclusioni. Primo, a differenza che per i paesi industriali, la frequenza dei cambiamenti *radicali* di governo (colpi di stato o trasferimenti di potere tra gruppi politici molto diversi tra loro) sembra essere più importante che non la frequenza delle semplici crisi di governo senza effettiva alternanza al potere. L'instabilità politica, cioè, più che l'instabilità dei governi, sembra essere associata alla miopia fiscale⁷.

Secondo, diversi indicatori della frammentazione del governo tra diverse forze politiche (quali, ad esempio, il numero di partiti nella coalizione di governo o la frequenza dei governi sostenuti da un unico partito con la maggioranza in Parlamento) non sono in genere correlati con le differenze di politica economica.

⁷ Questa conclusione è suggerita da Edwards e Tabellini [1991], che distinguono gli effettivi trasferimenti di potere da altre semplici crisi di governo, e da altri studi che distinguono tra colpi di stato e crisi di governo nell'ambito di una costituzione vigente.

Per i paesi in via di sviluppo, pertanto, le teorie dell'indebitamento strategico sono più conformi all'evidenza empirica che non quelle del governo decentrato. Una ragione di questa differenza tra paesi via di sviluppo e paesi industriali può essere dovuta al fatto che polarizzazione e i cambiamenti radicali di regime politico sono più frequenti nel primo che nel secondo gruppo di paesi. Il rischio essere sostituiti da governi con obiettivi politici ed economici molto diversi è pertanto maggiore tra i paesi in via di sviluppo.

Prima di raggiungere conclusioni più definitive, tuttavia, è indispensabile altro lavoro empirico, soprattutto diretto alla raccolta migliori dati sulle istituzioni politiche in diversi paesi. Al contrario quanto avviene in altre aree dell'economia, l'analisi delle istituzioni un campo dove la raccolta di dati comporta anche sforzi concettuali ed è essa stessa un aspetto importante della ricerca scientifica.

3. Debito pubblico e riforme istituzionali

Secondo le teorie politiche del debito pubblico, sebbene l'indebitamento sia «scelto» in equilibrio dalla collettività, vi sono circostanze in cui è pur sempre subottimale indebitarsi. L'indebitamento pubblico, cioè, riflette anche dei vincoli corrispondenti a incentivi politici (*incentive constraints*), la cui rimozione sarebbe desiderabile dal punto di vista della collettività. Per rimuovere questi vincoli occorre cambiare le regole che governano la formazione della politica economica. Occorre cioè attuare delle riforme istituzionali. Quali riforme? È qui che le teorie positive sopra riassunte possono dare suggerimenti normativi. La seconda parte di questa relazione considera alcune ipotesi di riforma che, pur lasciando immutata la natura della costituzione politica, intervengono direttamente o indirettamente sui meccanismi decisionali in materia di politica fiscale.

3.1. Vincoli di bilancio in pareggio

La riforma più diretta e più ovvia per il problema di un alto debito pubblico è l'imposizione di un vincolo di bilancio in pareggio o di un tetto al debito pubblico. Vincoli di questo tipo sono presenti nella costituzione di molti stati degli Stati Uniti, nella costituzione federale tedesca e, sebbene in forma molto debole, sono contenuti nel trattato sull'Unione Monetaria Europea approvato a Maastricht nel dicembre 1991.

Dal punto di vista economico, un vincolo di bilancio in pareggio costringe a perdere flessibilità. La politica ottimale suggerisce di emettere debito pubblico per finanziare shock temporanei alla spesa

o alla base imponibile, o per finanziare investimenti pubblici (si veda la letteratura riassunta nel par. 2.1), e questo sarebbe impedito da un vincolo all'indebitamento. Per un paese ad alto debito, tuttavia, questa perdita di flessibilità non comporta costi drammatici. Anche senza vincoli, infatti, i margini per ulteriori disavanzi sono tanto più ridotti quanto più è alto il debito accumulato in passato. Inoltre non è difficile aggiungere clausole che invocino la sospensione del vincolo di pareggio nell'eventualità di una recessione (opportunamente definita), o per le spese in conto capitale. Infine, nulla vieta a uno stato di accantonare avanzi di bilancio che possono essere usati a fronte di shock negativi pur rispettando un vincolo all'indebitamento. Accantonamenti di questo tipo sono previsti dall'ordinamento di alcuni stati americani, con il nome suggestivo di *Rainy Day Funds*.

Le obiezioni più cogenti a un vincolo di bilancio in pareggio sono altre, e si riferiscono alle difficoltà di imporne il rispetto. Queste difficoltà sono di due tipi.

3.1.1. «Durevolezza» politica di un vincolo di bilancio in pareggio

Le prime sono di ordine politico. Il vincolo di bilancio in pareggio impedisce alla maggioranza parlamentare o al governo di indebitarsi, ma non rimuove l'incentivo politico a farlo. Come discusso più sopra, questo incentivo dipende dalle caratteristiche delle istituzioni politiche. Senza riformare queste istituzioni, quindi, è probabile che restino forti pressioni a rimuovere il vincolo sull'indebitamento o a rinegoziarlo in modo che vincoli le amministrazioni future ma non quelle correnti. Un vincolo di bilancio in pareggio non è cioè un accordo «durevole» [nel senso di Holmstrom e Myerson 1987] tra gli agenti politici.

Non bisogna tuttavia sopravvalutare la reversibilità delle decisioni collettive. Un vincolo automatico all'indebitamento cambia lo status quo. E questo può bastare a imporre disciplina di bilancio sulle decisioni future della collettività, anche se il vincolo può essere rimosso da una maggioranza semplice. Gli sviluppi più recenti della teoria delle istituzioni politiche infatti suggeriscono almeno due ragioni per cui lo status quo in politica ha una grande forza di inerzia⁸.

Primo, le decisioni collettive sono sempre prese confrontando lo status quo con diverse alternative. Ma i poteri di proposta (*agenda setting power*) sono limitati e concentrati in individui o istituzioni specifiche (ad esempio, le commissioni parlamentari o i partiti politici).

⁸ Si vedano in particolare Rosenthal [1991] e Shepsle [1986].

Di conseguenza, lo status quo non subisce la concorrenza di un numero illimitato di alternative, bensì solo di quelle preferite allo status quo da chi detiene il potere di proposta. Se costui ha preferenze diverse da quelle della maggioranza, allora lo status quo può rimanere immutato anche se contrario alla volontà della maggioranza politica.

La seconda ragione per cui lo status quo può resistere a una volontà contraria della maggioranza è che, in tutti i sistemi politici, sono individui o gruppi di interesse con poteri di veto. In alcuni casi il potere di veto è esplicitamente attribuito dalla costituzione. Si pensi al potere di veto del presidente in una repubblica presidenziale, o al bicameralismo che sostanzialmente equivale a richiedere una maggioranza qualificata per cambiare lo status quo, o ancora al potere di veto che i vari partiti di fatto hanno in un governo di coalizione. In molti altri casi il potere di veto è di fatto esercitato con meccanismi di partecipazione politica diversi dal voto (lo sciopero, la corruzione, la minaccia di ricatti o punizioni). E questo in fondo è proprio uno degli argomenti addotti dalle teorie del governo decentrato per spiegare il prolungarsi di situazioni fiscali di fatto insostenibili⁹.

Inoltre, un vincolo di bilancio in pareggio può essere reso più durevole coinvolgendo un'autorità esterna. Come avviene per i tassi di cambio, si possono immaginare accordi internazionali, ad esempio all'interno della CEE, che impongano ai paesi membri il vincolo di bilancio in pareggio. L'accordo di Maastricht sull'Unione Monetaria Europea si muove in questa direzione, anche se evita di specificare vincoli quantitativi all'indebitamento e soprattutto non prevede severe e automatiche sanzioni nel caso i vincoli di bilancio non siano rispettati.

3.1.2. *Eludibilità dei vincoli di bilancio in pareggio*

Tuttavia, e questo è il secondo problema, un limite all'indebitamento contrario alla volontà della maggioranza oppure imposto dall'esterno può essere eluso con artifici contabili. Gli Stati Uniti sono di nuovo un esempio interessante. I vincoli sull'indebitamento degli stati sono stati aggirati in due modi: delegando alcune voci di spesa a livelli più decentrati di governo (tipicamente i governi locali) che avevano vincoli meno stretti; e portando l'indebitamento fuori bilancio,

⁹ Va ricordato a questo proposito che la legge Gramm-Rudman-Hollings approvata negli Stati Uniti per arrestare la crescita del debito, e da molti considerata inefficace, non ha mai introdotto un automatismo che cambiasse lo status quo. La versione definitiva della legge, del 1987, indebolisce l'automatismo della procedura di sequestro (cioè dei tagli alla spesa) chiedendo che venga esplicitamente approvata da un apposito voto del Congresso.

ad esempio affittando certi servizi da apposite agenzie dello stato, che a loro volta si finanziavano con debito. Alcuni studi empirici hanno cercato di stabilire se, tenuto conto di questi espedienti contabili, gli stati soggetti ai vincoli sull'assunzione di debito si siano indebitati meno degli altri. La conclusione è ambigua. Quasi tutti i lavori empirici trovano che vincoli più rigidi sono associati con una minor tendenza all'indebitamento¹⁰. Tuttavia gli stati con più alto debito pubblico (Alaska, Rhode Island, Hawaii, Oregon) sono tutti soggetti a vincoli piuttosto rigidi.

È da notare però che i vincoli all'indebitamento pubblico di quasi tutti gli stati americani furono imposti alla fine del secolo scorso, dopo che vari stati furono costretti a ripudiare i loro debiti, e da allora non furono più cambiati sostanzialmente. Inoltre, come si osserva più sotto nel par. 3.4, questi vincoli avevano soprattutto lo scopo di tutelare i contribuenti da imposte straordinarie future, più che quello di scongiurare possibili crisi finanziarie. Infine, il confronto tra i diversi stati americani è forse poco significativo: 49 stati su 52 hanno qualche forma di vincolo di bilancio in pareggio. È invece significativo il confronto tra governo federale (non soggetto ad alcun vincolo) e gli stati degli Stati Uniti. E questo confronto rivela che il debito del governo federale (in % del PNL) è circa il doppio di quello degli stati più indebitati (con l'unica eccezione dell'Alaska, che è un caso particolare).

È quindi probabile che vincoli più aggiornati all'evoluzione dei mercati e delle istituzioni, e più esplicitamente diretti a impedire l'assunzione di nuovi debiti, possano essere efficaci nello scoraggiare l'indebitamento pubblico. Questo è tanto più vero nell'ambito della CEE, dove sarebbe possibile affiancare ai vincoli sull'indebitamento anche dei criteri e delle procedure comuni per la contabilità di bilancio.

3.2. La disciplina del mercato

Se uno stato non è in grado di autoimporre disciplina fiscale e se non è possibile imporgli dall'esterno un vincolo di bilancio, resta la disciplina imposta dal mercato. È opinione comune che il mercato sappia disciplinare un debitore privato. Ma vi sono almeno tre importanti differenze tra un debitore sovrano e un debitore privato. Queste tre differenze suggeriscono che il mercato lasciato a se stesso è incapace di disciplinare in maniera efficiente uno stato propenso a indebitarsi.

¹⁰ Questa è la conclusione di Pogue [1970], AcIR [1961] e von Hagen [1990]. L'unica eccezione è Mitchell [1967], che non trova alcuna correlazione tra rigidità dei vincoli e indebitamento pubblico degli stati.

3.2.1. *Razionamento del credito o costo del credito?*

La prima differenza è che un debitore privato (impresa o consumatore) è sensibile al costo del pagamento degli interessi; un debitore pubblico non lo è. La prima reazione del mercato, quando sorgono problemi di sostenibilità del debito, è chiedere un premio contro il rischio (di bancarotta per un privato, di ripudio o di crisi finanziaria per un debitore sovrano). Un privato, motivato dalla massimizzazione del profitto, reagisce al più alto tasso di interesse moderando il suo indebitamento esterno. Ma è improbabile che questo avvenga nel caso di uno stato debitore. È vero anzi il contrario. Come si è argomentato più sopra, l'accumulazione di un alto debito pubblico riflette distorsioni politiche che inducono il governo a sottovalutare o a non tenere conto dei costi futuri del debito. Un più alto tasso di interesse, in queste condizioni, è scaricato dal governo sulle amministrazioni future con un effetto destabilizzante, anziché disciplinante, sulla finanza pubblica. L'unico modo veramente efficace con cui il mercato può disciplinare uno stato debitore è razionando il credito, non alzandone il costo. Ma l'evidenza empirica e il semplice buon senso suggeriscono che nel caso di un debitore pubblico il razionamento del mercato in genere arriva troppo tardi, troppo improvvisamente e troppo indiscriminatamente. E questo per via delle altre due caratteristiche che contraddistinguono un debitore pubblico.

3.2.2. *Quando diventa insolvente un debitore sovrano?*

Innanzitutto, è obiettivamente difficile esprimere un giudizio sulla sostenibilità del debito di uno stato sovrano. La capacità di rimborsare il debito non dipende, come per un'impresa, da un valore patrimoniale facilmente quantificabile. Dipende invece da considerazioni politiche e sociali complesse e difficili da prevedere. Errori di valutazione e atteggiamenti irrazionali del mercato sono quindi possibili, anche perché il mercato è raramente chiamato a esprimere un giudizio al riguardo.

La difficoltà di valutazione è acuita dal fatto che non esiste un momento a partire dal quale la crescita del debito pubblico di un paese non è più sostenibile. La sostenibilità o meno dipende proprio dalla volontà del mercato di continuare a concedere credito. La sostenibilità di un alto debito, cioè, dipende dal giudizio collettivo sul giudizio del mercato... In termini formali, in presenza di un alto debito pubblico esistono equilibri multipli, alcuni dei quali sfociano in una crisi di fiducia sul debito, altri in cui questo non accade¹¹. In questa

¹¹ Questo punto, è stato formalizzato da Alesina, Prati e Tabellini [1990] e Giavazzi e Pagano [1990].

situazione, il rifiuto di acquistare altro debito non può che avvenire improvvisamente e in modo generalizzato per tutto il mercato. Quando il mercato rifiuta il credito, rivuole indietro tutto e subito. Di conseguenza, la disciplina del mercato agisce indiscriminatamente sul debito emesso sia per far fronte a nuovi disavanzi che per rinnovare il debito in scadenza, e perciò porta improvvisamente alla crisi finanziaria. L'evidenza storica di vari paesi europei tra le due guerre, la crisi del 1982 sul debito estero dei paesi in via di sviluppo, e altri simili episodi storici non lasciano alcun dubbio al riguardo.

Recentemente sono state formulate alcune proposte [Bishop 1990a,b; Begg, Giavazzi, Spaventa e Wyplosz 1991] per correggere questi difetti del mercato. L'idea è imporre regole prudenziali sul sistema bancario e sulla politica di *debt management* del governo, in maniera da evitare lo scoppio improvviso di una crisi finanziaria, o quantomeno garantire la sopravvivenza del sistema dei pagamenti nell'evento di una crisi. Queste proposte nascono dal dibattito sull'unione monetaria europea, e soprattutto dall'esigenza di evitare che una crisi sul debito dei paesi più indebitati (leggi Italia) abbia ripercussioni sulla stabilità monetaria nel resto dell'unione.

Bishop e Begg e altri suggeriscono tre principi: primo, costringere le banche a registrare immediatamente le perdite sul valore di mercato dei titoli pubblici detenuti in portafoglio. Con ciò, sostiene Bishop, le banche sarebbero incentivate a ridurre la loro esposizione nei confronti di uno stato ad alto debito non appena si manifestino i primi dubbi sulla sua affidabilità. Secondo, si dovrebbe imporre al sistema bancario un tetto massimo all'acquisto di debito pubblico (o perlomeno del debito dei paesi più ad alto rischio), proporzionato al capitale azionario della banca. Infine, gli stati indebitati dovrebbero mantenere una scadenza media del debito piuttosto elevata (almeno 5 anni), per ridurre il ricorso al mercato sul rinnovo del debito in scadenza.

È possibile che questi provvedimenti riducano l'impatto diretto di una crisi finanziaria sul sistema dei pagamenti, o quantomeno sull'attivo del sistema bancario. È improbabile tuttavia che essi cambino profondamente il modo in cui è esercitata la disciplina del mercato. Innanzitutto osserviamo che, nonostante la forte disparità sull'andamento della finanza pubblica di vari stati, non esistono oggi grossi premi per il rischio sugli stati più indebitati, anche quando si tenga conto del rischio di cambio¹². Analogamente, fino a poco tempo prima dello scoppio della crisi del 1982, non vi erano significativi premi contro il rischio sul debito dei paesi in via di sviluppo¹³. Inoltre, già oggi in

¹² Si veda al riguardo Alesina, Prati, De Broeck e Tabellini [1991].

¹³ Sulla base di dati sui prestiti in eurodollari al settore pubblico di vari paesi in via di sviluppo, Edwards [1984], stima che nel 1980 i mercati non si erano resi ancora

alcuni paesi ad alto debito le banche detengono solo una quota relativamente piccola di debito pubblico¹⁴. E comunque, per gli altri investitori continuerebbero a valere i ragionamenti sopra ricordati. Anche con questi regolamenti, il rifiuto del mercato ad acquistare debito pubblico sarebbe improvviso e generalizzato.

Il problema della disciplina imposta dal mercato è soprattutto questo: quando decide che la crisi è imminente, il mercato non solo rifiuta di finanziare i nuovi disavanzi ma pretende anche il rimborso di tutto il debito in scadenza. E questo può costringere lo stato a cancellare i debiti già contratti, indebolendo quindi, anziché irrigidendo, il vincolo di bilancio intertemporale. Il problema cioè è che il mercato non discrimina tra debito emesso per i rinnovi e debito emesso per finanziare nuovi disavanzi. E questo ci porta alla terza differenza tra debitore privato e debitore pubblico.

3.2.3. *Disciplina del mercato e gerarchia nella struttura del debito*

Il debito di un'impresa privata è generalmente ordinato da una gerarchia di diritti di prelazione. Se il debitore fallisce, alcuni strumenti finanziari sono privilegiati, nel senso che hanno diritto di essere rimborsati con priorità rispetto ad altri titoli di credito. Questa gerarchia di diritti di prelazione è assente nel caso del debito pubblico. Oggi in Italia tutto il debito pubblico in circolazione ha gli stessi diritti sul gettito futuro d'imposta. La ripartizione del gettito futuro tra usi alternativi (servizio del debito e finanziamento della spesa) sarà decisa discrezionalmente dal governo se e quando sarà chiamato a farlo, in base alla convenienza politica del momento. Se esiste una gerarchia di gradi diversi di *seniority* sul debito dello stato, essa è dettata implicitamente dalla sua struttura per scadenze. Il debito a breve è più senior di quello a lunga, nel senso che c'è meno incertezza sulle modalità del rimborso.

Alcuni recenti risultati di teoria della finanza suggeriscono che questa differenza tra debito privato e debito pubblico è importante per il modo di operare del mercato. Una struttura gerarchica del debito, se usata opportunamente, può rinforzare la disciplina del mercato sul debitore.

Alla base di questi nuovi risultati sta un vecchio problema, il teo-

conto dell'imminente crisi di vari paesi dell'America Latina, quali Argentina, Messico e Uruguay.

¹⁴ In Italia in particolare il debito pubblico detenuto dalle banche è circa il 15% del totale, pari a circa il 150% del loro capitale azionario.

rema di Modigliani-Miller: quali ragioni inducono gli azionisti di un'impresa a preferire uno strumento di finanziamento a un altro? In un recente lavoro, Hart e Moore [1990] suggeriscono che la risposta va cercata nei diversi gradi di *seniority* dei flussi di rimborso promessi da strumenti finanziari alternativi. Per esempio, la differenza tra un'azione e un prestito bancario è che il prestito è senior rispetto all'azione, nel senso che prima di rimborsare gli azionisti tutti i prestiti esistenti devono essere rimborsati. Questa distinzione è cruciale se l'impresa deve fare di nuovo ricorso al mercato, perché determina la facilità con cui in futuro possono essere trovati finanziamenti esterni.

Si pensi al caso estremo in cui l'impresa non ha prestiti ma ha solo capitale azionario. In questo caso sarà facile per l'impresa ricorrere al mercato per finanziare nuovi investimenti, perché può emettere debito che è senior rispetto alle azioni. Nel caso opposto, di un'impresa con un alto debito rispetto al capitale azionario, il finanziamento esterno di nuovi progetti futuri sarà molto più difficile, perché più rischioso per il creditore. Hart e Moore concludono che per questa ragione la struttura finanziaria dell'impresa, e in particolare la combinazione di strumenti con gradi diversi di *seniority*, è uno strumento con cui gli azionisti possono controllare i manager dell'impresa.

La struttura finanziaria ottimale dipende da due caratteristiche di un'impresa: la natura del conflitto di incentivi tra azionisti e manager, e le opportunità di investimento futuro probabili per l'impresa. Un'impresa che sa di avere dei manager troppo propensi a investire (perché incompetenti o perché massimizzano altri obiettivi personali), e che al tempo stesso sa di non avere prospettive eccezionali di investimento per il futuro, troverà ottimale avere molto debito e poche azioni. Vorrà cioè lasciare ai manager molto debito senior e poco debito junior. Con questa combinazione, infatti, sarà il mercato a disciplinare i manager e a non consentire loro di investire più di quanto desiderato dagli azionisti. Nel caso opposto, di un'impresa che sa di avere manager poco propensi a investire o che sa di avere buone prospettive di investimento futuro, la combinazione ottimale sarà più spostata verso le azioni (cioè verso strumenti junior), per facilitare ai manager l'assunzione di nuovi debiti in futuro.

Questo ragionamento si basa su due punti fondamentali. Primo, è possibile per gli azionisti delegare al mercato il compito di disciplinare i manager dell'impresa. Secondo, l'efficacia con cui il mercato assolve questo compito dipende in modo cruciale dalla struttura di *seniority* dei debiti già contratti dall'impresa. Il mercato può disciplinare i manager solo se il debito emesso per finanziare nuovi investimenti non è senior rispetto al debito già esistente.

3.3. Riforme che rinforzano la disciplina del mercato

L'assenza di una gerarchia di diritti di prelazione nella struttura finanziaria di uno stato sovrano è una caratteristica dell'attuale assetto istituzionale in Italia. Ma non è un dato immutabile. In altri paesi esistono o sono esistiti assetti istituzionali che conferiscono diritti di prelazione sul futuro gettito di imposta ad alcuni strumenti del debito pubblico, sia rispetto ad altri titoli di stato che rispetto a future voci di spesa. E viceversa, in altri paesi esistono titoli di stato «subordinati», che cioè possono essere rimborsati *esclusivamente* con i proventi di una specifica fonte di reddito, e dopo avere eventualmente fatto fronte ad altri impegni dello stato. Una siffatta gerarchia di diritti di prelazione rinforza la disciplina del mercato, perché elimina o quantomeno riduce la seconda e la terza differenza tra un debitore privato e uno stato sovrano.

Più precisamente, si immagini che in uno stato ad alto debito venga istituito un *fondo di ammortamento* del debito pubblico in circolazione a partire da una certa data. Il debito sottoscritto dal fondo è *senior*, nel senso che gode di un diritto di prelazione sul futuro gettito di imposta, sia rispetto al debito non sottoscritto dal fondo, sia rispetto a qualunque altra voce di spesa futura. Al fondo di ammortamento viene concesso di emettere altro debito *senior* solo in occasione dei rinnovi del debito già sottoscritto (eventualmente per un ammontare minore del debito in scadenza).

Questo tipo di riforma istituzionale facilita il rientro da un alto debito pubblico per almeno tre ragioni. Innanzitutto, induce il mercato a discriminare tra il debito emesso in occasione dei rinnovi e il debito emesso per finanziare nuovi disavanzi. Come si è argomentato nel par. 3.2.2, l'assenza di questa discriminazione è una delle ragioni per cui la disciplina del mercato è inefficace nei confronti di un debitore pubblico. Se invece il debito emesso per i rinnovi fosse *senior* rispetto a quello emesso a fronte di nuovi disavanzi, allora ne sarebbe più certo il rimborso. Di conseguenza, scenderebbe il costo degli interessi per il rinnovo del debito esistente.

In secondo luogo, l'aver assegnato alcune imposte future al servizio del debito esistente rende più facile per il mercato valutare la sostenibilità di ulteriori incrementi di debito. Per qualunque stato ad alto debito, il vincolo di bilancio intertemporale implica che in futuro vi saranno tre modi per fare fronte al debito già accumulato: minori spese, maggiori imposte, o il ripudio del debito. L'istituzione di un fondo di ammortamento anticipa una di queste scelte: non è più possibile ricorrere al ripudio del debito sottoscritto dal fondo. Risulta quindi più evidente che ulteriori disavanzi possono portare al ripudio

del *nuovo* debito, quello non sottoscritto dal fondo. In presenza di un elevato stock di debito senior, il mercato potrebbe rifiutarsi di finanziare i nuovi disavanzi. Non vi sarebbe più bisogno, a questo punto, di preoccuparsi dei trucchi contabili o degli incentivi distorti del governo. Sarebbe il mercato stesso a rifiutarsi di concedere il credito, ma qui senza effetti dirompenti sulla finanza pubblica.

Infine, anticipare la scelta su come verrà ripagato il debito già accumulato (cioè escludendone il ripudio) può avere un effetto anche sui politici e i loro elettori, e non solo sul mercato. Diventando più evidenti i costi futuri di ulteriori disavanzi, può forse svanire l'illusione fiscale che si può tirare avanti ancora un po' e che il rientro dal debito può ancora essere dilazionato al futuro. Di conseguenza, può essere facilitata la formazione di un consenso politico a favore della stabilizzazione fiscale.

Naturalmente, anche in presenza di un fondo di ammortamento o di analoghi assetti istituzionali, resta comunque una differenza importante tra la struttura finanziaria di un debitore privato e quella di uno stato sovrano. Mentre per un contratto tra privati la distinzione tra debito senior e junior è fatta valere dal sistema giudiziario, questo non è possibile per il debito pubblico. Uno stato sovrano può, in certi casi, rinnegare *ex-post* la distinzione tra diverse categorie di debito, per esempio annullando il fondo di ammortamento o estendendone la sottoscrizione anche ad altri strumenti finanziari che prima ne erano esclusi. Pertanto, la distinzione tra debito senior e junior per un debitore pubblico è indubbiamente meno rigida e irreversibile che per un debitore privato.

Tuttavia, questa differenza non va sopravvalutata. La storia finanziaria di molti paesi è ricca di riforme istituzionali che introducono diversi gradi di priorità nel rimborso di diverse categorie di debiti dello stato, o più in generale che attribuiscono al rimborso di certi debiti dei diritti di prelazione rispetto a usi alternativi delle imposte. In genere queste riforme sono attuate durante profonde crisi fiscali, quando lo stato non riesce più a far fronte ai suoi debiti. Ma l'attribuzione di diritti di prelazione, una volta introdotta, serve a riacquistare la fiducia del mercato sullo strumento privilegiato e vincola il comportamento delle amministrazioni future. È interessante rileggere alcuni episodi di crisi finanziaria dello stato da questo punto di vista.

3.4. Crisi fiscali e riforme istituzionali

3.4.1. Austria e Ungheria negli anni '20

Negli anni immediatamente successivi alla fine della prima guerra mondiale, tutti gli stati appartenenti all'ex-impero Austro-Ungarico at-

traversarono un periodo di profonda crisi fiscale e di instabilità monetaria. Il modo in cui Austria e Ungheria ne uscirono è particolarmente interessante. Entrambi gli stati riuscirono a superare la crisi grazie a un prestito internazionale. La concessione del prestito fu resa possibile da riforme istituzionali che attribuirono al rimborso di questo prestito un diritto di prelazione sul gettito tributario futuro dello stato rispetto a qualunque altro uso alternativo.

All'inizio degli anni '20, entrambi gli stati erano in una situazione drammatica. Oltre il 50% della spesa pubblica era finanziata con emissione di moneta, con conseguente fortissima inflazione. Per arrestare la creazione di moneta era necessaria una riforma fiscale. Ma, dati i ritmi dell'inflazione e della svalutazione, non era possibile migliorare la situazione di bilancio senza prima arrestare la crescita dei prezzi [si veda in particolare Pasvolsky 1928]. L'unico modo per uscire da questo circolo vizioso era quindi ottenere un prestito internazionale. Questo avrebbe consentito di finanziare temporaneamente lo stato senza ricorrere alla creazione di moneta, dando tempo al governo di attuare una riforma fiscale con cui poi ripagare il prestito. Il prestito era quindi un prerequisito per la riforma monetaria, che a sua volta era un prerequisito per la riforma fiscale. Data la sequenza temporale delle riforme necessarie e l'estrema precarietà della situazione, è chiaro che un prestito poteva essere contratto solo contro precise garanzie che sarebbe stato ripagato.

Questo è il modo in cui tali garanzie furono istituite. Nel caso dell'Austria, il prestito fu garantito all'80% dai governi di Inghilterra, Francia, Italia e Cecoslovacchia¹⁵. Il governo austriaco, a sua volta, si impegnò a versare a un commissario della Lega delle Nazioni i proventi delle imposte sul dazio e sul monopolio del tabacco, con cui far fronte al servizio del debito. Queste due imposte erano tra le principali fonti di reddito per il governo austriaco (nel 1925 ammontavano a circa il 20% del reddito totale dello stato)¹⁶.

L'Ungheria seguì una procedura analoga. Qui non vi furono più garanti internazionali. Ma, come per l'Austria, il gettito del dazio e di vari monopoli dello stato era versato a un commissario della Lega delle Nazioni¹⁷. Le imposte impegnate in questo modo superavano il 36% del reddito totale dell'Ungheria. Inoltre, come per l'Austria, il

¹⁵ Il prestito all'Austria fu concesso nel 1923 e aveva scadenza ventennale.

¹⁶ Il commissario aveva anche il compito di controllare le altre decisioni di politica fiscale del governo. Dopo tre anni la Lega delle Nazioni ritirò il commissario, ma trattene il diritto di restaurare la procedura se fosse apparso evidente che vi erano problemi nel rimborso del debito o in genere nell'equilibrio fiscale dello stato. Questi eventi sono descritti in Pasvolsky [1928].

¹⁷ Il prestito ungherese è del 1924, anch'esso ventennale. Si veda di nuovo Pasvolsky [1928].

prestito aveva diritto di prelazione assoluta sul gettito fiscale dello stato rispetto a qualunque altro prestito e a qualunque altra voce di spesa, nel caso in cui le imposte versate al commissario della Lega delle Nazioni fossero insufficienti a coprire il servizio del prestito [Lega delle Nazioni 1925, 21 e ss.].

In entrambi i casi, il programma ebbe pieno successo. Nel momento stesso in cui i prestiti internazionali furono annunciati il cambio smise di svalutarsi e la riforma fiscale venne attuata in tempi ancora più rapidi di quanto previsto all'epoca [Sargent 1980].

3.4.2. *Francia e Belgio negli anni '20*

In questi due paesi i problemi fiscali erano dovuti agli stock di debito accumulati in precedenza, non ai flussi di bilancio. Nella metà degli anni '20 entrambi i paesi avevano un alto stock di debito, in gran parte a breve scadenza¹⁸. Ma, al contrario di Austria e Ungheria, il bilancio era in pareggio o quasi, con forti e crescenti avanzi al netto degli interessi [si vedano Prati 1991 e Makinen e Woodward 1990].

In Francia i problemi scoppiarono con il timore che il governo di sinistra decidesse di consolidare o tassare il debito pubblico. Nel 1925 e 1926 i risparmiatori cessarono di rinnovare il debito in scadenza, e il governo fu costretto a ricorrere a massicci finanziamenti in moneta. Dopo un breve periodo di instabilità politica e monetaria, la situazione si capovolsse con l'arrivo al governo di Poincaré. Il nuovo governo, che rappresentava le destre, diede immediate garanzie che non avrebbe toccato la ricchezza finanziaria. Tra le misure prese per riconquistare la fiducia dei risparmiatori e consentire l'allungamento del debito, vi fu la costituzione di un fondo di ammortamento del debito. Come per Austria e Ungheria, il fondo aveva lo scopo esclusivo di servire il debito pubblico, e aveva diritto di prelazione sul gettito di particolari imposte (il monopolio sul tabacco e altri dazi, le imposte di successione e varie imposte sugli immobili).

Gli eventi in Belgio furono molto simili [si vedano Makinen e Woodward 1990]. La crisi di fiducia sul debito seguì di poco la vittoria elettorale delle sinistre, nel 1925. Come in Francia, le difficoltà a rinnovare il debito in scadenza costrinsero il governo a finanziarsi con moneta. Nel maggio 1926 il governo di sinistra fu sostituito con uno

¹⁸ In Francia nel 1926 il debito pubblico interno detenuto dal settore privato era circa il 120% del reddito, di cui circa un quarto era a breve scadenza [si vedano Prati 1991 e Makinen e Woodward 1990]. In Belgio nel 1924 circa la metà del debito era a breve.

di centro-destra. Uno dei primi provvedimenti del nuovo governo fu la costituzione di un fondo di ammortamento per il debito, con un'amministrazione separata controllata dalla Corte dei Conti e che godeva del diritto di prelazione sui proventi delle privatizzazioni e su imposte straordinarie che il governo aveva appena approvato. A differenza che in Francia, tuttavia, questi provvedimenti non riuscirono a ridare fiducia al mercato. Le difficoltà di rinnovo continuarono, e in luglio il governo decise di attuare un consolidamento forzoso. Ai risparmiatori fu data la scelta tra due alternative: o convertire il loro debito in azioni privilegiate della società delle ferrovie dello stato, oppure in titoli a lungo termine a reddito fisso, rimborsabili dal fondo di ammortamento già costituito nella misura in cui le risorse del fondo lo permettessero.

3.4.3. *Il Piano Hamilton: gli Stati Uniti nel 1790*

I problemi fiscali del governo federale degli Stati Uniti in seguito alla guerra di indipendenza erano sia di flusso che di stock. Il debito federale accumulato durante e subito dopo la guerra era circa il 30% del reddito nazionale [la stima è di Barro 1987]. A questa cifra si aggiungevano i debiti dei singoli stati, che il governo federale volle assumersi. Sebbene la spesa pubblica federale al netto degli interessi fosse ancora molto bassa, i primi poteri di tassazione furono acquisiti dal Congresso solo nel 1787, e la base imponibile era data soprattutto dal commercio internazionale e altri dazi. Per servire il debito pubblico era quindi necessario un notevole sforzo fiscale. Il mercato non era ottimista al riguardo: nel 1789 il valore di mercato del debito interno era circa il 20% del suo valore nominale [Garber 1990].

Nel 1790, appena nominato ministro del Tesoro, Alexander Hamilton convince il Congresso che il debito in circolazione va rimborsato. Si pone il problema di come convertirlo in debito a lungo termine, per distribuire l'onere del servizio su più periodi. Il meccanismo scelto è la costituzione di un fondo di ammortamento. La conversione del vecchio debito in debito del fondo è volontaria, ma è implicito che il debito non garantito è junior e perciò più rischioso rispetto a quello sottoscritto dal fondo. Perciò quasi tutto il debito viene convertito. Sebbene al momento della conversione il vecchio debito sia ancora ampiamente scontato, il governo consente la conversione al valore nominale. La ragione politica è che, secondo Hamilton, sarebbe stato gravissimo per la reputazione di un nuovo stato ripudiare i suoi debiti di guerra. Garber [1990] nota che il valore di mercato del nuovo debito del fondo continua a essere per alcuni anni sotto il suo valore nominale, perché rimangono dubbi sulle capacità del governo di rispettare gli impegni presi. Nonostante la conversione

al valore nominale, pertanto, i risparmiatori si aspettano di subire una perdita. Ma il valore di mercato del debito continua a crescere, e alla fine del 1791 raggiunge il 97,5% del suo valore nominale. Il fondo di ammortamento sarà sempre rispettato dai governi successivi degli Stati Uniti.

3.4.4. *Il Piano Brady: il Messico nel 1989*

Come nota Garber [1990], il piano Hamilton presenta molte analogie con il piano attuato nel 1989 per il Messico e proposto dal ministro del Tesoro americano, Brady. Già nella metà degli anni '80 alcuni economisti avevano suggerito di introdurre meccanismi di seniority sul debito estero dei paesi in via di sviluppo, per consentire loro di rifinanziarsi. Le proposte più radicali vennero da Guttentag e Herring [1985], e furono poi riprese da Sachs [1986]. Per consentire ai paesi più indebitati di raccogliere nuovi fondi con cui investire e riprendere a crescere, Guttentag e Herring propongono di applicare al debito estero dei paesi in via di sviluppo la regola LIFO (*Last In First Out*). Essi propongono cioè di concedere ai paesi in via di sviluppo una nuova tornata di crediti, con diritto di prelazione sui rimborsi futuri rispetto ai debiti già esistenti. Per evitare che questi nuovi debiti vengano a loro volta subordinati in futuro ad altri ad essi senior, le organizzazioni internazionali (Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale) dovrebbero essere coinvolte nei prestiti e controllare come i proventi sono spesi. La proposta viene stroncata sul nascere e riceve poca attenzione, sia per ragioni di merito (applicare il principio LIFO ai debiti esteri avrebbe creato pericolosi precedenti), sia perché ovviamente contraria all'interesse dei paesi creditori.

Ma nel 1989 alcuni importanti aspetti di questa proposta sono accolti nel piano Brady per il Messico. Lo scopo del piano Brady è duplice [si veda Van Wijnbergen 1991]. Da un lato si vuole dare più certezza agli obblighi futuri del paese debitore, con un accordo di lungo periodo che preveda una cancellazione parziale del debito. Dall'altro si vuole interrompere temporaneamente il servizio del debito estero, per consentire al Messico di investire e riprendere a crescere. Il piano Brady è quindi un'operazione di rifinanziamento e al tempo stesso di ridefinizione degli obblighi complessivi del debitore.

L'accordo raggiunto nel settembre 1989 consente alle banche creditrici del Messico di scegliere tra le seguenti due alternative. a) Convertire i loro crediti in due diversi tipi di obbligazioni trentennali. Queste nuove obbligazioni sono parzialmente garantite da un conto presso la Federal Reserve Bank of New York, aperto con fondi della Banca Mondiale, del Fondo Monetario Internazionale, del Giappone

e con riserve di valuta estera del Messico¹⁹. *b*) Convertire i loro crediti in un nuovo prestito non garantito. Nel caso *a*), la conversione è a un prezzo scontato di circa il 30%, nel caso *b*) è al valore nominale. Quasi tutte le banche estere scelsero la prima alternativa, perché senior rispetto alla seconda²⁰.

3.4.5. *Discussione*

Questi episodi hanno alcune importanti caratteristiche in comune e altre che li contraddistinguono. La tab. 2.3 contiene un riassunto schematico.

In primo luogo, in tutti questi episodi lo stato ha creato degli strumenti finanziari privilegiati. Il privilegio è sia rispetto ad altri strumenti finanziari (preesistenti e successivi) che rispetto ad usi alternativi del reddito futuro dello stato. In alcuni casi il diritto di prelazione è assoluto e incondizionato (Austria, Ungheria). In altri casi (Messico, Belgio), esso è condizionato alla disponibilità di fondi su una particolare fonte di reddito; se questi fondi non sono sufficienti, allora il servizio del debito concorre insieme ad altre voci di spesa per l'uso del reddito complessivo dello stato.

In secondo luogo, la concessione di questi privilegi ha sempre avuto lo scopo di acquisire crediti che altrimenti non sarebbero stati concessi. Tuttavia, in alcuni casi i nuovi strumenti sono serviti a rifinanziare debiti preesistenti (è il caso di Francia, Belgio, Stati Uniti, Messico). Mentre in altri casi (Austria e Ungheria) si è trattato di nuovi prestiti. Negli episodi di rifinanziamento, inoltre, in due casi la conversione è stata volontaria (Francia e Stati Uniti, con qualche dubbio per gli Stati Uniti), mentre negli altri due casi (Belgio e Messico) vi è stato un importante elemento di costrizione dei creditori.

Usando la terminologia di Guttentag e Herring [1990], possiamo affermare quindi che in questi episodi lo stato ha attribuito dei diritti di prelazione sia in base al principio LIFO (*Last In First Out*) che in base al principio FIFO (*First In First Out*). Il principio LIFO è stato seguito da Austria e Ungheria, dove il nuovo prestito internazionale è stato reso senior anche rispetto ai debiti preesistenti dello stato – e in particolare rispetto ai debiti sulle riparazioni di guerra. Mentre il principio FIFO è stato seguito dal governo di Poincaré in Francia e da Hamilton negli Stati Uniti, quantomeno nella misura in cui la con-

¹⁹ La garanzia sul valore di rimborso è totale, mentre è parziale quella sugli interessi – si veda Van Wijnbergen [1991].

²⁰ In entrambi i casi, tuttavia, se si tiene conto del valore di mercato delle alternative *a*) e *b*), il Messico ha inflitto ai suoi creditori una perdita di circa il 60% sul valore nominale del debito.

Tab. 2.3. *Diritti di prelazione sul debito di stati sovrani*

1. Tipo di privilegio	
Incondizionato	Condizionato
Austria 1923	Messico 1989
Ungheria 1924	Belgio 1926
2. Scopo	
Rifinanziamento	Nuovo Prestito
Francia 1926	Austria 1923
Belgio 1926	Ungheria 1924
Stati Uniti 1790	
Messico 1989	
3. Tipo di garanzia	
Esterna	Interna
Austria 1923	Francia 1926
Ungheria 1924	Belgio 1926
Messico 1989	Stati Uniti 1790
4. Conversione	
Volontaria	Involontaria
Francia 1926	Belgio 1926
Stati Uniti 1790 (?)	Messico 1989
5. Provvedimenti presi durante crisi finanziaria	
Sì	No
Austria 1923	Stati Uniti 1790 (?)
Ungheria 1924	
Francia 1926	
Belgio 1926	
Messico 1989 (?)	
6. Provvedimenti preceduti da cambiamento politico	
Sì	No
Francia 1926	Messico 1989
Belgio 1926	
Stati Uniti 1790	
7. Impegni rispettati	
Sì	No
Austria 1923	
Ungheria 1924	
Francia 1926	
Belgio 1926	
Stati Uniti 1790	
Messico 1989 (?)	

versione del vecchio debito in nuovo debito era volontaria. Negli altri due casi (Messico e Belgio), il principio *FIFO* è stato indebolito dalle perdite che sono state imposte sui creditori durante la conversione.

In terzo luogo, quasi sempre i diritti di prelazione sono stati attribuiti in condizioni di estrema crisi finanziaria (le uniche eccezioni sono gli Stati Uniti e il Messico, dove comunque non si può parlare di condizioni di ordinaria amministrazione). Questo fatto sta a testimoniare la difficoltà politica di prendere provvedimenti di questo genere.

Una quarta e collegata osservazione è che spesso i nuovi provvedimenti sono stati presi dopo che si era verificato un significativo cambiamento politico (in Belgio e Francia l'avvento al potere di governi di destra, negli Stati Uniti l'elezione del presidente Hamilton). L'attribuzione di diritti di prelazione sul gettito fiscale è una scelta politica con chiare implicazioni redistributive, ed è naturale che sia presa solo da governi sostenuti da particolari maggioranze politiche.

Quinto, in alcuni casi, ma non sempre, i diritti di prelazione sul gettito futuro sono stati garantiti da un'autorità politica esterna. Nel caso di Austria e Ungheria la garanzia è venuta dalla Lega delle Nazioni, per il Messico dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale. Negli altri casi invece è bastata la costituzione di un fondo di ammortamento con amministrazione separata, o la garanzia offerta da titoli di proprietà dello stato, per dare fiducia ai creditori. Sebbene questi provvedimenti fossero reversibili, essi cambiavano lo status quo. E, come abbiamo già osservato, in politica lo status quo è importante.

Infine, e a conferma di quest'ultima osservazione, i diritti di prelazione discussi nelle pagine precedenti sono in genere stati rispettati, indipendentemente dall'esistenza di garanzie esterne. Questi episodi quindi suggeriscono che, anche per il debito di stati sovrani, è possibile stabilire una gerarchia di diritti di prelazione tra strumenti finanziari alternativi e tra usi diversi delle imposte future, analogamente, nella sostanza anche se non nella forma, a quanto è comunemente stipulato nei contratti tra privati.

3.5. Meccanismi che creano debito pubblico subordinato

Finora ho discusso vari meccanismi istituzionali che attribuiscono diritti di prelazione su specifiche forme di gettito fiscale futuro. Ma esistono anche importanti esempi di istituzioni che operano in senso contrario, nel senso cioè di *impedire* che certe categorie di debito siano ripagate con il gettito delle imposte future. È il caso della costituzione di vari stati degli Stati Uniti, dove è previsto che certe categorie di debito statale («non-garantito») possano essere pagate solo con i proventi di specifiche forme di investimento. Per questi stati il debito «garantito», cioè coperto dal potere impositivo generale dello stato, può essere emesso solo in casi specifici (ad esempio, previa approvazione con referendum, oppure in ammontare limitato).

Come si è notato nel par. 3.1, queste restrizioni furono istituite alla fine del secolo scorso, quando molti stati americani furono costretti a ripudiare parte dei loro debiti. Esse avevano soprattutto lo scopo di proteggere i contribuenti da imposte straordinarie per far fronte ai debiti dello stato, più che quello di tutelare i creditori. Per raggiungere il loro scopo, queste restrizioni dovevano riuscire a mantenere la subor-

dinazione del debito «non garantito», ed evitare che il contribuente fosse chiamato in futuro a salvare comunque (*bail out*) i creditori.

L'evidenza empirica in proposito è ambigua: vi sono esempi di stati che hanno tenuto fede alla subordinazione e hanno fatto bancarotta sui debiti non garantiti; ma vi sono anche esempi di stati che invece hanno fatto ricorso a imposte ordinarie per rimborsare i debiti subordinati. Sarebbe interessante raccogliere più evidenza empirica al riguardo, e contrastarla con quella descritta nel paragrafo precedente²¹.

4. Osservazioni conclusive

Questa relazione suggerisce tre osservazioni generali. Innanzitutto, l'accumulazione di un alto debito pubblico in un paese come l'Italia non è frutto del caso, o di peculiarità storiche, o infine di errori dei suoi governanti. È invece il risultato di istituzioni politiche che distorcono sistematicamente le scelte intertemporali della collettività e incentivano l'adozione di politiche fiscali miopi. Paesi molti diversi dall'Italia, ma governati da istituzioni politiche simili alle nostre, hanno infatti avuto gli stessi problemi di finanza pubblica.

In secondo luogo, le distorsioni indotte dal sistema politico possono forse essere corrette anche senza cambiare la costituzione politica, mediante riforme che intervengono sulla procedura di formazione dei bilanci statali. Questa relazione ha discusso due tipi di riforme: vincoli all'indebitamento, e l'attribuzione di diritti di prelazione sul reddito futuro dello stato a diverse categorie di titoli del debito pubblico. Per un paese ad alto debito come è l'Italia, i due tipi di riforma sono complementari tra loro. Creare una gerarchia di strumenti finanziari diversi, alcuni più senior di altri, può infatti indirizzare la disciplina del mercato là dove essa avrebbe effetti stabilizzanti e non dirompenti sulla finanza pubblica. Verrebbe indebolita la disciplina sul debito senior, e rafforzata quella sul debito subordinato. Pertanto, una gerarchia di questo tipo sarebbe un naturale complemento a vincoli istituzionali all'indebitamento.

Gli episodi storici sopra descritti suggeriscono che questi diritti di prelazione sulle imposte future sono creati tramite istituzioni o automatismi che cambiano lo status quo. Naturalmente, nei diversi episodi qui considerati, questi automatismi vincolavano le scelte future con

²¹ Va osservato infine che nel caso degli stati americani il mercato non ha razionato la concessione di credito junior («non-garantito»). Questo fatto non è tuttavia in contraddizione con quanto sostenuto nelle pagine precedenti. In questi stati infatti non vi era in circolazione uno stock di debito senior che potesse mettere in dubbio la solvibilità fiscale dello stato, e quindi il debito junior non era percepito come particolarmente rischioso.

rigidità diversa a seconda dei casi. In quasi tutti gli esempi descritti, tuttavia, i diritti di prelazione, una volta creati, furono rispettati. Questo fatto dovrebbe contribuire a screditare un mito comune: che siccome la collettività può annullare qualunque provvedimento preso in passato, allora tutto è reversibile e l'unica cosa che conta è la volontà politica maggioritaria del momento. Questo mito è falso perché trascura la difficoltà di cambiare lo status quo.

La terza conclusione, suggerita anch'essa dagli episodi storici e molto più ovvia, è che tuttavia riforme istituzionali che irrigidiscono il vincolo di bilancio del governo vengono attuate solo in momenti di crisi o durante gravi stravolgimenti economici e finanziari. Sebbene i politici possano essere vincolati dalle scelte di amministrazioni o maggioranze politiche che li hanno preceduti, manca in genere la volontà e la motivazione politica a vincolare se stessi.

Quest'ultima osservazione mette in risalto un'ambiguità di fondo nell'analisi delle istituzioni che abbiamo discusso in questa relazione. Siamo partiti da una teoria positiva del debito pubblico, abbiamo argomentato la desiderabilità di alcune riforme istituzionali, ma poi abbiamo concluso esprimendo dei dubbi sulla loro fattibilità politica. Che valore ha una teoria normativa delle istituzioni senza una teoria di come queste istituzioni evolvono? Cosa sappiamo dire al riguardo? A che punto l'analisi positiva deve lasciare il posto a quella normativa? Sono domande fondamentali, a cui non cercherò di dare risposta.

Riferimenti bibliografici

- ACIR (1976, 1987a), Advisory Commission on Intergovernmental Relations, *Significant Features of Fiscal Federalism*, Washington DC, US Government Press.
- 1987b, *Fiscal discipline in the federal system: national reform and the experience of the States*, Washington DC, US Government Press.
- Aizenman, J. (1989), *Comparative externalities and the optimal seigniorage*, NBER Working Paper n. 2937.
- Alesina, A. e Drazen, A. (1989), *Why are Stabilizations Delayed?*, Harvard University, dattiloscritto.
- Alesina, A., Prati, A. e Tabellini, G. (1990), *Public Confidence and Debt Management: A Model and a Case Study of Italy*, in *Public debt management: theory and history*, a cura di R. Dornbusch e M. Draghi, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 94-118.
- Alesina, A., Ozler, S., Roubini, N. e Swagel, P. (1991), *Political Instability and Economic Growth*, Harvard University, dattiloscritto.
- Barro, R.J. (1979), *On the Determination of the Public Debt*, in «Journal of Political Economy», vol. 87, n. 5, pp. 940-971.
- (1989), *The Neoclassical Approach to Fiscal Policy*, in *Modern Business Cycle Theory*, a cura di R.J. Barro, Cambridge (Mass.), Harvard University Press, pp. 178-235.

- Begg, D., Giavazzi, F., Spaventa, L. e Wyplosz, C. (1991), *European Monetary Union – The Macro Issues*, in *Monitoring european integration: the making of monetary union*, CEPR Annual Report, pp. 1-66.
- Bishop, G. (1990), *The Creation of an EC «Hard Money» Union*, Salomon Brothers, luglio.
- (1991), *The EC's Public Debt Disease: Discipline with Credit Spreads and Cure with Price Stability*, Salomon Brothers, luglio.
- Cukierman, A., Edwards, S. e Tabellini, G. (1991), *Seignorage and Political Instability*, in «American Economic Review», di prossima pubblicazione.
- Drazen, A. e Grilli, V. (1991), *The Benefit of Crises of Economic Reform*, dattiloscritto.
- Edwards, S. (1984), *LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation, 1976-80*, in «American Economic Review», vol. 74, n. 4, pp. 726-734.
- Edwards, S. e Tabellini, G. (1991), *Political Instability Political Weakness and Inflation – An Empirical Analysis*, UCLA, dattiloscritto.
- Eichengreen, B. (1992), *Golden Fetters – The Gold Standard and the Great Depression, 1919-39*, Oxford, Oxford University Press, di prossima pubblicazione.
- Forejohn, J. (1988), *Agency Policymaking with Presidential Veto*, Hoover Institution, dattiloscritto.
- Garber, P.M. (1991), *Alexander Hamilton's Market Based Debt Reduction Plan*, NBER Working Paper n. 3597.
- Giavazzi, F. e Pagano, M. (1990), *Confidence Crises and Public Debt Management*, in *Public Debt Management: Theory and History*, a cura di R. Dornbusch e M. Draghi, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 125-143.
- Grilli, V., Masciandaro, D. e Tabellini, G. (1991), *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries*, in «Economic Policy», n. 13, pp. 342-392.
- Guttentag, J.M. e Herring (1985), *The Current Crises in International Lending*, Washington, The Brookings Institution.
- Hart, O. e Moore, J. (1990), *A Theory of Corporate Financial Structure Based on the Seniority of Claims*, in «LSE Financial Markets Group Discussion Paper Series», n. 93.
- Holmstrom, B. e Myerson, R. (1983), *Efficient and Durable Decision Rules with Incomplete Information*, in «Econometrica», novembre, 51, pp. 1799-1819.
- Kydland, F. e Prescott, E. (1980), *A Competitive Theory of Fluctuations and the Feasibility and Desirability of Stabilization Policy*, in *Rational Expectations and Economic Policy*, a cura di S. Fisher, NBER, Conference Report, Chicago and London, The University of Chicago Press, pp. 169-198.
- League of Nations (1926), *The Financial Reconstruction of Austria*, Genève, General Survey and Principal Documents.
- Makinen, G.E. e Woodward, G.T. (1990), *Funding Crises in the Aftermath of World War I*, in *Public Debt Management: Theory and History*, a cura di R. Dornbusch e M. Draghi, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 153-183.
- Mitchell, W. (1967), *The Effect of Debt Limits on State and Government Borrowing*, in «The Bulletin», New York University, Institute of Finance.

- Ozler, S. e Tabellini, G. (1991), *External Debt and Political Instability*, NBER Working Paper, n. 3772.
- Pasvolsky, L. (1928), *Economic Nationalism of the Danubian States*, London, George Allen & Unwin.
- Persson, T. e Svensson, L. (1989), *Why a Stubborn Conservative Would Run a Deficit: Policy with Time Inconsistent Preferences*, in «Quarterly Journal of Economics», vol. 104, pp. 325-345.
- Pogue, T. (1970), *The Effect of Debt Limits: Some New Evidence*, in «National Tax Journal», 23, marzo, pp. 36-49.
- Popper, K. (1988), in «The Economist».
- Prati, A. (1991), *Poincaré's Stabilization*, in «Journal of Monetary Economics», vol. 27, n. 2, pp. 213-239.
- Rosenthal, H. (1991), *Partisan Policy and Controlled Agendas: New Alternatives to the Hotelling and Arrow Paradigms*, dattiloscritto.
- Roubini, N. (1991), *Economic and Political Determinants of Budget Deficits in Developing Countries*, in «Journal of International Money and Finance», vol. 10, pp. 49-72.
- Roubini, N. e Sachs, J. (1988), *Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies*, in «European Economic Review», vol. 33, n. 5, pp. 903-938.
- Roubini, N. e Sachs, J. (1989), *Government Spending and Budget Deficits in the Industrialized Countries*, in «Economic Policy», n. 8, pp. 99-132.
- Sachs, J. (1986), *Managing the LDC Debt Crisis*, in «Brookings Papers on Economic Activity», n. 2, pp. 397-440.
- Sanguinetti, P. (1990), *Fiscal Deficits and Federal Government*, UCLA, dattiloscritto.
- Sargent, T.J. (1982), *The Ends of Four Big Inflations*, in *Inflation: Causes and Effects*, a cura di R.E. Hall, NBER Project Report, Chicago and London, The University of Chicago Press, pp. 41-97.
- Sargent, T.J. e Wallace, N. (1981), *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*, in «Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review».
- Shepsle, K.A. (1986), *The Positive Theory of Legislative Institutions: An Enrichment of Social Choice and Spatial Models*, in «Public Choice», vol. 50, pp. 135-178.
- Tabellini, G. (1986), *Money, Debt and Deficits in a Dynamic Game*, in «Journal of Economic Dynamics and Control», vol. 10, n. 4, pp. 427-442.
- Tabellini, G. e Alesina, A. (1990), *Voting on the Budget Deficit*, in «American Economic Review», vol. 80, n. 1, pp. 37-49.
- Von Hagen, J. (1991), *A Note on the Empirical Effectiveness of Formal Fiscal Restraints*, in «Journal of Public Economics», vol. 44, n. 2, pp. 199-210.
- Van Wijnbergen, S. (1991), *Mexico and the Brady Plan*, in «Economic Policy», vol. 12, aprile, pp. 13-43.