

Introduzione

di Augusto Graziani

1. Componenti strutturali e componenti finanziarie del debito pubblico

Come per ogni altra struttura debitoria, anche per il disavanzo pubblico si possono distinguere due componenti. La prima è la così detta *componente primaria*, costituita dalla differenza fra entrate ed uscite del settore pubblico, includendo fra le uscite le sole spese di scopo e non anche gli oneri finanziari; la seconda è la *componente finanziaria*, costituita dall'accumularsi degli interessi passivi sul debito pregresso.

Le due componenti hanno natura profondamente diversa. La componente primaria dipende da fattori interni al governo del settore pubblico, e dalla capacità delle autorità di controllare gettito fiscale e andamento della spesa. La componente finanziaria, oltre che dipendere ovviamente dall'ammontare della componente primaria, è strettamente legata alle modalità di finanziamento del disavanzo (creazione di liquidità o emissione di titoli) nonché ad un elemento esterno, che è il livello dei tassi di interesse.

Tutti coloro che hanno seguito il dibattito sul debito pubblico in Italia conoscono ormai i teoremi di matematica finanziaria che determinano l'accumularsi degli oneri finanziari. Gli oneri finanziari crescono nel corso del tempo con andamento esponenziale. Se il tasso di interesse è costante, l'onere finanziario per ogni lira di debito primario tende a crescere allo stesso tasso. D'altro canto, se, come è lecito assumere, il disavanzo annuale finanziato con emissione di debito è una frazione costante del reddito nazionale, esso cresce allo stesso tasso del reddito nazionale e anche il debito primario totale tende a crescere allo stesso tasso. In questa ipotesi semplificata, il debito primario totale cresce dunque al tasso di crescita del reddito nazionale, mentre gli oneri finanziari crescono a un tasso pari al tasso dell'interesse.

Ne deriva come conseguenza immediata che, in tutti i casi in cui il tasso di interesse supera il tasso di crescita del reddito nazionale, si producono due conseguenze tipiche. La prima è che la componente finanziaria, essendo quella che cresce più velocemente, diventa rapidamente dominante e tende a imporre il proprio tasso di crescita all'intero indebitamento. La seconda è che il rapporto fra debito tota-

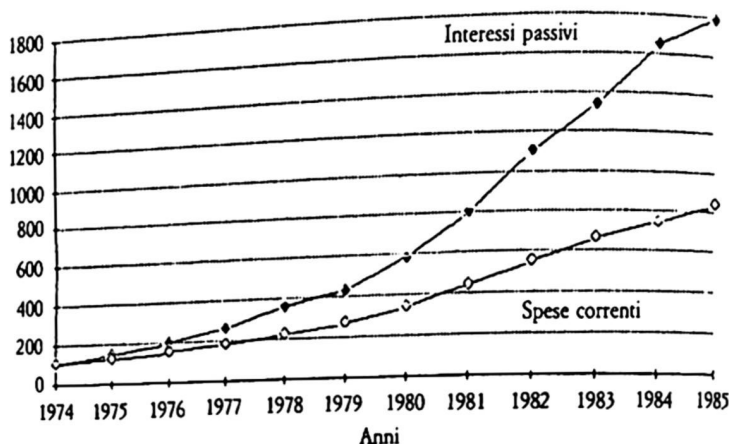


FIG. 1. Spese correnti e interessi passivi (1974 = 100).

le e prodotto interno, di cui tanto si è discusso nel nostro paese, tende a crescere in misura inarrestabile. Come mostra il saggio di Montesano contenuto in questo volume, il pericolo di trovarsi dinanzi ad un debito pubblico non rimborsabile è diverso a seconda che i titoli stessi vengano considerati come sostituti prossimi della ricchezza reale o delle scorte liquide. In ambedue i casi, le possibilità di evitare l'esplosione del debito pubblico dipendono dalle condizioni iniziali del sistema economico, per cui, in termini generali, il pericolo di incappare in una situazione di instabilità è sempre presente.

2. I casi dell'economia italiana

L'economia italiana si è venuta a trovare in una situazione simile a quella ora descritta. Un rallentamento del tasso di sviluppo, accoppiato ad un aumento vertiginoso dei tassi di interesse, ha prodotto un aumento veloce degli oneri finanziari ed un conseguente peggioramento di tutti gli indicatori di stabilità finanziaria (fig. 1).

In questa situazione, il pericolo che viene ricordato con maggiore insistenza è quello di possibili ondate di inflazione. Le connessioni fra debito pubblico, accrescimento degli oneri finanziari, e inflazione vanno analizzate con cura.

Una prima possibilità è che l'inflazione si sviluppi come conseguenza diretta dell'aumento della domanda globale che la spesa pubblica effettuata in disavanzo inevitabilmente comporta. Qui, i gradi del ragionamento possono essere almeno tre. Un primo passo consiste nel riconoscere che la spesa pubblica esercita un effetto espansivo sulla domanda globale anche se interamente coperta da imposte, a

causa della differenza nella propensione alla spesa fra settore pubblico e privato. Un secondo passo consiste nel riconoscere che l'impulso che la domanda globale trae da una spesa pubblica effettuata in disavanzo è assai maggiore di quello tratto da un bilancio in pareggio, dal momento che l'effetto espansivo della spesa pubblica non è temperato dall'effetto depressivo del prelievo fiscale.

Il terzo passo consiste nell'osservare che l'impulso derivante da una spesa in disavanzo proviene non soltanto dal livello della spesa pubblica stessa ma anche dagli effetti che l'accumularsi della ricchezza finanziaria produce sulla propensione al consumo dei privati. Una spesa in disavanzo produce necessariamente un aumento della ricchezza finanziaria, sotto forma di titoli o sotto forma di scorte liquide, a seconda del modo in cui il disavanzo viene finanziato. La presenza di tale ricchezza può esercitare un effetto espansivo sulla spesa privata.

È superfluo ricordare che se il disavanzo è finanziato mediante creazione di moneta, se la moneta aggiuntiva viene spesa per intero nel mercato dei beni, e se tale spesa produce un pari aumento dei prezzi monetari, la liquidità reale di cui dispone l'economia rimane immutata e il disavanzo non produce alcun aumento di ricchezza finanziaria reale. Questo è un caso che esamineremo fra breve. L'ipotesi che stiamo esaminando adesso è che la spesa pubblica in disavanzo produca una pressione inflazionistica soltanto attraverso l'aumento della propensione al consumo dovuto all'aumento della ricchezza privata, il che presuppone che le eventuali scorte liquide create per finanziare il disavanzo non vengano immediatamente bruciate dall'aumento dei prezzi. Questo terzo passo nell'analisi degli effetti che il disavanzo produce sulla domanda globale, consistente nell'esame dei cosiddetti effetti ricchezza, è oggetto di controversia sul piano teorico come sul terreno dell'analisi empirica.

Le indagini di Jappelli e di Onofri contenute in questo volume tendono, sia pure con prudenza, a riaffermare la presenza di effetti positivi esercitati dalla ricchezza finanziaria sulla domanda di consumi. I risultati empirici presentati da Onofri mostrano tuttavia come la ricchezza finanziaria eserciti effetti non lineari sulla propensione al consumo: al crescere dello stock di debito pubblico, i risparmiatori acquisterebbero una percezione via via più netta del fatto che prima o poi il debito renderà necessario un maggiore prelievo fiscale, e rifiuterebbero progressivamente di considerare i titoli come ricchezza netta.

Una seconda idea cui si è fatto cenno poc'anzi è che l'inflazione possa esplodere in modo diretto, come conseguenza dell'aumento di liquidità che l'indebitamento del settore pubblico finirebbe prima o poi per provocare. Questa argomentazione merita di essere ripresa in modo articolato.

È evidente che chi voglia sostenere che l'indebitamento del settore pubblico produce, prima o poi, effetti inflazionistici, deve mostrare come l'indebitamento conduca inevitabilmente ad aumenti di spesa monetaria nel mercato dei beni. I passi di questo ragionamento sono complessi.

Il primo passo consiste nel mostrare come un indebitamento crescente del settore pubblico conduca ad un accumularsi di scorte liquide presso il settore privato. Il ragionamento che sta alla base di questa tesi può essere sintetizzato come segue. Il disavanzo del settore pubblico può essere coperto mediante emissione di debito o mediante creazione di liquidità. Ambedue le modalità producono un aumento di ricchezza finanziaria del settore privato, sotto forma di titoli fruttiferi nel primo caso, sotto forma di scorte liquide nel secondo. Se, nell'intento di evitare la formazione di scorte liquide, lo Stato predilige il finanziamento mediante emissione di titoli, il debito totale cresce ancora più velocemente a causa dell'accumularsi degli oneri finanziari. Una minore formazione immediata di scorte liquide ha così per contropartita un accrescimento più veloce dell'indebitamento totale. Inoltre, prosegue il ragionamento, al fine di collocare ammon-tari crescenti di titoli pubblici sarà necessario offrire tassi di interesse sempre più elevati. Arriverà un momento in cui la ricchezza finanziaria è così squilibrata che il mercato rifiuterà di assorbire altri titoli, quale che sia il rendimento offerto. Da questo momento in poi, il finanziamento dovrà necessariamente proseguire mediante creazione di moneta, con i pericoli di inflazione che ne conseguono.

Quando si arriva a questo punto, il tentativo iniziale di finanziare il disavanzo mediante emissione di titoli non avrà fatto che peggiorare la situazione, in quanto, in conseguenza degli interessi pagati, il settore pubblico si troverà ad avere messo nelle mani dei risparmiatori un ammontare di ricchezza finanziaria molto maggiore di quella che si sarebbe avuta finanziando il disavanzo mediante creazione di moneta. Tentativi di evitare la creazione di liquidità, sia sotto forma di base monetaria che sotto forma di depositi bancari, possono dunque risultare controproducenti (si vedano in questo senso le osservazioni di M. Teresa Salvemini).

L'idea che presiede a questa analisi è dunque che il tentativo di finanziare il disavanzo mediante emissione di titoli collocati nel portafoglio dei privati non possa avere successo che per un periodo transitorio ed entro limiti definiti, varcati i quali l'accumularsi progressivo di ricchezza finanziaria nelle mani dei privati produrrebbe inevitabilmente un'esplosione di inflazione. Analisi simili danno per scontato che l'indebitamento del settore pubblico sia dovuto al finanziamento di spese correnti e che di conseguenza, a fronte della ricchezza finanziaria collocata presso i privati, non si abbia alcuna formazione di

ricchezza produttiva, e quindi alcun aumento di reddito reale. In questo caso estremo, all'aumento ininterrotto di ricchezza finanziaria farebbe riscontro un reddito reale costante.

Non tutto è impeccabile in questo ragionamento. Come si è detto in precedenza, se il disavanzo pubblico viene finanziato mediante creazione di moneta e la moneta viene spesa immediatamente nel mercato dei beni, l'inflazione, se deve esplodere, esplode nello stesso istante in cui la spesa pubblica viene effettuata. Ma se ciò non accade, se cioè il pubblico accetta di tenere nel proprio portafoglio un ammontare crescente di titoli o di scorte liquide, l'inflazione resta soltanto uno sbocco potenziale, che può verificarsi nel caso in cui il pubblico, con una brusca inversione di preferenze, invece di continuare a tenere in portafoglio la ricchezza finanziaria accumulata, decida di disfarsene, rifiutando di risottoscrivere i titoli pubblici via via che essi vengono a scadenza e spendendo il ricavato nel mercato dei beni. Eventi simili possono verificarsi come conseguenza di ondate di panico. Ma, in simili circostanze eccezionali, diventa quasi irrilevante che il pubblico possieda ricchezza finanziaria sotto forma di titoli o di scorte liquide: nei momenti di panico, la velocità di circolazione della moneta può toccare qualsiasi livello, scatenando l'inflazione indipendentemente dalla presenza di uno stock di ricchezza finanziaria precedentemente accumulato.

La conclusione di questo ragionamento è che, come sempre, l'inflazione non deriva dalla creazione di mezzi liquidi di per sé (titoli a breve scadenza o base monetaria) ma dalla decisione del pubblico di spendere nel mercato dei beni i mezzi di pagamento di cui è in possesso. E tale decisione scaturisce più da ondate di panico che non dal possesso dei mezzi liquidi in sé.

3. L'inflazione come strumento di riduzione del debito

Allorché si discute di debito pubblico, l'inflazione viene evocata a volte come sbocco inevitabile di un debito eccessivo, a volte in direzione opposta come strumento di cui lo Stato potrebbe servirsi per ridurre il debito pubblico senza accrescere il prelievo fiscale esplicito.

Affinché l'inflazione possa rappresentare un modo per liberarsi da un debito pubblico troppo oneroso, devono ricorrere almeno due condizioni:

1) la prima è che il debito pregresso sia *debito a lunga scadenza*. Supponiamo infatti di trovarci nella situazione più favorevole, che il disavanzo annuale sia stato annullato e che nei portafogli privati resti soltanto uno stock di titoli pubblici ereditati dal passato. Se si tratta di titoli *a breve scadenza* soggetti a rinnovo continuo, l'inflazione pro-

duce un duplice effetto: da un lato, se ad ogni rinnovo lo Stato intende procurarsi il medesimo ammontare di liquidità reale, le emissioni devono essere indicizzate, dall'altro, se si mette in moto l'effetto di Fisher, i sottoscrittori domanderanno un aumento del tasso di interesse pari al tasso di inflazione. L'operare congiunto di questi due fattori fa sì che, paradossalmente, l'inflazione che era stata invocata per annullare il debito pregresso, non fa che accrescerlo e riporta i conti dello Stato in passivo anche partendo, come abbiamo ipotizzato, da una situazione in cui il bilancio corrente sia stato riportato in pareggio. Se invece il debito pregresso è debito *a lunga scadenza*, questi effetti negativi non si producono, dal momento che i titoli non vanno rinnovati e non si pone alcun problema né di indicizzazione delle emissioni né di aumento dei tassi di interesse;

ii) la seconda condizione necessaria affinché l'inflazione possa erodere il debito pregresso, è che, come nel caso ora esaminato come il più favorevole, lo Stato abbia annullato il disavanzo annuale. Se invece, pur trovandoci in una situazione in cui il debito pregresso ha natura di debito a lunga scadenza, sussiste ancora un disavanzo annuale da finanziare, l'inflazione fa sì che lo Stato, se intende tenere costante la spesa pubblica in termini reali, è costretto a indicizzare le emissioni annuali di titoli secondo il tasso di inflazione. Ne consegue che quanto si guadagna come riduzione dell'onere reale del debito acceso in passato, viene distrutto dall'aumento del peso dei titoli di nuova emissione.

Un'inflazione provocata proprio allo scopo di distruggere il debito pubblico pregresso ha quindi senso unicamente in un quadro molto particolare, nel quale lo stock di debito sia costituito da titoli a lunga scadenza e il disavanzo corrente sia stato sostanzialmente eliminato, o possa essere anch'esso lasciato esposto all'erosione dell'inflazione. Se l'una o l'altra di queste condizioni non ricorrono, l'inflazione, invece di alleggerire l'onere del debito, non fa che aumentarlo. L'esperienza del nostro paese è indicativa. All'esplosione dell'inflazione sussisteva un disavanzo di base che è stato necessario indicizzare per tenere le spese più o meno costanti in termini reali; i titoli di nuova emissione, per essere accettati dal mercato, hanno assunto scadenze sempre più brevi, e ciò ha rapidamente esteso l'aumento dei tassi all'intero stock di titoli esistenti. Di conseguenza, l'inflazione, invece di ridurre, ha enormemente accresciuto il peso del debito pubblico.

4. Altri mezzi di riduzione del debito pubblico

Accantonata l'inflazione come strumento di distruzione del debito pubblico, non resta che attaccare il debito direttamente nelle sue

componenti, quella strutturale e quella finanziaria. Le regole che sono state proposte sono note. La più rigorosa è quella suggerita dalla Banca d'Italia, e consiste nel ridurre l'importo del disavanzo di base, fino ad annullarlo (si vedano le considerazioni in questo senso formulate da G. Morcaldo). Una via che fa egualmente leva sulla riduzione del disavanzo di base, ma si presenta più attenuata, suggerisce di ridurre il disavanzo provocato da spese correnti, senza intaccare il disavanzo provocato da spese in conto capitale, spese che presumibilmente accrescono la capacità produttiva. Altri suggeriscono l'applicazione di regole pluriennali che, prendendo in considerazione un arco di tempo esteso, consentano di compensare i disavanzi di alcuni periodi con avanzi di periodi successivi (una analisi dettagliata di queste possibilità è svolta da Spaventa).

Regole simili, fondate essenzialmente sulla riduzione della componente strutturale, aprono il quesito immediatamente connesso del *come* si debba procedere alla riduzione del disavanzo: mediante contrazione della spesa o mediante aumento del prelievo fiscale? L'adozione dell'una o dell'altra soluzione dipende evidentemente dai vincoli di carattere politico e sociale che possono di volta in volta rendere consigliabile l'una rispetto all'altra. La via che attualmente le autorità economiche italiane sembra vogliano percorrere è decisamente ispirata all'idea di ridurre il disavanzo corrente sia contenendo la spesa sia accrescendo la pressione fiscale.

Ogni riduzione del disavanzo accresce evidentemente l'area della spesa pubblica coperta mediante prelievo fiscale rispetto a quella coperta mediante indebitamento; così come ogni riduzione dello stock di debito rappresenta un rimborso che i contribuenti effettuano a favore dei risparmiatori possessori di titoli. Si aprono qui diverse considerazioni sulla possibilità e sull'opportunità politica di manovre simili. Un primo caso ipotizzabile è quello in cui i contribuenti si identificano con i risparmiatori: in questo caso, si tratterebbe di dare ad uno stesso gruppo sociale la scelta fra essere colpito da un prelievo fiscale o effettuare un prestito. Se viceversa risparmiatori e contribuenti sono rappresentati da gruppi sociali differenti, il passaggio dall'una all'altra forma di finanziamento comporta anche lo spostamento dell'onere da una categoria all'altra (si vedano su questo punto le considerazioni formulate da V. Selan).

Ma vi è anche una seconda chiave di analisi del problema. Questa richiama l'attenzione sul fatto che, come si è detto all'inizio, il quesito cruciale sta nel rapporto che corre fra tasso di interesse e tasso di crescita del reddito nazionale: tutte le volte in cui il tasso di interesse supera il tasso di crescita del reddito nazionale, il debito pubblico è destinato ad assumere un peso crescente rispetto al reddito nazionale, e presumibilmente anche rispetto alla ricchezza finanziaria complessi-

va. Se si parte da questa constatazione, bisogna diffidare di ogni intervento che, come la riduzione della spesa pubblica o l'aumento del prelievo fiscale, possa produrre una caduta del tasso di crescita; bisogna puntare invece su interventi opposti, volti a stimolare la crescita o a ridurre i tassi di interesse. E poiché, se si vuole stimolare il tasso di crescita, occorre fornire incentivi agli investimenti, la riduzione dei tassi di interesse diventa lo strumento principe, in quanto consente al tempo stesso di ridurre gli oneri finanziari e di accelerare la crescita.

5. La riduzione dei tassi

Il problema della riduzione dei tassi di interesse solleva questioni assai controverse.

La dottrina più diffusa sostiene che le due componenti del debito, quella strutturale e quella finanziaria, vanno intese come interdipendenti, non soltanto perché gli oneri finanziari sono commisurati alla massa del debito, ma anche e soprattutto perché il livello stesso del tasso di interesse dipende dall'entità del debito pubblico esistente. Abbiamo già richiamato l'idea, largamente sostenuta, secondo la quale emissioni crescenti di titoli pubblici potrebbero essere collocate nel portafoglio dei privati soltanto a tassi di interesse sempre più elevati. Questa idea scaturisce dall'applicazione alle scelte di portafoglio dell'analisi elementare delle preferenze del consumatore: se si vuole che l'operatore privato accolga nel suo portafoglio una quota crescente di titoli pubblici rispetto alle altre forme di ricchezza finanziaria (titoli privati, scorte liquide) è necessario che l'aumento della quota sia indotto da un rendimento più elevato (questa è la posizione rispecchiata nell'analisi di Morcaldo).

Considerazioni di questa natura inducono a sostenere che il rapporto fra debito e prodotto interno, così spesso assunto a indicatore primo del grado di pericolosità della situazione, sarebbe di per sé poco significativo. Assai più rilevante sarebbe invece il rapporto fra stock di debito pubblico e altre forme di ricchezza finanziaria, in quanto proprio tale rapporto denuncerebbe lo squilibrio causato nei portafogli privati dalle emissioni di titoli pubblici nonché il grado di saturazione eventualmente raggiunto (si veda l'analisi di questo punto effettuata da Casarosa).

Chi segue questa impostazione, trova evidentemente difficoltà ad accettare l'idea che una politica di riduzione del debito pubblico possa essere impostata partendo dalla riduzione dei tassi di interesse. Se infatti il livello dei tassi dipende dalla massa del debito pregresso e dall'ammontare delle emissioni, è proprio da una riduzione del disavanzo primario che occorre partire, per ottenere come conseguenza

una riduzione delle emissioni, una decelerazione nell'accumularsi del debito, e di là una caduta spontanea dei tassi.

Non mancano tuttavia modi diversi di impostare il problema. I tassi vigenti nei mercati finanziari italiani dipendono strettamente dai tassi internazionali. È dall'ormai lontano 1969, che le autorità monetarie italiane hanno rinunciato a tenere il mercato italiano isolato rispetto agli altri mercati finanziari, e, in misura maggiore o minore, hanno consentito ai tassi interni di adeguarsi alle fluttuazioni dei tassi nel mercato mondiale. Questa politica è stata resa necessaria, ed è divenuta sempre più necessaria in seguito, a causa dei movimenti di capitali che influiscono in modo determinante sulla posizione esterna del paese. Tassi interni bassi rispetto ai mercati internazionali possono essere praticati soltanto se la situazione dei conti con l'estero consente un certo ammontare di esportazioni di capitali; viceversa, se il pareggio dei conti con l'estero impone un afflusso di capitali, i tassi interni devono tenersi al di sopra di quelli internazionali (si vedano su questo punto le considerazioni di G. Vaciago). I tassi di interesse elevati che si riscontrano nel mercato italiano dovrebbero quindi essere attribuiti, non solo e non tanto alle emissioni massicce di titoli pubblici, quanto al fatto che, almeno a partire dal 1980, i tassi sono andati crescendo anzitutto nei mercati finanziari esteri.

Lo stesso ordine di ragionamento consente anche un'altra considerazione. L'inflazione che si è sviluppata nell'economia italiana è in buona parte inflazione importata: l'aumento del prezzo del petrolio dopo il 1973 e l'aumento del corso del dollaro dopo il 1980 sono stati per l'Italia altrettante fonti di inflazione esterna. A queste si è aggiunto il differenziale italiano di inflazione, differenziale che potrebbe anche essere il riflesso, amplificato da meccanismi di indicizzazione, della stessa inflazione esterna. Per coloro che credono all'effetto di Fisher, l'inflazione produce di per sé un aumento dei tassi di interesse monetari, in quanto gli operatori, sia pure con ritardo ed in misura sempre imperfetta, tenderebbero a tenere costante il tasso di interesse reale. Inflazione esterna più effetto di Fisher potrebbero quindi essere la spiegazione del livello elevato dei tassi di interesse nei mercati finanziari italiani.

Per chi segue questa linea di analisi, il problema si capovolge. Invece di cominciare da una riduzione del disavanzo strutturale, per ottenere da questo una riduzione dei tassi ed un alleviamento degli oneri finanziari, si dovrebbe procedere in senso inverso: provocare una riduzione di tassi, magari isolando mediante misure amministrative i mercati finanziari italiani, e di là ottenere uno stimolo agli investimenti, un aumento del tasso di crescita, e finalmente un capovolgimento del rapporto fra tasso di interesse e tasso di crescita. Una

volta ottenuto un tasso di crescita maggiore del tasso di interesse, la situazione tenderebbe a stabilizzarsi automaticamente.

Il tema del debito pubblico italiano viene così ad essere strettamente legato alle vicende economiche internazionali. Anche in questo caso, la gestione corretta dell'economia italiana non può essere individuata prescindendo dai vincoli che provengono dal mercato esterno.