

4. Analisi empirica delle relazioni tra consumo e debito pubblico in Italia (1970-1984)

di Paolo Onofri

1. Introduzione

Dato un flusso di disavanzi del settore pubblico è equivalente, per quanto concerne il livello di attività economica, finanziarlo con nuove imposte oppure con l'emissione di debito fruttifero? D'altro canto, per quanto riguarda l'inflazione, comporta una qualche differenza se lo stesso flusso di disavanzi è finanziato tramite creazione di base monetaria oppure tramite emissioni di debito pubblico?

Dopo circa centosessanta anni di discussioni sembra essersi determinato un consenso sul fatto che in presenza di mercati dei capitali perfetti e di orizzonti infiniti per ogni generazione il finanziamento di una spesa una tantum attraverso una imposta straordinaria sulla ricchezza privata ha effetti equivalenti al caso di finanziamento con debito fruttifero. In realtà gli aspetti problematici concernono, ora, le implicazioni dell'abbandono di una o più delle ipotesi menzionate: ad esempio orizzonti di ottimizzazione non infiniti [cfr. Blanchard 1985], spese non straordinarie bensì permanenti, ecc.

Il secondo quesito circa gli effetti inflazionistici del finanziamento con moneta o titoli non permette ancora, data la sua recente maturazione, risposte univoche (cfr., con riferimento anche alla problematica italiana, Spaventa [1984]).

Lo sviluppo delle argomentazioni concernenti sia l'uno che l'altro dilemma ruota in misura rilevante attorno al grado di influenza che il debito pubblico esercita sulla spesa privata. Obiettivo di questo lavoro è di tentare una valutazione empirica di tale influenza con riferimento all'economia italiana.

Un primo rilevante aspetto è costituito dagli effetti esercitati sugli investimenti. Friedman [1985] ha messo in evidenza che esiste la possibilità che politiche monetarie restrittive in conflitto con politiche fiscali espansive e quindi costrette a gonfiare la formazione di debito pubblico esercitino un effetto di *crowding in* nei confronti degli investimenti privati attraverso la riduzione del costo della raccolta del capitale azionario conseguente alla diversificazione dei portafogli delle famiglie di fronte ad un debito pubblico crescente. Ovviamente la possibilità di finanziare simultaneamente sia il maggior fabbisogno pubblico che il maggiore investimento privato passa, a mio parere,

attraverso una più forte espansione dell'attività che, ex post, consente di formare il risparmio adeguato ad entrambe le esigenze, con ciò contraddicendo l'obiettivo di controllo della spesa aggregata, ma realizzando quello di modificazione nella composizione della spesa da consumi a investimenti.

Su questo aspetto non aggiungerò altro, dedicherò invece questo lavoro alla valutazione empirica degli effetti della evoluzione del debito pubblico sulle spese per beni di consumo. In altri termini, il problema consiste nella valutazione degli effetti della ricchezza finanziaria sul consumo privato e se all'interno di questi effetti possano essere individuati specifici effetti esercitati dalla componente titoli del debito pubblico.

A questo fine muoverò dall'assunto che la ricchezza finanziaria sia una variabile rilevante nel determinare la propensione al consumo ed all'interno di due diverse specificazioni della funzione empirica del consumo aggregato verranno sottoposte a verifica diverse definizioni di reddito e ricchezza «percepiti». Il controllo di tali definizioni avverrà non solo in termini della loro capacità di riprodurre la storia del consumo una volta inserite in una stima econometrica del consumo aggregato, ma anche in termini delle interrelazioni che si vengono a stabilire fra tasso di interesse e attività economica quando ciascuna equazione del consumo venga inserita all'interno del modello econometrico di Prometeia. Questo secondo aspetto condiziona il concetto di ricchezza finanziaria che verrà utilizzato. Infatti la ricchezza finanziaria sarà la somma di attività il cui ammontare risulti prodotto endogenamente dal modello stesso; si escluderà di conseguenza la componente azionaria della ricchezza finanziaria. Nel valutare quindi i risultati che si otterranno si dovrà prestare attenzione al concetto molto limitato di ricchezza che verrà utilizzato: non solo esclude lo stock di abitazioni, ma anche le azioni.

2. Alcuni «fatti» preliminari

È una esperienza comune a diversi paesi che le stime econometriche delle funzioni del consumo aggregato abbiano perso capacità esplicativa dei fenomeni intervenuti nella seconda metà degli anni settanta e inizi anni ottanta. Una delle principali ragioni è stata ricondotta ai fenomeni inflazionistici di quegli anni ed alla necessità di ridefinire il reddito disponibile includendo le perdite o i guadagni di ricchezza finanziaria.

Stime di diversi autori indicano che il grado di illusione monetaria cui sarebbero soggette le famiglie italiane è decisamente elevato.

Soltanto il 20% della perdita di potere d'acquisto della ricchezza finanziaria andrebbe a ridurre il reddito effettivamente considerato disponibile¹.

Sebbene queste siano le stime del grado di illusione monetaria che meglio si adattano all'evoluzione storica dei consumi, esse non sono in grado di prevederne accuratamente l'andamento dopo il 1982. Prendiamo in considerazione una funzione del consumo in cui la propensione al consumo di equilibrio di *steady-state* sia determinata dal rapporto ricchezza finanziaria/reddito disponibile e all'interno della quale sia specificato un meccanismo di breve periodo di correzione degli scostamenti [Bollerslev e Hylleberg 1985]; la tabella 1 riporta le stime effettuate con riferimento a diversi campioni e a definizioni diverse di reddito disponibile come indicate nel glossario. Se utilizziamo entrambe le equazioni stimate al 1982.4 per prevedere i consumi al 1984.4, i consumi risultano sistematicamente sovrastimati a tassi crescenti. L'errore medio che si compie nei due anni è pari all'1,7% circa per entrambe le equazioni e ciò risulta anche confermato dal deterioramento dei test statistici che interviene quando si estende il campione di stima al 1984.4.

È noto a tutti quale sia l'evoluzione della ricchezza finanziaria delle famiglie negli anni più recenti, quale peso abbia avuto nel determinarla l'andamento del debito pubblico e come si sia espansa la quota di reddito che le famiglie ottengono sotto forma di interessi. Tutti questi aspetti assumono un'enfasi ancora maggiore se le equazioni indicate nella tabella 1 e relative ai campioni terminanti al 1984.4 vengono inserite nel modello econometrico di Prometeia per simulare gli effetti di variazioni del tasso di interesse.

Nella tabella 2 sono mostrati i risultati di due impulsi impartiti al modello che include la definizione di reddito disponibile YD^0 (correzione per l'illusione monetaria pari a 0,2) in due periodi, diversi soprattutto per il peso del debito pubblico. Alla fine del 1976 il debito pubblico detenuto dal settore privato era il 38% del PIL mentre era il 53% alla fine del 1981. Nello stesso periodo la quota di debito detenuta dalle famiglie era cresciuta dal 20 al 50% e, soprattutto, i tassi di interesse erano stati indicizzati ai rendimenti dei tassi a breve. Si può osservare che in tale diverso contesto degli stock finanziari e della composizione del reddito disponibile tra interessi e non, l'effe-

¹ Si veda Rossi e Schiantarelli [1983] e Lecaldano, Marotta e Masera [1984]. Anche nostre stime su di un campione leggermente più ampio confermano tale risultato. Più recentemente anche Modigliani, Jappelli e Pagani [1985] non giungono a conclusioni univoche circa la razionalità dei consumatori italiani di fronte all'inflazione.

Таб. 1. *Equazioni del consumo con e senza correzione per l'illusione monetaria ($\alpha = 0,2$) variabile dipendente Δ_{1t}*

Campione	Costante	$\Delta_{1t}y^d$	$\Delta_{1t}y^d$	$(c-y^d)_{-1}$	$(c-y^d)_{-1}^p$	$(\bar{w}-\bar{y}^d)_{-1}$	$(\bar{w}-\bar{y}^d)_{-1}^p$	CR ²	DW	Q(8)
71.2-84.4	-0,17 (4,6)	0,10 (3,6)		-0,22 (4,9)		0,09 (4,0)		0,58	2,0	4,1
71.3-84.4	-0,16 (4,3)		0,09 (3,6)		-0,21 (5,1)		+0,08 (3,7)	0,58	2,0	3,0
71.2-82.4	-0,21 (4,9)	0,09 (2,7)		-0,23 (4,3)		0,11 (4,4)		0,61	2,2	4,4
71.3-82.4	-0,20 (4,7)		0,08 (2,9)		-0,23 (4,7)		0,11 (4,2)	0,62	2,1	3,8

Nota: *Dummies* per i trimestri 74.3 e 81.2 sono inserite in tutte le stime (si veda il glossario).

TAB. 2. Effetti di uno slittamento del tasso di interesse a breve (+ 3 punti %) su ^{a,b}

	GDP	C	INVEST	Δ STOCK	IMP	EXP	INFL	CAMB
Impulso impartito nel 1977.1								
dopo								
1 anno	-0,33	-0,08	-1,13	-293	-1,43	0,18	-0,10	-0,43
2 anni	-0,67	0,02	-1,93	-388	-0,75	-0,04	-0,53	-1,67
3 anni	-1,14	-0,12	-3,29	-469	-1,28	-0,85	-1,30	-3,47
4 anni	-0,74	0,53	-3,32	-140	-0,28	-1,68	-1,88	-4,46
Impulso impartito nel 1982.1								
dopo								
1 anno	-0,13	0,15	-0,95	-226	-0,77	0,14	-0,04	-0,12
2 anni	-0,51	0,26	-2,64	-431	-1,03	0,10	-0,30	-0,85
3 anni	-0,50	0,62	-3,16	-314	-0,46	-0,60	-0,66	-1,84
4 anni	-0,09	1,25	-2,27	-109	0,41	-1,17	-0,90	-2,04

^a Scostamento percentuale del livello assunto dalla variabile nella soluzione di controllo, ad eccezione della variazione delle scorte.

^b Modello inclusivo della definizione YD^0 (si veda il testo e il glossario).

to di un aumento dei tassi di interesse sulla domanda di beni di consumo risulta maggiormente espansivo nel secondo periodo; di conseguenza, l'effetto restrittivo sull'attività economica complessiva risulta attenuato ².

3. Un tentativo di stima dell'«illusione fiscale»

I risultati presentati nel paragrafo precedente suscitano il sospetto di essere condizionati in un qualche modo dalla ipotesi implicita che le famiglie considerino i titoli del debito pubblico che possiedono come loro ricchezza netta. Se, per simmetria, si accetta di definire tale ipotesi con il termine «illusione fiscale», allora si può affermare che in questo paragrafo si cercherà di sottoporre a verifica empirica l'esistenza o meno di tale fenomeno. In realtà, piuttosto che ricercare quale attitudine le famiglie abbiano manifestato mediamente, nel tempo, di fronte alla presenza del debito pubblico all'interno della propria ricchezza finanziaria, si sottoporrà a verifica empirica l'ipotesi che, nel corso degli ultimi tredici anni, l'atteggiamento delle famiglie

² Versioni precedenti di questo lavoro indicavano, nel secondo periodo, un effetto pressoché nullo, se non positivo, sul prodotto interno lordo; le differenze sono imputabili al ridisegno del blocco prezzi ora decisamente più sensibile a variazioni della domanda aggregata. Ciò determina un effetto recessivo più consistente dal lato della domanda di scorte.

sia mutato e tale mutamento sia stato guidato dall'emergere di un debito pubblico la cui consistenza è crescente in termini di prodotto interno lordo. In altre parole ci si domanda se l'illusione fiscale possa risultare una funzione decrescente del livello che lo stock di debito pubblico raggiunge rispetto al PIL. Ci si può domandare quale sia il razionale di un simile comportamento ipotizzato. In modo forse un po' semplicistico, si potrebbe affermare che come al crescere del tasso di inflazione si mette in atto un processo di apprendimento ad individuare l'evoluzione reale dei fenomeni, così al crescere del debito pubblico questo risulta sempre più «chiacchierato» stimolando più attente riflessioni circa il suo valore intrinseco in termini di imposte future.

L'illusione fiscale concerne non solo la considerazione del debito pubblico come ricchezza, privata o meno, ma anche la valutazione che viene data del reddito da interessi sullo stesso debito pubblico. Di conseguenza dovremo introdurre fattori di correzione sia per il reddito da interessi che per lo stock di titoli pubblici.

Definiamo, dunque, il reddito disponibile e la ricchezza nel modo seguente:

$$\overline{YD}^* = \overline{YDN} + \overline{I}e^{-\beta b} \quad \beta > 0$$

$$\overline{W}^* = \overline{M2H} + \overline{BPR} + \overline{BG}e^{-\beta b}$$

Per il significato dei simboli si rinvia al glossario, qui si ricorda che $e^{-\beta b}$ è un fattore di correzione che sottrae a $\overline{I}$ e a $\overline{BG}$ quantità crescenti al crescere del rapporto debito pubblico fruttifero/PIL (b). Il fattore di correzione potrebbe anche presentarsi in forma lineare, in tal caso il termine $e^{-\beta b}$ verrebbe sostituito da $(1 - \beta b)$.

Inoltre, la correzione per l'illusione fiscale potrebbe applicarsi ad un reddito dal quale sia già stato dedotto un termine $(\alpha \frac{\Delta p}{p-1} \overline{W}_{-1}^*)$ a correzione della variazione del potere d'acquisto della ricchezza finanziaria netta «percepita».

Va detto subito che il termine β comunque stimato è sempre risultato significativo e col segno atteso; l'ordine di grandezza oscillante attorno a 0,30 corrisponde ad una correzione che, dati i valori di b nel periodo campione, sottrae inizialmente il 10% ed alla fine il 20% circa del reddito da interessi e del valore dello stock di titoli pubblici posseduti.

Le diverse stime che sono state condotte per riconoscere se la illusione fiscale che meglio si adatta ai dati è quella decrescente in modo lineare oppure esponenziale, mettono in evidenza una leggera prevalenza dei test statistici per il caso lineare. Di fronte a differenze

non macroscopiche tra i test associati alle due forme funzionali, mi pare che la preferenza debba andare alla decrescenza esponenziale che garantisce che la posizione di ultrarazionalità sia avvicinata solamente in modo asintotico, mentre invece la forma lineare implicherebbe che l'ultrarazionalità si raggiunge attorno a valori di b di poco superiori a 3. Al di sopra di tali valori, poi, la correzione comporterebbe una sottrazione al reddito ed alla ricchezza di quantità maggiori rispettivamente degli interessi e del valore dei titoli del debito pubblico.

Stime non lineari congiunte del termine di correzione dell'illusione monetaria α e di quella fiscale β portano a risultati significativi per β ma non per α . $\hat{\beta}$ risulta pari a 0,28 ($t = 2,0$), e $\hat{\alpha} = 0,16$ ($t = 0,67$). Il che a sua volta conferma il fatto che il valore di α che meglio si adatta ai dati sia all'incirca pari a 0,2. Il fatto che il valore di α non risulti significativo ha indotto un supplemento di ricerca relativamente al fatto se la percezione della perdita di potere d'acquisto per l'inflazione sia differenziata a seconda delle attività considerate. Posto in altri termini potrebbe sussistere una diversa disponibilità a pagare la tassa da inflazione sulla moneta rispetto ai titoli. Al crescere del tasso di inflazione il valore dei saldi monetari si riduce, ma si riduce anche la domanda reale di moneta, ciò potrebbe richiedere una minore rinuncia a consumare rispetto a quella richiesta dalla reintegrazione di una analoga perdita di potere d'acquisto conseguita sul valore dei titoli posseduti. Non si reintegrano i saldi reali perché ora i saldi reali desiderati sono minori. Stime separate del grado di correzione del reddito per tener conto della perdita di potere d'acquisto della moneta, da un lato, e dei titoli, dall'altro, non conducono a risultati significativi: non diverso da zero risulta il parametro per la moneta $\hat{\alpha}_M = 0,03$ ($t = 0,06$), più importante, ma ancora non significativamente diverso da zero, quello per i titoli $\hat{\alpha}_T = 0,5$ ($t = 0,34$). Se inserito solamente α_T i valori mutano quasi impercettibilmente $\hat{\alpha}_T = 0,6$ ($t = 0,6$).

Muovendo ora da un valore imposto di $\alpha = 0,2$ è interessante osservare che stime di β condotte su un campione terminante al 1982.4 danno valori di β minori e meno significativi (0,21 $t = 0,78$ per il caso di relazione esponenziale), ma già ciò è sufficiente per migliorare le previsioni fuori dal campione per gli anni '83-84: l'errore medio dell'1,7% indicato al paragrafo precedente scende allo 0,4%. L'estensione del campione al 1984.4 conduce ai risultati già menzionati di $\hat{\beta} = 0,34$ ($t = 2,1$). Di seguito viene riportata quest'ultima equazione nella quale il reddito disponibile che viene preso in considerazione è già al netto della correzione per $\alpha \cdot \frac{\Delta p}{p-1} \bar{W}_{t-1}$ (con $\alpha = 0,2$).

$$\Delta_{1c} = -0,18 + 0,08 \Delta_{1y} d^* - 0,20 (c - y d^*)_{-1} + 0,10 (\bar{w}^* - \bar{y} d^*)_{-1}$$

(4,7) (3,3) (5,1) (4,3)

$$\overline{YD}^* = \overline{YDN} + \bar{I}^0 \exp(-0,34.b)$$

(2,1)

$$\overline{W}^* = \overline{M2H} + \overline{BPR} + \overline{BG} \cdot \exp(-0,34.b)$$

(2,1)

$$CR^2 = 0,62 \quad DW = 2,2 \quad Q(8) = 4,7$$

Campione: 1972.1-1984.4

Metodo: NLLS

Sul campione al 1984 le diverse stime effettuate manifestano una robustezza dei valori ottenuti per β ; tale robustezza, abbiamo visto, viene meno dimensionando in modo diverso il campione. Le ragioni possono apparire sin troppo evidenti in relazione al fatto che ampliando il campione aumenta in modo significativo la presenza di elevati livelli di debito pubblico. È sulla base di questa fiducia che si è proceduto ad inserire nel modello econometrico l'equazione stimata ed a simulare gli effetti di una manovra di rialzo dei tassi di interesse. I risultati riportati nella tabella 3 mostrano che ora, pur non essendovi un effetto di sostituzione intertemporale nettamente definito per il consumo, il saggio di interesse manifesta un minor effetto espansivo sui consumi e quindi sul livello di attività economica.

TAB. 3. Effetti di uno slittamento del tasso di interesse a breve (+ 3 punti %) su ^{a,b}

	GDP	C	INVEST	Δ STOCK	IMP	EXP	INFL	CAMB
Impulso impartito nel 1977.1								
dopo								
1 anno	-0,3	-0,1	-1,1	-292	-1,4	0,2	-0,2	-0,5
2 anni	-0,8	-0,2	-2,0	-400	-0,9	0,1	-0,6	-1,7
3 anni	-1,3	-0,4	-3,5	-597	-1,6	-0,8	-1,4	-3,7
4 anni	-0,9	0,2	-3,5	-158	-0,6	-1,8	-2,0	-5,0
Impulso impartito nel 1982.1								
dopo								
1 anno	-0,1	0,0	-1,0	-227	-0,8	0,1	-0,1	-0,1
2 anni	-0,7	-0,1	-2,8	-444	-1,3	0,3	-0,3	-0,9
3 anni	-0,8	0,1	-3,5	-352	-1,0	-0,5	-0,7	-2,1
4 anni	-0,6	-0,6	-2,9	-282	-0,4	-1,3	-1,3	-3,7

^a Scostamento percentuale dal livello assunto dalla variabile nella soluzione di controllo, ad eccezione della variazione delle scorte.

^b Modello inclusivo della definizione $\bar{YD}^*$ e $\bar{W}^*$ (si veda il testo e il glossario).

4. Una diversa specificazione della funzione del consumo

Gli esperimenti di stima e simulazione presentati nel paragrafo precedente hanno messo in evidenza che correzioni del reddito da interessi e dello stock di titoli pubblici posseduti dalle famiglie, coerenti con una illusione fiscale decrescente al crescere del debito pubblico fruttifero, risultano adattarsi alle serie storiche dei consumi aggregati delle famiglie in misura decisamente migliore rispetto a qualsiasi forma di correzione della illusione monetaria. Sul campione 1972-1984 il coefficiente del processo di correzione dell'illusione fiscale risulta stabile nei valori che assume pur in presenza o assenza di correzione per l'illusione monetaria. Lo stesso coefficiente risulta molto meno stabile di fronte a modificazioni della ampiezza del campione e, in simulazione, pur correggendo il comportamento perverso della funzione del consumo qualora non lo includa, non è in grado di determinare un effetto di sostituzione intertemporale nettamente dominante quando lo stock di debito pubblico è più elevato.

Sono stati condotti ulteriori esperimenti di stima sia dell'illusione monetaria che dell'illusione fiscale all'interno di specificazioni della funzione del consumo diverse da quella sin qui utilizzata. L'obiettivo perseguito è stato quello di semplificare la specificazione stessa al fine di poter sottoporre a verifica, congiuntamente alle ipotesi predette, anche quelle di una diversa influenza sulle decisioni di consumo esercitate dal reddito da interessi e dal reddito non da interessi, da un lato, e dalla ricchezza finanziaria non debito pubblico e dal debito pubblico, dall'altro. I risultati ottenuti non possono essere considerati conclusivi, per cui non ne riportiamo il dettaglio econometrico, ma diamo una sintesi delle indicazioni prevalenti che da essi si può trarre.

Innanzitutto, la propensione al consumo sul reddito da interessi emerge diversa da quella sul reddito non da interessi nel breve periodo, mentre nel lungo periodo esse sembrano coincidere. La correzione per la illusione fiscale risulta sempre molto significativa e dell'ordine del 30%.

In secondo luogo, la separazione delle componenti di debito pubblico e non, all'interno della ricchezza finanziaria delle famiglie, consente di stimare in modo significativo coefficienti diversi per debito pubblico e altre attività finanziarie delle famiglie. In particolare il coefficiente del debito pubblico risulta significativamente diverso da zero, ma inferiore al coefficiente delle altre componenti della ricchezza finanziaria. Quando è reso variabile in funzione del prezzo che lo stesso debito pubblico assume rispetto al PIL il valore del coefficiente risulta rapidamente decrescente anche se non si allontana molto dal valore del coefficiente delle altre componenti della ricchezza finanziaria.

Nell'insieme, quindi, qualora si intenda uscire da uno schema di determinazione del sentiero effettivo dei consumi del tipo *error correction mechanism*, si presentano problemi di collinearità e di eteroschedasticità nella stima, per evitare i quali le specificazioni adottate non consentono, allo stadio attuale degli esperimenti condotti, risultati totalmente affidabili; ciò consegue in particolare dal fatto che sembrerebbero emergere linee di comportamento, a prima vista, contraddittorie da parte del consumatore con riferimento al trattamento degli interessi sul debito pubblico, da un lato, e del debito pubblico stesso dall'altro. È quindi necessaria una ulteriore indagine per sottoporre a verifica empirica diretta l'ipotesi di effetti reddito e effetti ricchezza diversi per le componenti che discendono dalla presenza del debito pubblico e dal pagamento di interessi da parte delle Amministrazioni Pubbliche.

5. Alcune conclusioni ancora provvisorie

In questo lavoro si sono ricercati indizi circa la rilevanza o meno degli effetti ricchezza che il debito pubblico può eventualmente esercitare sulle spese per consumi. All'interno di due diverse specificazioni della funzione del consumo aggregato sono state inserite definizioni di reddito e ricchezza finanziaria che tengono conto sia di una parziale correzione del reddito per la variazione del potere di acquisto della ricchezza detenuta, sia di una «percezione» di interessi e debito pubblico come, rispettivamente, reddito e ricchezza netti che va attenuandosi al crescere d'importanza dello stock di debito pubblico. La plausibilità di tali specificazioni e valutazioni empiriche è stata commisurata, poi, alla capacità delle singole funzioni, una volta inserite nel modello econometrico di Prometeia, di adeguarsi al dettato teorico che la derivata totale del livello di attività rispetto al tasso di interesse sia negativa.

Da questo processo indiziario possiamo trarre le seguenti conclusioni:

— innanzitutto l'inserimento delle suddette correzioni migliora in modo rilevante la capacità previsiva delle equazioni del consumo singolarmente prese;

— per quanto concerne il miglioramento dei test statistici delle stime, la correzione per l'illusione fiscale assume una importanza molto maggiore all'interno delle specificazioni adottate, rispetto alla correzione per l'illusione monetaria;

— pur tra qualche incertezza, l'illusione monetaria sui saldi monetari sembra sia pressoché totale, mentre risulterebbe solamente parziale (anche se elevata) sui titoli; nei diversi casi presi in considerazione

ne la correzione per l'illusione monetaria che meglio si adatta ai dati è pari al 20%;

— i risultati raggiunti in merito alla correzione dell'illusione fiscale implicano che:

a) il reddito da interessi potrebbe avere un effetto più limitato sul consumo rispetto al reddito non da interessi e la differenza tra i due cresce al crescere del debito pubblico, ma i risultati raggiunti non sono conclusivi;

b) i titoli del debito pubblico esercitano un effetto ricchezza sul consumo, ma questi effetti sono decrescenti al crescere del debito pubblico;

— nel complesso le famiglie procederebbero quindi a compensare con maggior risparmio il 20% della perdita di potere d'acquisto sulle attività finanziarie e, negli anni più recenti, il 34% delle future imposte per il servizio del debito pubblico;

— l'inserimento di funzioni del consumo che contengono queste correzioni nel modello di Prometeia consente di ridurre gli effetti di reddito conseguenti a variazioni dei tassi di interesse pur in presenza di elevati fabbisogni finanziari del settore pubblico e di un elevato stock di debito pubblico oltretutto indicizzato.

In estrema sintesi i dati sembrano suggerire che se la ricchezza finanziaria deve essere una determinante del consumo delle famiglie non si può evitare di attribuire al debito pubblico, all'interno di essa, una importanza variabile. Non si può escludere che ciò che qui si rileva come grado di «percezione» decrescente del debito pubblico quale ricchezza privata, sia il risultato di elevate concentrazioni della ricchezza finanziaria che si manifestano quando questa cresce a tassi molto più elevati del reddito disponibile complessivo e (non si può escludere) quindi che tali risultati siano il riflesso di modificazioni nella propensione al consumo che si associano a redistribuzioni della ricchezza e del reddito (da interessi).

Tuttavia, si può anche affermare (ed i risultati non contraddicono tale affermazione) che nelle decisioni di consumo dell'ultimo decennio le famiglie si sono comportate *come se* il loro orizzonte di ottimizzazione intertemporale si allungasse al crescere del peso del debito pubblico. Per il momento i dati non sono in grado di distinguere in modo significativo tra la possibilità che raggiungano una condizione di ottimizzazione con orizzonte infinito solo asintoticamente oppure in presenza di un valore del debito pari a due o tre volte il PIL.

In altre parole, l'efficacia restrittiva delle politiche monetarie è cresciuta ed è stata in grado di trasformare uno squilibrio inflazionistico in uno squilibrio di stock. Aver chiarito ciò non aggiunge ancora nulla al dilemma citato all'inizio circa la irrilevanza o meno, nel

lungo termine, per l'inflazione del grado di monetizzazione del fabbisogno pubblico.

Glossario

- $\overline{AA}$: Altre attività finanziarie nel portafoglio delle famiglie $\overline{M2H} + \overline{BPR}$
- b : Rapporto tra stock di debito pubblico fruttifero e PIL.
- $\overline{BG}$: Stock di titoli pubblici inclusi i buoni postali nel portafoglio delle famiglie, a prezzi di mercato.
- $\overline{BPR}$: Obbligazioni dei privati e di enti pubblici nel portafoglio delle famiglie, ai prezzi di mercato.
- C : Consumi nazionali delle famiglie.
- $EXCR$: Tasso di cambio effettivo nominale.
- $\bar{I}$: Flusso di interessi ricevuti dalle famiglie, esclusi gli interessi sui depositi bancari.
- $\bar{I}^0$:
$$\bar{I} - \alpha \cdot \frac{\Delta p}{p-1} \bar{W}_{-1} \quad 0 \leq \alpha \leq 1$$
- $\overline{M2H}$: $\overline{M2}$ nel portafoglio delle famiglie.
- $\overline{W}^*$: Ricchezza finanziaria delle famiglie corretta nel modo seguente:

$$\overline{M2H} + \overline{BPR} + \overline{BG} e^{-\beta b}$$
- $\overline{YD}$: Reddito disponibile delle famiglie.
- $\overline{YD}^0$: $\overline{YD}$ corretto per tenere parzialmente conto della perdita di potere d'acquisto della ricchezza finanziaria delle famiglie, ovvero

$$\overline{YD} - \alpha \frac{\Delta p}{p-1} \bar{W}_{-1} \text{ con } \alpha = 0,2.$$
- $\overline{YD}^*$: $\overline{YD}^0$ ulteriormente corretto per tener conto della illusione fiscale decrescente:
- $\overline{YD}^* = \overline{YD}^0 + \bar{I}^0 e^{-\beta b}$
- $\overline{YDN}$: Reddito disponibile delle famiglie escluso il flusso di interessi ricevuto.

Avvertenza: tranne b , le lettere minuscole indicano i logaritmi naturali delle corrispondenti lettere maiuscole; una barra sopra un simbolo indica una variabile considerata a valori correnti; variabili senza barra devono intendersi a prezzi costanti.

Riferimenti bibliografici

- Blanchard, O.J. (1985), *Debt, Deficits, and Finite Horizons*, in «Journal of Political Economy», aprile, n. 93, pp. 223-47.
- Bollerslev, T. e Hylleberg, S. (1985), *A Note on the Relation Between Consumers Expenditure and Income in the United Kingdom*, in «Oxford Bulletin of Economics and Statistics», n. 2.
- Lecaldano, E., Marotta, G. e Masera, R. (1984), *Consumo, risparmio e tasso di interesse: la correzione per l'inflazione*, in «Moneta ed economia nazionale, Piemonte vivo».
- Modigliani, F., Jappelli, T. e Paganò, M. (1985), *L'impatto della politica fiscale e dell'inflazione sul risparmio nazionale; il caso italiano*, in «Moneta e Credito», giugno.
- Rossi, N. e Schiantarelli, F. (1983), *Dinamica ed effetti dell'inflazione nella funzione del consumo: 1965-1977*, in N. Rossi, R. Rovelli (a cura di), *Ricerche di economia applicata: il caso italiano*, Milano.
- Spaventa, L. (1984), *The Growth of Public Debt in Italy: Past Experience, Perspective and Policy Problems*, in «Quarterly Review, Banca Nazionale del Lavoro», giugno, n. 149, pp. 119-49.