

3. Il significato economico del rapporto fra debito pubblico e prodotto interno lordo: un'analisi critica

di Carlo Casarosa

1. Introduzione

Per comprendere entro quali limiti la dinamica del volume complessivo di debito pubblico può creare problemi di collocamento conviene richiamare preliminarmente alcune elementari nozioni di teoria delle attività patrimoniali.

Assumiamo, per semplicità espositiva, che le famiglie siano gli unici agenti economici interessati a detenere patrimoni. All'inizio di un qualunque periodo le famiglie «ereditano» dal passato un determinato complesso di attività (reali e/o finanziarie) e prendono decisioni in merito alla composizione e all'evoluzione quantitativa della propria ricchezza.

Per quanto riguarda la composizione della ricchezza le scelte delle famiglie dipendono: *a)* dalle caratteristiche delle varie attività, *b)* dalle prospettive di rendimento delle attività stesse e *c)* dalle preferenze. Assumiamo, sempre per semplicità, che le preferenze delle famiglie siano tali che, se le prospettive di rendimento delle varie attività rimangono invariate, la composizione desiderata del patrimonio familiare non vari al variare del valore complessivo del patrimonio.

Per quanto riguarda l'evoluzione quantitativa della ricchezza familiare possiamo innanzitutto osservare che il risparmio delle famiglie, nei limiti in cui si realizza, rappresenta una domanda netta di attività patrimoniali. Se assumiamo, poi, che non si verifichino variazioni impreviste nei prezzi delle attività patrimoniali rispetto ai prezzi dei beni di consumo, risulta che l'aumento della ricchezza reale delle famiglie ha luogo esclusivamente attraverso la formazione di risparmio.

Di fronte alle famiglie, che domandano attività patrimoniali, esiste non soltanto lo stock complessivo di attività patrimoniali ereditate dal passato, ma anche un flusso di offerta netta proveniente da varie fonti (imprese, stato ecc.). In quanto segue assumeremo che il sistema economico sia chiuso e che, in presenza di un determinato livello del tasso di rendimento delle attività patrimoniali nel loro insieme, l'incremento complessivo dell'offerta di attività patrimoniali sia esattamente pari all'incremento di domanda. Assumeremo, quindi, che non si ponga un problema di eccesso generale di domanda o di offerta di attività patrimoniali.

Anche in questo contesto, tuttavia, si può porre un problema di eccesso di domanda o di offerta per una certa attività. Infatti, se ad esempio la quantità offerta di una delle attività aumenta più rapidamente dell'offerta complessiva di attività patrimoniali e non vi è sostituibilità perfetta fra questa ed altre attività, la quantità offerta di tale attività potrà essere integralmente assorbita soltanto se il suo tasso di rendimento cresce rispetto al tasso di rendimento assicurato dalle altre. L'opposto si verifica, ovviamente, se la quantità offerta di una attività patrimoniale aumenta meno rapidamente dell'offerta complessiva di attività patrimoniali.

2. Rapporto ricchezza/reddito e crescita equilibrata

La considerazione formulata a conclusione del paragrafo precedente si applica a tutte le attività patrimoniali e, quindi, anche ai titoli di debito pubblico. Di conseguenza, per poter parlare di crescenti difficoltà di collocamento per i titoli pubblici, si dovrebbe fare riferimento alla dinamica dello stock (o degli stock) di questi titoli rispetto alla dinamica complessiva della domanda (e dell'offerta) di attività patrimoniali. Tuttavia, data la impossibilità di disporre tempestivamente dei dati relativi ai patrimoni complessivi degli operatori, nel dibattito corrente viene comunemente utilizzato il rapporto fra debito pubblico (DP) e PIL. La costanza di questo rapporto viene interpretata come una invarianza nella difficoltà di collocamento dei titoli pubblici, mentre un aumento od una riduzione del rapporto stesso vengono interpretati, rispettivamente, come un aumento od una diminuzione delle difficoltà di collocamento.

A ben guardare, tuttavia, il rapporto DP/PIL rappresenta un valido indicatore delle difficoltà di collocamento dei titoli di debito pubblico *se e soltanto se* il rapporto fra (domanda di) ricchezza complessiva e PIL rimane costante nel tempo. In questo caso, infatti, ad ogni aumento del «peso» dello stock di debito pubblico nell'ambito delle attività patrimoniali complessive corrisponde un aumento nel rapporto DP/PIL e viceversa. Al contrario, quando il rapporto ricchezza complessiva/reddito varia, il rapporto DP/PIL non presenta, di per sé, alcuna utilità e molto spesso si muove addirittura in modo «perverso», in quanto si può avere un aumento nel rapporto DP/PIL in presenza di una riduzione della quota del DP sul complesso delle attività patrimoniali e, viceversa, una riduzione nel rapporto DP/PIL in presenza di un aumento dell'incidenza del debito pubblico sul complesso delle attività patrimoniali.

Per renderci conto della totale perdita di significato degli andamenti del rapporto DP/PIL allorché il rapporto ricchezza complessi-

va/reddito varia è sufficiente considerare l'esempio che segue. Ipotizziamo che all'inizio di un determinato periodo, t , i detentori di patrimoni possiedano una certa ricchezza complessiva, ereditata dal periodo precedente, ed abbiano una propensione al risparmio positiva. Supponiamo ora che nel periodo t , $t+1$ il reddito non aumenti rispetto al livello del periodo precedente. Accade allora che il rapporto ricchezza/reddito aumenta, in quanto la ricchezza complessiva aumenta mentre il reddito rimane costante. Ebbene, in questo caso un aumento nell'offerta di titoli pubblici ad un ritmo pari od inferiore rispetto al ritmo di aumento della domanda di attività patrimoniali da parte delle famiglie, pur provocando un aumento del rapporto Dp/PIL , potrebbe essere collocato senza alcun aumento nei tassi di rendimento di queste attività e, nel secondo caso, addirittura con una flessione dei tassi.

L'evidente perdita di significato del rapporto Dp/PIL in presenza di variazioni nel rapporto ricchezza/reddito pone il problema di spiegare perché un indicatore così gravemente inadeguato venga utilizzato in maniera sistematica anche dagli economisti più consapevoli e preparati. Il fatto è che, secondo questi economisti, vi sono solide ragioni sia di carattere teorico che di carattere empirico per ritenere che il rapporto ricchezza/reddito rimanga sostanzialmente costante. Più precisamente, sotto il profilo teorico si accetta la proposizione che il rapporto ricchezza/reddito dipende dalla propensione al risparmio, dal ritmo di progresso tecnico e dal saggio di crescita della popolazione; e, di conseguenza, si accetta il corollario che ne deriva e, cioè, che in assenza di mutamenti nella propensione a risparmiare, nel ritmo di progresso tecnico ecc. il rapporto ricchezza/reddito rimane costante. Sul piano empirico gli stessi economisti fanno poi riferimento ad una serie di ricerche che confermerebbero la «tendenziale» costanza, in diversi paesi, del rapporto ricchezza/reddito.

Per quanto concerne l'evidenza empirica osservo soltanto che se è vero che non è emersa alcuna tendenza univoca di fondo nei rapporti ricchezza/reddito che caratterizzano i paesi presi in esame, è altrettanto vero che in molti casi (fra cui l'Italia) si è riscontrato o un continuo aumento o una continua riduzione del rapporto ricchezza/reddito per periodi piuttosto lunghi (10 anni ed oltre). Di conseguenza, l'evidenza empirica che viene richiamata non può in alcun modo legittimare l'assunzione di costanza del rapporto ricchezza/reddito nell'ambito di analisi che si occupano delle variazioni annuali o, comunque, di breve-medio periodo nell'incidenza del debito pubblico sulla ricchezza complessiva.

Per quanto riguarda il convincimento teorico esso discende direttamente da alcune delle proposizioni centrali della teoria della cresci-

ta equilibrata. Nell'ambito di questa teoria, infatti, è possibile dimostrare che *a*) se la propensione al risparmio, il tasso di aumento della popolazione ed il ritmo del progresso tecnico sono costanti il sistema economico possiede una soluzione di *steady state* caratterizzata dalla piena occupazione (o da un tasso di disoccupazione costante); *b*) il rapporto ricchezza/reddito di *steady state* è una funzione crescente della propensione al risparmio e decrescente del ritmo di progresso tecnico e del tasso di aumento della popolazione.

La validità delle proposizioni *a*) e *b*) non è certamente in discussione. Tuttavia è noto che queste proposizioni sono in generale valide soltanto se il sistema economico si trova in situazione di *steady state*. E, infatti, è possibile dimostrare che un sistema economico che possiede una posizione stabile di *steady state*, ma non si trova inizialmente sul sentiero di crescita equilibrata, può registrare un continuo aumento od una continua riduzione del rapporto ricchezza/reddito anche per periodi molto lunghi, nonostante che la propensione al risparmio e gli altri fattori rimangano nel frattempo costanti. È inoltre possibile dimostrare che, se la propensione al risparmio e il tasso di crescita del reddito sono costanti e quest'ultimo è inferiore al tasso naturale di crescita: *A*) esiste un rapporto ricchezza/reddito di equilibrio e, cioè, tale che, se realizzato, rimane invariante nel tempo; *B*) il rapporto ricchezza/reddito di equilibrio è una funzione crescente della propensione al risparmio e decrescente del tasso effettivo di crescita del reddito; *C*) il rapporto ricchezza/reddito di equilibrio è stabile.

A mio parere queste qualificazioni alla teoria della crescita equilibrata non sono state tenute in adeguata considerazione da coloro che si sono occupati dei problemi posti dalla dinamica dell'indebitamento pubblico. Questi autori, infatti, pur essendo pienamente consapevoli della necessità di confrontare la dinamica dell'offerta di titoli pubblici rispetto al PIL con la dinamica della domanda complessiva di attività patrimoniali, sempre rispetto al PIL, hanno più o meno esplicitamente assunto che, in assenza di variazioni nella propensione al risparmio e nel *tasso naturale* di crescita del reddito, la domanda di attività patrimoniali aumenti allo stesso ritmo del reddito e, quindi, il rapporto ricchezza/reddito rimanga costante. Di conseguenza hanno concentrato la loro attenzione esclusivamente sui fattori che determinano la dinamica dell'offerta di titoli pubblici rispetto al PIL.

Come ho sopra osservato, l'assunzione che sta alla base di questo ragionamento non è corretta ed in questa nota mi propongo, pertanto, di formulare esplicitamente la «legge di variazione» della domanda di attività patrimoniali rispetto al PIL (o rapporto ricchezza/PIL) e di precisare, alla luce di tale «legge», i termini in cui si pone il problema dell'eccesso di indebitamento del settore pubblico.

3. Dinamica del rapporto ricchezza/reddito

Siano W_t la ricchezza delle famiglie al tempo t ; Y_{t+1} il reddito del periodo $t, t+1$; s_{t+1} la propensione al risparmio delle famiglie e g_{t+1} il tasso di crescita del reddito, che può essere inferiore od uguale rispetto al tasso naturale di crescita. Si assuma che il reddito disponibile delle famiglie sia una proporzione costante, α , del reddito complessivo. Il tasso di crescita della domanda di attività patrimoniali è, allora:

$$(1) \quad \frac{W_{t+1}}{W_t} - 1 = s_{t+1} \frac{Y_{t+1}}{W_t}$$

dove $s_{t+1} = \alpha \hat{s}_{t+1}$.

Di conseguenza, la «legge di variazione» del rapporto ricchezza/reddito è la seguente:

$$\gamma_{t+1} = \frac{W_{t+1} / Y_{t+1}}{W_t / Y_t} - 1 = \frac{s_{t+1}}{W_t / Y_t} - \frac{g_{t+1}}{1 + g_{t+1}}$$

e, nel continuo:

$$(2) \quad \gamma(t) = \frac{s(t)}{W(t) / Y(t)}$$

che mostra semplicemente che il rapporto ricchezza/reddito aumenta, rimane costante o diminuisce a seconda che il tasso di aumento della domanda di attività patrimoniali sia maggiore, uguale o minore rispetto al tasso di crescita del reddito.

Assumiamo ora che s e g siano costanti e determiniamo il valore di equilibrio del rapporto fra ricchezza e reddito. Ponendo $\gamma = 0$ e risolvendo la (2) per W/Y abbiamo:

$$(3) \quad W / Y = \frac{s}{g}$$

che è, appunto, il valore del rapporto ricchezza/reddito che, dati la propensione al risparmio ed il tasso effettivo di crescita del reddito, rimane costante nel tempo.

È interessante esaminare che cosa accade quando la posizione di equilibrio viene disturbata da una variazione nel tasso di crescita del reddito o nella propensione al risparmio.

Assumiamo, ad esempio, che i valori delle variabili siano inizial-

mente g' , s' e $(W/Y)'$, con $(W/Y)' = s'/g'$ e che si verifichi una variazione nel tasso di crescita del reddito. Ebbene, se il tasso di crescita del reddito passa da g' a $g'' < g'$, abbiamo $g'' < s'/(W/Y)'$. Di conseguenza, per la (2) il rapporto ricchezza/reddito aumenta e continua ad aumentare, sia pure a ritmo decrescente, finché non perviene al nuovo valore stazionario $(W/Y)'' = s'/g''$. Analogamente, se il tasso di crescita del reddito passa da g' a $g'' > g'$, risulta $g'' > s'/(W/Y)'$. Il rapporto ricchezza/reddito, pertanto, si riduce e continua a ridursi, sia pure a ritmo decrescente, finché non perviene al nuovo valore stazionario $(W/Y)''' = s'/g'''$.

Una discussione del tutto simile può, naturalmente, essere fatta per l'ipotesi che il tasso di crescita del reddito rimanga costante e vari, invece, la propensione al risparmio. Se prendiamo le mosse da una situazione di equilibrio un aumento della propensione al risparmio comporta $\gamma > 0$ e, quindi, una crescita del rapporto ricchezza/reddito, finché quest'ultimo non perviene al nuovo valore di equilibrio; analogamente, una riduzione della propensione al risparmio comporta $\gamma < 0$ e, quindi, una progressiva flessione nel rapporto ricchezza/reddito fino al nuovo valore stazionario.

Possiamo pertanto formulare la seguente proposizione: se sono dati la propensione al risparmio ed il tasso di crescita del reddito, qualunque sia il valore iniziale del rapporto ricchezza/reddito, quest'ultimo converge col tempo al valore di equilibrio $W/Y = s/g$. Questo valore di equilibrio può essere considerato il rapporto fra ricchezza e reddito che i risparmiatori nel loro insieme tendono di fatto a realizzare nel lungo periodo, in presenza di un determinato tasso di crescita del reddito; e l'equazione (2) ci dà la velocità con cui i risparmiatori stessi procedono nella direzione dell'obiettivo finale «desiderato».

Da questa proposizione discende anche che, se ad un certo istante t il rapporto ricchezza/reddito è inferiore al livello di equilibrio, esso tende progressivamente a salire, mentre nell'ipotesi opposta tende progressivamente a scendere. Di conseguenza, possiamo concludere che, se il rapporto ricchezza/reddito non si trova al livello di equilibrio, esso può variare sistematicamente in un senso o nell'altro per periodi molto lunghi, anche se la propensione al risparmio ed il tasso di crescita rimangono nel frattempo costanti.

Per dare un'idea della velocità (o, meglio, della lentezza) del processo di convergenza del rapporto ricchezza/reddito verso la posizione di equilibrio è utile fare un esempio numerico. Assumiamo che inizialmente il sistema economico sia in una posizione di equilibrio, con una propensione al risparmio del 20%, un tasso annuo di crescita del reddito del 5% ed un valore del rapporto ricchezza/reddito pari a 4 e che, ad un dato momento t , il tasso di crescita si riduca

dal 5% al 2,5% e rimanga poi al nuovo livello. In conseguenza di questa «perturbazione» il sistema viene a trovarsi in una situazione di squilibrio e, più precisamente, il rapporto ricchezza/reddito risulta inferiore al nuovo valore stazionario. Accade allora che il rapporto ricchezza/reddito comincia ad aumentare alla velocità indicata dalla (2) e procede, sia pure ad una velocità che si riduce progressivamente, verso il nuovo valore di equilibrio che è pari ad 8. È agevole vedere che dopo undici anni il rapporto ricchezza/reddito ha percorso appena 1/4 della distanza che intercorre fra il rapporto ricchezza/reddito di partenza ed il rapporto ricchezza/reddito di equilibrio. Ciò significa che, in un sistema caratterizzato da una propensione al risparmio costante, una apprezzabile riduzione del tasso di crescita del reddito provoca un aumento prolungato e quantitativamente considerevole nella domanda di attività patrimoniali rispetto al reddito. Nell'esempio appena fatto in undici anni si è in effetti registrato un aumento del 25% nel rapporto ricchezza complessiva/reddito.

4. Il caso di risparmio funzione della ricchezza

Fino a questo momento abbiamo assunto che la propensione al risparmio fosse costante e, quindi, indipendente anche dal rapporto ricchezza/reddito. Tuttavia non vi è alcuna difficoltà ad introdurre nel modello l'assunzione che la propensione al risparmio sia una funzione decrescente del rapporto ricchezza/reddito. Anche in questo caso, infatti, possiamo determinare, sulla base delle equazioni (2) e (3), sia il rapporto ricchezza/reddito di equilibrio, sia il tasso di variazione del rapporto ricchezza/reddito al di fuori dell'equilibrio.

Per quanto riguarda la determinazione del rapporto ricchezza/reddito di equilibrio si tratta semplicemente di risolvere il sistema di equazioni:

$$(4) \quad \begin{cases} s = f(W/Y) & \text{con } f < 0 \\ s \frac{Y}{W} - g = 0 \end{cases}$$

Il grafico della fig. 1 (nel quale la curva AA' rappresenta la relazione fra la propensione al risparmio ed il rapporto ricchezza/reddito ed il raggio OC ci dà tutte le coppie di valori per s e W/Y che soddisfano la seconda delle due equazioni) mostra appunto la soluzione del sistema per le variabili s e W/Y in funzione di diversi valori del tasso di crescita del reddito.

Assumiamo che inizialmente il tasso di crescita del reddito sia g e

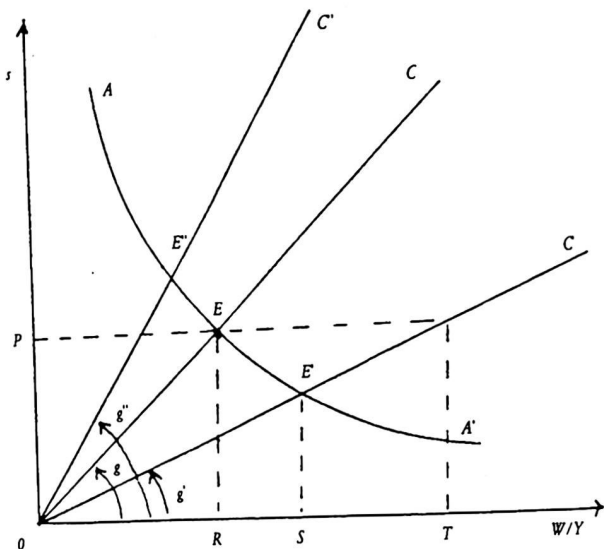


FIGURA 1.

che il sistema economico si trovi nella posizione di equilibrio, E . Assumiamo, poi, che si verifichi una riduzione nel tasso di crescita del reddito, da g a g' . La nuova posizione di equilibrio, E' , risulta caratterizzata da un rapporto ricchezza/reddito più elevato, ma da una propensione al risparmio più bassa, rispetto ai valori iniziali. Per quanto riguarda il processo di aggiustamento possiamo osservare che, man mano che il sistema economico procede verso la nuova posizione di equilibrio, secondo la legge di movimento indicata dalla (2), il rapporto ricchezza/reddito aumenta e la propensione al risparmio si riduce, sicché il rallentamento nel ritmo di aumento nel rapporto ricchezza/reddito diventa tanto più sensibile quanto più il sistema si trova vicino alla nuova posizione di equilibrio.

L'ipotesi in considerazione, tuttavia, non si differenzia sostanzialmente da quella precedente, di propensione al risparmio costante, in quanto in ambedue i casi il rapporto ricchezza/reddito di equilibrio è una funzione decrescente del tasso di crescita del reddito ed il sistema economico converge, sia pure lentamente, verso la posizione di equilibrio.

Alle stesse conclusioni si giungerebbe qualora si accettasse la teoria secondo la quale, nel lungo periodo, la propensione al risparmio è una funzione crescente del tasso di crescita del reddito ove, naturalmente, si assumesse che la elasticità della propensione al risparmio rispetto al tasso di crescita del reddito fosse inferiore ad uno. Qualora, invece, si assumesse che la elasticità sopra richiamata fosse uno, il rapporto ricchezza/reddito di equilibrio risulterebbe invariante rispetto al tasso di crescita. Tuttavia anche in questo caso potrebbero verificarsi variazioni prolungate (e consistenti) nella stessa direzione del rapporto ricchezza/reddito, in quanto la ipotizzata relazione fra propensione al risparmio e tasso di crescita è una relazione di lungo periodo ed il processo di adeguamento della propensione al risparmio al valore di equilibrio di lungo periodo è normalmente molto lento. Di conseguenza, qualora in una situazione di equilibrio si verificasse, ad esempio, una riduzione del tasso di crescita del reddito, avremmo per un certo numero di anni un progressivo aumento del rapporto fra ricchezza e reddito sulla base della «legge di movimento» dell'equazione (2), anche se, successivamente, si avrebbe poi una fase di riduzione del rapporto ricchezza/reddito provocata dalla convergenza della propensione al risparmio verso il nuovo (e più basso) valore di equilibrio.

A quanto mi risulta l'ipotesi quasi universalmente accolta nella letteratura economica è quella di elasticità inferiore ad uno e nel paragrafo che segue adotterò appunto questa ipotesi. Mi preme, peraltro, sottolineare che la critica all'utilizzo del rapporto ricchezza/reddito quale indicatore di breve-medio periodo della dinamica relativa del debito pubblico rispetto alle altre attività patrimoniali manterrebbe piena validità anche nell'ipotesi di elasticità unitaria, dal momento che, come ho appena ricordato, questa ipotesi non comporta affatto un rapporto ricchezza/reddito costante, ma ammette la possibilità di prolungate variazioni del rapporto stesso in un senso o nell'altro, in conseguenza di variazioni nel tasso di crescita del reddito.

5. Rapporto ricchezza/reddito e tasso di crescita variabile

Le considerazioni svolte negli ultimi due paragrafi sono state formulate quasi esclusivamente nel quadro di un modello di crescita a tasso costante. È pertanto necessario chiedersi quale sia la loro rilevanza in un contesto «reale», nel quale il tasso di crescita e/o la propensione al risparmio varino continuamente.

La risposta al quesito dipende, ovviamente, dalla natura delle variazioni nel tasso di crescita del reddito e nella propensione al risparmio. Se, ad esempio, il tasso di crescita del reddito oscilla regolar-

mente entro un determinato intervallo, mentre la propensione al risparmio è una funzione decrescente del rapporto ricchezza/reddito, l'analisi di equilibrio risulta sostanzialmente applicabile. In queste condizioni, infatti, è possibile affermare che, in seguito alle oscillazioni del tasso di crescita, il rapporto ricchezza/reddito tende a sua volta ad oscillare attorno ad un valore «centrale», determinato dall'equazione:

$$(5) \quad \frac{W}{Y} = \frac{s(W/Y)}{\hat{g}}$$

dove $\hat{g}$ è il tasso medio di crescita del reddito.

Per quanto riguarda l'ampiezza delle oscillazioni essa dipende non solo e non tanto dalla varianza del tasso di crescita del reddito, quanto dalla lunghezza del periodo di oscillazione di questo tasso. Infatti, data la lentezza del processo di convergenza verso la posizione di equilibrio, è evidente che soltanto prolungati ed univoci scostamenti dal tasso medio di crescita sono in grado di provocare allontanamenti apprezzabili del rapporto ricchezza/reddito dal valore «centrale».

In aggiunta a queste prime proposizioni possiamo inoltre affermare che, se il rapporto ricchezza/reddito si trova inizialmente al di fuori dell'intervallo di oscillazione attorno al valore «centrale», esso converge verso tale intervallo e, una volta entrato, non ne esce più. Naturalmente se cambia il tasso medio di crescita del reddito cambia anche il valore «centrale», come risulta evidente dall'equazione (5). Sicché, se ad es. in un determinato decennio il tasso medio di crescita del reddito è stato del 4% ed il rapporto ricchezza/reddito ha oscillato attorno al valore «centrale», allorché si verifica una riduzione del tasso medio di crescita dal 4% al 2% il rapporto ricchezza/reddito aumenta in direzione del nuovo (e più elevato) valore «centrale». Ipotizzando, sempre a mo' di esempio, che nel periodo iniziale la propensione al risparmio corrispondente al valore «centrale» del rapporto ricchezza/reddito fosse del 20% e che la propensione al risparmio corrispondente al nuovo valore «centrale» sia del 15% possiamo concludere che, mentre nel periodo iniziale il rapporto ricchezza/reddito oscillava attorno al valore 5, nel periodo successivo tale rapporto tende ad oscillare attorno al valore 7,5.

Nell'ipotesi sopra considerata ed in altre, che si potrebbero immaginare, gli strumenti concettuali e le conclusioni raggiunte in un contesto di crescita equilibrata sono dunque sostanzialmente applicabili. Tuttavia è perfettamente possibile che le variazioni nel tasso di crescita del reddito e/o nella propensione al risparmio siano tali da rendere priva di significato l'analisi di equilibrio. Anche in questi casi, peraltro, è possibile determinare con precisione la dinamica effettiva.

va della domanda di attività patrimoniali, dal momento che, qualunque sia l'andamento del tasso di crescita del reddito e della propensione al risparmio, l'equazione (2) rappresenta la «legge di variazione» della domanda di ricchezza complessiva rispetto al reddito. Di conseguenza, al fine di verificare se l'offerta di una attività patrimoniale (ad es. i titoli di stato) procede ad un ritmo eccessivo rispetto al reddito, è necessario confrontare il ritmo di aumento nell'offerta di questa attività con il ritmo di aumento nella domanda di attività patrimoniali nel loro insieme.

6. Conclusioni

Al termine di questa nota può essere utile riassumere alcune delle principali conclusioni raggiunte:

1) Il rapporto DP/PIL rappresenta un buon indicatore della dinamica del debito pubblico rispetto alle altre attività patrimoniali *se e soltanto se* il sistema economico si trova in una situazione di crescita equilibrata, in quanto in una situazione di crescita equilibrata il rapporto fra ricchezza complessiva e PIL rimane costante. Al di fuori del sentiero di equilibrio, invece, il rapporto fra ricchezza complessiva e reddito varia e, quindi, il rapporto fra DP e PIL è, di per sé, sostanzialmente privo di significato e molto spesso si muove addirittura in modo «perverso» rispetto al fenomeno che dovrebbe segnalare.

2) Non vi sono buone ragioni, né sul piano teorico, né sul piano empirico per sostenere che il rapporto fra ricchezza complessiva e reddito rimane sostanzialmente costante nell'ambito del breve-medio periodo. E, dunque, non è legittimo utilizzare il rapporto DP/PIL come rivelatore dei problemi di collocamento del debito pubblico in tale contesto temporale.

3) Il tasso di variazione del rapporto ricchezza/reddito è una funzione crescente della propensione al risparmio e decrescente del tasso di crescita del reddito. Di conseguenza nel corso del ciclo economico il rapporto ricchezza complessiva/reddito varia in senso anticiclico.

4) Se il tasso medio di crescita del reddito si riduce (aumenta) il rapporto ricchezza/reddito tende quasi certamente a convergere, sia pure in modo molto lento, verso un valore più elevato (meno elevato). Inoltre, anche nel caso in cui la propensione al risparmio variasse, nel lungo periodo, in modo da mantenere costante il rapporto ricchezza/reddito, una variazione del tasso medio di crescita del reddito provocherebbe, per un certo numero di anni, una progressiva variazione in senso opposto del rapporto ricchezza complessiva/reddito.

5) Dalle conclusioni *sub* 4) discende come corollario che, in pre-

senza di una riduzione del tasso medio di crescita del reddito, un aumento del rapporto DP/PIL non significa che l'offerta di titoli pubblici è aumentata più rapidamente della domanda (e dell'offerta) di attività patrimoniali complessive. Per sapere se questo fenomeno si è verificato è, invece, necessario confrontare la dinamica del rapporto DP/PIL con quella del rapporto ricchezza complessiva/ PIL . Naturalmente è anche vero, simmetricamente, che in presenza di un aumento del tasso di crescita del reddito una riduzione del rapporto DP/PIL non significa affatto che l'offerta di titoli pubblici è aumentata meno rapidamente dell'offerta (e della domanda) complessiva di attività patrimoniali. Ed anche qui è necessario confrontare la dinamica del rapporto DP/PIL con quella del rapporto ricchezza complessiva/ PIL .

6) Un alleggerimento della situazione dell'indebitamento pubblico comporta la riduzione del rapporto fra DP e ricchezza complessiva posseduta dai detentori di attività patrimoniali. Nel quadro del conseguimento di tale obiettivo la realizzazione di un rapporto costante fra DP e PIL non rappresenta in generale, né condizione necessaria, né condizione sufficiente. Sembra pertanto errato porre al centro del dibattito di politica economica sull'indebitamento pubblico l'obiettivo di realizzare un rapporto DP/PIL costante.