

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Per un risanamento della finanza
pubblica in Italia**

di Rainer S. Masera

N. 61 - Marzo 1986

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Per un risanamento della finanza
pubblica in Italia:**

quattro argomentazioni

di Rainer S. Masera

N. 61 - Marzo 1986

La serie «Temi di discussione» intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia e presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.

I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.

COMITATO DI REDAZIONE: *FRANCO COTULA, STEFANO MICOSSI, IGNAZIO VISCO;
ANNA PAOLA CAPRARI (segretaria).*

"Certo nessun singolo uomo di Stato concepì ed attuò un piano organico d'illusioni tributarie, ma di volta in volta che le circostanze lo sospinsero a chiedere danaro al pubblico, preferì tali provvedimenti empirici, che poco a poco nella loro immanenza dovevano costituire un sistema di scaltrezze fiscali. Ecco perché attraverso i secoli vennero formandosi sistemi di imposte animati da uno spirito arcano, mirabilmente sottile e profondo, che la scienza deve rilevare e che la politica aveva passo passo faticosamente elaborato." A. Puviani, Teoria dell'illusione finanziaria, 1903.

"Ciò che il governo spende è sempre il popolo che lo paga. Non vi può essere deficit scoperto. Ma in alcuni paesi sembra sia possibile di accontentare il pubblico, almeno per qualche tempo, col dargli, in cambio delle imposte che paga, delle ricevute finemente incise su carta filigranata. Le ricevute dell'income-tax che ci vengono date dall'esattore, in Inghilterra, le gettiamo nel cestino della carta straccia; in Germania le chiamano banconote e le mettono nei portafogli; in Francia le chiamano rentes e le rinchiudono nella cassaforte." J.M. Keynes, La Riforma Monetaria, 1923, trad. it. a cura di Piero Sraffa.

PER UN RISANAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA IN ITALIA:
quattro argomentazioni^{1/}

Rainer Stefano Masera ^{2/}

1. Introduzione

Questo lavoro fornisce una breve rassegna degli sviluppi del bilancio pubblico in Italia con particolare riguardo alla questione della sostenibilità. Il problema viene esaminato nei paragrafi 2, 3 e 4 sotto diverse angolazioni, concentrando l'attenzione sul vincolo dinamico di bilancio.

Viene in primo luogo riesaminata l'analisi tradizionale di stabilità ponendo l'accento: sulle relazioni tra saldi al netto e al lordo degli interessi; su quelle tra tassi d'interesse marginali e medi sul debito e tasso di crescita dell'economia; sulla correzione del bilancio per l'inflazione e il ciclo. Si analizzano quindi le relazioni che intercorrono fra disavanzo, debito e attività finanziarie. Sono infine passate in rassegna le implicazioni del vincolo di bilancio per la creazione di base monetaria e di moneta; in questa sezione si identificano i vincoli aggiuntivi e le potenziali fonti di instabilità che sorgono in Italia in conseguenza dell'accesso diretto da parte del Tesoro al finanziamento in base monetaria tramite il conto corrente di tesoreria.

Nelle considerazioni conclusive si pone in rilievo come le differenti argomentazioni si rafforzino vicendevolmente e confermino l'esigenza, per il nostro paese, di un aggiustamento fiscale suggerendo

1/ Versione riveduta di un lavoro presentato in lingua inglese alla Conferenza su "Risparmio Privato e Debito Pubblico" organizzata dall'Università di Sassari e dal Banco di Sardegna, Alghero 9-13 settembre 1985.

2/ Banca d'Italia, Roma. Le opinioni contenute in questo lavoro sono espresse a titolo personale e non corrispondono necessariamente a quelle della Banca. Sono grato ai Professori Paolo Baffi e Enrico Zaghini e ai colleghi Emilio Barone, Cesare Caranza, Franco Cotula, Antonio Di Majo, Giampaolo Galli, Maria Teresa Pandolfi e Salvatore Rossi per le osservazioni formulate alle prime stesure del lavoro. Ho inoltre tratto ampio beneficio dai commenti ricevuti in occasione della discussione del lavoro ad Alghero. Resto naturalmente responsabile per qualsiasi errore rimasto nel testo.

la necessità di un graduale, ma efficace, programma di azione al fine di eliminare gli squilibri della finanza pubblica. Sarebbe opportuno, a parere di chi scrive, porre come fine ultimo di questa azione il pareggio del saldo "strutturale", da assicurare con garanzie costituzionali. Un obiettivo intermedio potrebbe essere rappresentato dal graduale azzeramento del deficit al netto dei pagamenti per interessi.

2. Disavanzo pubblico e sua sostenibilità

2.1. Le poste del bilancio hanno subito in Italia significativi mutamenti tra gli anni '60 e gli anni '70. Alla crescita continua della spesa e del disavanzo si sono accompagnate nel passato decennio la monetizzazione del fabbisogno pubblico e la tendenza alla riduzione del valore reale del debito attraverso l'aumento dei prezzi. Negli anni '80, caratterizzati da una graduale restrizione della politica monetaria, l'inflazione è scesa e i tassi d'interesse reali sono aumentati; il disavanzo è stato in larga misura finanziato tramite acquisizione diretta di titoli da parte delle famiglie.

E' opportuno esaminare questi sviluppi ^{1/} sia con riferimento al vincolo di bilancio a prezzi correnti, sia a prezzi costanti. Il disavanzo pubblico deve essere finanziato tramite l'emissione di debito finanziario netto (ΔDN), ovvero con creazione di base monetaria e/o emissione di debito fruttifero:

$$(1) G - T + iB = DEF = \Delta DN = \Delta BMT + \Delta B.$$

Più specificamente, la "spesa finale" (G) - consumi e investimenti pubblici meno le tasse (T), al netto di tutte le spese di trasferimento, eccetto quelle connesse con il flusso di interessi sullo stock di debito pubblico fruttifero (iB , prendendo in considerazione

"titoli" uniperiodali) - genera il saldo finanziario del settore (DEF) che viene coperto dall'acquisizione da parte del settore privato di nuova base monetaria (Δ BMT) e/o di nuovi titoli (Δ B).

Nelle Tavv. 1-3 sono mostrati i fattori che hanno determinato una crescita del deficit di bilancio.

Fra il 1960 e il 1984 le entrate del settore pubblico sono salite dal 31,4 al 45,6 per cento del PIL, in larga misura in seguito agli aumenti della tassazione diretta e dei contributi previdenziali. La spesa pubblica, d'altronde, è salita dal 32,4 al 60,3 per cento, soprattutto a causa dell'aumento delle spese per trasferimenti ^{2/}. Si è registrata anche una notevole crescita dei trasferimenti finanziari ^{3/}, cui hanno corrisposto variazioni delle attività finanziarie del settore pubblico.

E' nel corso degli anni '70 che gli andamenti delle entrate e delle spese sono progressivamente divenuti divergenti; tale tendenza è proseguita anche negli anni '80, benché ora il contributo dominante sia dato dai pagamenti per interessi, come risultante di tassi reali elevati e della crescita del rapporto debito/reddito. Il saldo fra entrate e spese correnti, che negli anni '60 era in surplus per l' 1,7 per cento in rapporto al PIL, tra il 1981 e il 1984 ha registrato un deficit superiore al 7 per cento. Negli stessi periodi, l'indebitamento netto è cresciuto dal 2,7 al 14,7 per cento e il fabbisogno complessivo dal 3,6 al 16,7 per cento. Negli anni '60 il fabbisogno al netto dei pagamenti per interessi rappresentava meno del 2 per cento mentre nei quindici anni successivi si è attestato in media intorno al 7 per cento.

2.2. A questo proposito, è stata recentemente messa in discussione la posizione tradizionale riguardo al problema della non-convergenza del rapporto debito/prodotto, basata sulla relazione tra tasso medio di interesse sull'ammontare totale del debito statale e tasso di crescita del PIL. Blanchard, Dornbusch e Buiter (1985) hanno sostenuto che la convergenza richiede in generale un saldo al netto degli interessi

positivo ^{4/}. Tale analisi assume peraltro che - in equilibrio - il tasso di crescita del PIL risulti inferiore al tasso di interesse: ciò non accade necessariamente nel caso di equilibrio stazionario.

Viceversa, l'analisi tradizionale di stabilità, che ritengo sostanzialmente corretta, perviene alla conclusione che, nell'ipotesi di un disavanzo al netto degli interessi costante in rapporto al prodotto, anche in presenza di deficit endogeno in conto d'interessi, il rapporto debito/PIL raggiunge un tetto teorico, purché il tasso di interesse si mantenga inferiore a quello di crescita del prodotto stesso. Il limite è rappresentato dal rapporto fra (a) il deficit al netto degli interessi quale proporzione del prodotto e (b) la differenza fra il tasso di crescita e quello di interesse (cfr. Appendice 1).

Questa conclusione si basa sull'assunto che i tassi d'interesse non sono influenzati dall'accumulazione di debito pubblico. Considerazioni analitiche e l'evidenza empirica riguardo alle più recenti esperienze - ad esempio negli USA e in Italia - suggeriscono che i tassi di interesse salgono in dipendenza del disavanzo crescente ^{5/}. I pericoli di un'esplosione del debito aumentano, per una data politica monetaria, in quanto entrambe le lame della forbice della sostenibilità lavorano in maniera destabilizzante.

Da tali considerazioni, applicate all'attuale situazione italiana, deriva che il bilancio - da un punto di vista tecnico - è sull'orlo della instabilità. Se il disavanzo, al netto degli interessi, rimanesse sui valori registrati in media negli ultimi quindici anni, ovvero intorno al 7 per cento, anche supponendo che il tasso di interesse reale medio sul debito possa essere tenuto sui livelli attuali, ovvero intorno al 2 per cento, con una crescita tendenziale

del prodotto pari al 3 per cento, il valore massimo teorico d'equilibrio del rapporto debito/reddito sarebbe: $7\% / (3\% - 2\%) = 7$. E' chiaro che un limite così elevato porrebbe problemi di credibilità e darebbe origine a preoccupazioni circa la possibilità di monetizzazione. Anche prescindendo da altre considerazioni, il conseguente premio al rischio rovescerebbe la relazione tra crescita e tassi di interesse.

Se si analizza il problema della sostenibilità basandosi su un confronto diretto fra tassi di interesse reali e crescita, si conferma l'impressione di una situazione al limite della instabilità dinamica. Deve essere messo in evidenza che il confronto viene spesso - benchè erroneamente - effettuato fra il tasso su un particolare tipo di titoli del Tesoro e il tasso di crescita del prodotto. Se invece si paragona il tasso medio sul debito totale con quello di crescita, la situazione non appare compromessa (cfr. Tav. 4).

Mentre, sia nel 1984 sia nel 1985, il rendimento dei buoni del Tesoro a 6 mesi ha oltrepassato di circa 2 punti percentuali la crescita del PIL, il tasso medio sul debito è risultato inferiore a quello di crescita rispettivamente dell'1,5 e dello 0,9 per cento. I dati della Tav. 4 mostrano peraltro che la differenza fra tasso medio e rendimento marginale è andata riducendosi regolarmente: questo è essenzialmente il risultato della enorme crescita delle obbligazioni emesse dal settore pubblico. Il tempo a disposizione per l'aggiustamento sta diventando sempre più esiguo, anche se si tiene conto del fatto che i calcoli suddetti andrebbero compiuti con riferimento al tasso di interesse dopo l'imposizione fiscale: ciò abbassa nel 1985 il tasso medio di quasi mezzo punto percentuale.

2.3. Come è noto, il deficit di bilancio in termini nominali non rappresenta una misura accurata della spinta sulla domanda della politica fiscale. A tal fine è necessario effettuare idonee correzioni per l'inflazione e per il ciclo economico.

Iniziando con l'inflazione, si può esprimere la (1) a prezzi costanti:

$$(2) (G-T+iB)/P = \Delta(DN/P) + \pi DN_{-1}/P = \\ = \Delta(BMT/P) + \Delta(B/P) + \pi(BMT_{-1} + B_{-1})/P$$

dove $\pi = \Delta P/P_{-1}$ denota il tasso di inflazione.

Risolvendo la (2) rispetto alla variazione del volume del debito netto a prezzi costanti, si verifica come essa sia eguale al disavanzo a prezzi costanti corretto per la variazione del potere d'acquisto che lo stock iniziale del debito ha subito nell'arco di tempo considerato. Il disavanzo a prezzi costanti non dà dunque luogo a un corrispondente aumento nel debito reale, mentre il disavanzo a prezzi correnti determina, naturalmente, una corrispondente espansione del debito nominale. Riassumendo, la variazione netta nel debito reale è data dalla differenza fra il disavanzo a prezzi costanti e l'erosione monetaria (perdita di potere d'acquisto) dello stock iniziale di debito nel periodo considerato.

L'incidenza dell'erosione monetaria dall'inizio degli anni '70 è mostrata nella Fig. 1, in cui vengono riportati gli andamenti del fabbisogno nominale del settore pubblico e della corrispondente variazione del debito reale in rapporto al PIL. La nota allegata alla figura spiega che l'area compresa fra le due linee rappresenta

l'erosione monetaria, che è aumentata dall'1-2 per cento negli anni '60 al 5-10 per cento negli anni '70 e '80.

La Tavola 5 quantifica sia l'erosione monetaria sia la "tassa da inflazione" ^{6/} in rapporto alle passività totali nette del settore pubblico. La "tassa da inflazione" è stata calcolata come somma algebrica dell'erosione monetaria e del pagamento degli interessi nominali sul debito ^{7/}. Negli anni '60 sono generalmente avvenuti trasferimenti netti, di entità esigua, dal settore pubblico al resto dell'economia. I tassi d'interesse reali medi erano positivi. L' "imposta da inflazione" ha viceversa raggiunto i suoi livelli più elevati nel 1974, 1976, 1979 e 1980, ammontando rispettivamente al 5,9, 6,6, 4,6 e 5,1 per cento del PIL. Successivamente, l'imposta si è dapprima contratta ed è quindi tornata a rappresentare nel 1983 e 1984 trasferimenti netti positivi pari, rispettivamente, allo 0,7 e al 2,9 per cento.

Dopo aver esaminato i dati corretti per l'inflazione nel caso italiano, occorre aggiungere un invito alla cautela nel loro uso.

Tale metodologia è spesso utilizzata in maniera errata per ottenere indicazioni unilaterali circa la forza e il segno degli impulsi fiscali impartiti dal bilancio nominale in un dato momento. Concentrare esclusivamente l'attenzione sui dati di bilancio corretti per l'inflazione significa incorrere in errore analogo a quello commesso da coloro che prendono in considerazione soltanto il tasso di crescita dei saldi monetari reali per stimare gli impulsi monetari. Come è noto, questo tipo di errore ha spesso condotto, nei periodi iniziali delle iperinflazioni, ad affermare che la politica monetaria stesse svolgendo un ruolo restrittivo!

Il fatto che un'inflazione elevata spesso riduce in modo significativo il deficit di bilancio corretto - o addirittura lo tramuta in un surplus - non giustifica la conclusione che una caduta dell'inflazione farebbe tornare il bilancio automaticamente in equilibrio. Al di là di ogni altra considerazione, devono essere esaminate per lo meno le tendenze che, dati i meccanismi istituzionali e legislativi vigenti, influenzano in un determinato arco di tempo le voci del bilancio.

Nel caso italiano, ad esempio, Morcaldo e Salvemini (1984a) si sono serviti di un modello della finanza pubblica per proiettare entrate e spese in un orizzonte temporale di cinque anni, con ipotesi esogene di graduale disinflazione e di crescita reale relativamente sostenuta. Essi hanno mostrato che il rapporto tra il deficit nominale e il PIL avrebbe teso a mantenersi su livelli elevati mentre quello fra debito pubblico e PIL avrebbe continuato a salire $\frac{8}{}$.

Nella definizione di surplus o deficit strutturali di bilancio occorre anche prendere in esame l'impatto delle fluttuazioni cicliche. Per un'economia piccola e aperta, come quella italiana, il riferimento al concetto di reddito potenziale sostenibile dovrebbe inoltre tenere conto esplicitamente del vincolo esterno. Basandosi l'attuale metodologia in larga misura su schemi sviluppati con riferimento all'economia degli Stati Uniti, questo elemento non è sufficientemente considerato.

In ogni caso, anche se si effettuano gli aggiustamenti nominali per il ciclo e l'inflazione, tralasciando i caveat appena ricordati, il disavanzo del settore pubblico in Italia si mantiene estremamente elevato, in relazione al PIL - in media, circa il 6 per

cento negli anni '70 ed anche nel periodo 1980-84 - anche nel confronto con gli altri paesi, come si può desumere dalla Tavola 6, predisposta dalla Commissione delle Comunità Europee.

3. Accumulazione del debito pubblico e creazione di attività finanziarie e credito.

Passiamo ora a un altro ordine di considerazioni riguardanti la sostenibilità del deficit di bilancio, partendo dall'analisi delle implicazioni del vincolo di bilancio per la creazione di attività finanziarie e base monetaria ^{9/}.

3.1 Il vincolo di bilancio in termini nominali collega il saldo tra spese e entrate alla variazione nello stock di debito. Riscrivendo l'equazione (1) in termini di fabbisogno (al lordo delle partite finanziarie) abbiamo:

$$(3) \quad G - T + iB + F = (\Delta D/D) \cdot D$$

dove: F = uscite finanziarie

D = debito pubblico lordo

Seguendo l'approccio di flusso dei fondi a prezzi correnti, è possibile identificare i collegamenti fra il flusso complessivo di attività finanziarie e i canali di creazione, fra cui appunto il fabbisogno pubblico.

$$(4) \quad \Delta AF = \Delta AFI + \Delta AFE$$

$$(5) \quad \Delta AFI = \Delta D + \Delta PFI + BP = \Delta CTI + BP$$

dove: AF = attività finanziarie complessive

AFI = attività finanziarie sull'interno

AFE = attività finanziarie sull'estero

PFI = indebitamento interno di imprese e famiglie

BP = saldo della bilancia dei pagamenti

CTI = credito totale interno $\frac{10}{}$

Le equazioni (3) e (5) consentono di porre in luce analiticamente come il fabbisogno del settore pubblico contribuisca ad alimentare la creazione di attività finanziarie. La Tav. 7 quantifica questo processo con riferimento all'esperienza italiana e offre sintetica evidenza del crescente peso assunto dal disavanzo nella creazione delle attività finanziarie sull'interno $\frac{11}{}$.

Negli anni sessanta, a fronte di un aumento medio annuo del prodotto reale del 5,8 per cento e dei prezzi al consumo del 4,0 per cento, le attività finanziarie sull'interno hanno registrato un tasso medio di incremento del 13,4 per cento. Il debito statale è cresciuto a un tasso dell'8,6 per cento, contribuendo così solo per un quinto all'espansione totale delle attività finanziarie. Nel decennio successivo, la crescita del prodotto reale si è pressoché dimezzata, passando al 3,3 per cento, mentre i prezzi al consumo sono saliti a un tasso medio pari al 13,5, quasi quattro volte superiore. Le attività finanziarie hanno mostrato un tasso di crescita del 18,9 per cento, di 5 punti superiore a quello registrato negli anni sessanta. I disavanzi hanno sospinto la crescita del debito statale a un tasso medio annuo del 23,6 per cento, che ha "spiegato" circa la metà della creazione complessiva di attività finanziarie sull'interno.

Nel quinquennio 1980-84 infine, mentre l'espansione complessiva delle attività finanziarie sull'interno ha continuato a mostrare tassi di sviluppo analoghi a quelli degli anni settanta, la crescita del

debito statale ha sfiorato il tasso del 25 per cento. Quest'ultimo e il peso crescente del debito statale sulle attività finanziarie hanno fatto sì che oltre il 70 per cento della creazione delle AFI sia stata dovuta al disavanzo pubblico. Analoghe valutazioni emergono dalla Tav. 8, dove i calcoli appena ricordati sono svolti con riferimento al credito totale interno e alla quota spiegata dallo Stato.

3.2 Tra il 1971 e il 1980 alla rapida crescita delle attività finanziarie complessive hanno corrisposto analoghi aumenti della base monetaria aggiustata e del prodotto nominale. In conseguenza, il rapporto fra le attività finanziarie del settore privato e il PIL è rimasto all'incirca invariato fra l'inizio e la fine del decennio.

Il pubblico, divenuto gradualmente consapevole della imposta da inflazione, ha reagito all'aumento dei prezzi, riducendo in misura significativa la quota del risparmio finanziario rispetto al reddito, come risulta dalla Tavola 9, i cui dati si riferiscono al risparmio finanziario complessivo e al reddito disponibile delle famiglie corretti per l'inflazione (per un'analisi dettagliata delle variabili e delle procedure di correzione cfr. Lecaldano, Marotta e Masera, (1985)). Il tasso di risparmio finanziario netto è stato in media pari al 10,7 per cento nel triennio 1970-72, ovvero nel periodo precedente l'ondata inflazionistica. Tra il 1973 e il 1978 il tasso medio è risultato del 2,5 per cento. Nel 1979 e nel 1980 il tasso è sceso rispettivamente a -0,2 e -4,1 per cento.

In tali circostanze, è stato possibile attirare di nuovo i risparmiatori verso forme di risparmio finanziario, e in special modo verso acquisti di titoli di stato, solo attraverso una politica

monetaria restrittiva: il cambiamento richiesto nella composizione del portafoglio ha avuto luogo in concomitanza con un progressivo aumento dei tassi di interesse reali.

La teoria microeconomica insegna che l'impatto netto dei tassi di interesse sul risparmio è la risultante, da un lato, di effetti di sostituzione, dall'altro, di effetti di reddito e di ricchezza, e che tali effetti agiscono in direzioni opposte. L'effetto ricchezza risulta tanto maggiore quanto più elevato è lo stock di attività finanziarie, segnatamente quando queste sono a breve termine, ovvero a tasso variabile. A livello aggregato è, come noto, difficile cogliere econometricamente effetti significativi del tasso d'interesse sul risparmio complessivo.

In Italia nell'ultimo decennio, aggiustando il reddito disponibile e i risparmi finali delle famiglie per la perdita di potere d'acquisto sulle attività finanziarie, le variazioni del tasso d'interesse reale sulle attività finanziarie hanno esercitato un notevole effetto positivo sul risparmio finanziario. Ciò è dovuto in parte alla riallocazione della ricchezza esistente tra attività finanziarie e non finanziarie e in parte alla variazione dell'allocazione dei nuovi risparmi ^{12/}.

Nel 1980 (Fig. 2), quando il rendimento reale medio sulle attività finanziarie complessive detenute dalle famiglie era pari a circa - 8 per cento, la quota di reddito disponibile investita in risparmio finanziario fu di circa 3 punti percentuali inferiore a quella necessaria per mantenere invariato il potere d'acquisto dello stock iniziale di attività finanziarie. Per contro, nel 1984, quando il rendimento medio è risultato positivo in termini reali, la quota di reddito allocato per l'accumulazione di attività finanziarie è stata di circa 10 punti percentuali superiore a quella richiesta per ristabilire il potere di acquisto iniziale.

Gli elevati rendimenti reali dei titoli di Stato (cfr. Fig. 3) presenti nei mercati finanziari in seguito alla pressione generata da una rilevante domanda di fondi da parte del Tesoro e da una crescita moderata della base monetaria aggiustata, hanno contribuito al contenimento della spesa finale delle famiglie, incoraggiando soprattutto il risparmio sotto forma di attività finanziarie, e in particolar modo appunto, di titoli del Tesoro.

Nel biennio 1973-74 circa i 4/5 dei risparmi finanziari delle famiglie confluirono in attività monetarie (M2). Nel 1983-84, tale rapporto è sceso a meno di 2/5. I buoni poliennali del Tesoro e altri titoli a medio e a lungo termine, che dieci anni orsono rappresentavano un decimo delle attività finanziarie complessive, ora ne rappresentano circa la metà. Le attività finanziarie interne detenute dal settore privato sono salite in rapporto al PIL dall'1,11 nel 1981 all'1,26 nel 1984 (cfr. Tavola 10) e si stima un ulteriore aumento all'1,34 per la fine del 1985. Questi due valori sono i più elevati fra quelli registrati a partire dal 1960, anno in cui inizia la disponibilità della relativa serie statistica.

Anche in questo caso è peraltro evidente che la situazione presenta caratteristiche di instabilità. Le modificazioni dei portafogli implicite in una situazione in cui i risparmiatori sono invitati a detenere una quota crescente (a) della loro ricchezza in attività finanziarie, e (b) delle loro attività finanziarie in titoli di stato, non sembrano sostenibili nel lungo periodo. L'elevarsi dei rendimenti su una quota crescente di attività finanziarie genera il rischio di instabilità dinamica, come si è già illustrato.

4. Il bilancio e il processo di creazione della moneta.

4.1 Il fabbisogno del settore pubblico deve essere finanziato mediante debito fruttifero o con creazione di base monetaria, come indicano le equazioni (1) e (3). In linea di principio, la banca centrale è in grado di controllare l'intera creazione di base monetaria del Tesoro attraverso le proprie acquisizioni nette di titoli di stato (all'emissione o sul mercato aperto). Fino al "divorzio" del 1981, questo controllo era limitato dall'impegno da parte della Banca d'Italia di acquistare tutti i buoni del Tesoro non collocati all'emissione ^{13/}.

Il sistema italiano consente al Tesoro accesso diretto alla banca centrale, attraverso il conto corrente di Tesoreria. L'ammontare di tale fonte di finanziamento è fissato dalla legge (fino a un massimo del 14 per cento della spesa di competenza approvata ogni anno). Ovviamente, questo provvedimento legislativo potrebbe facilmente essere eluso se la Banca d'Italia non avesse una discrezionalità piena nel decidere l'ammontare dei suoi acquisti di titoli di Stato nell'intento di mantenere l'espansione complessiva di base monetaria del Tesoro in linea con i flussi di credito e monetari programmati.

4.2 Il conto corrente di Tesoreria rappresenta un importante ulteriore vincolo nella condotta della politica monetaria in Italia: al di là delle difficoltà che comporta per la gestione ordinaria, esso costituisce una minaccia alla stessa controllabilità della base monetaria.

Per illustrare questi punti, si può far ricorso al seguente modello, dove si assume per semplicità che le contropartite della base

monetaria totale (BM) siano soltanto crediti al Tesoro sotto forma di conto corrente di Tesoreria ($OD = \alpha E$) e titoli di Stato nel portafoglio della banca centrale (BCB).

$$(6) \quad BM = BMT = \alpha E + BCB$$

ove $E = G + F + iB =$ spesa pubblica totale.

Si supponga quindi che lo stock di moneta sia correlato allo stock di moneta ad alto potenziale attraverso il moltiplicatore μ

$$(7) \quad M = \mu BM$$

Si ipotizzi ora che lo stock di titoli di Stato detenuti dalla banca centrale si mantenga costante e che la politica monetaria sia volta al raggiungimento di un tasso di crescita della moneta eguale a quello del prodotto nominale; si ha quindi, denotando con G_x il tasso di crescita della variabile x :

$$(8) \quad G_{BM} = G_E \cdot \frac{\alpha E}{BM}$$

$$(9) \quad G_M = G_\mu + G_{BM}$$

$$(10) \quad G_M = G_Y$$

$$(11) \quad \lim_{t \rightarrow \infty} E/BM = 1/\alpha$$

$t \rightarrow \infty$

Se il tasso di crescita della spesa statale oltrepassa in modo sistematico e significativo quello del prodotto, come è avvenuto per l'economia italiana nell'ultimo decennio (29 contro 19 per cento),

supponiamo che:

$$(12) G_E = \beta + G_Y \quad \beta > 0$$

al limite si ha quindi

$$(13) G_\mu = -\beta$$

In tali circostanze, per raggiungere un equilibrio dinamico, assumendo costante il rapporto circolante/depositi, il coefficiente di riserva obbligatoria deve essere costantemente crescente; ciò condurrebbe peraltro alla disintermediazione del sistema bancario, come conseguenza della crescente imposizione fiscale implicita.

In alternativa, supponendo costante il moltiplicatore, l'onere dell'aggiustamento ricade sullo stock di debito statale detenuto dalla banca centrale. Ma questa non può essere una soluzione di lungo periodo, dato che lo stock è di ammontare finito e non può assumere valori negativi.

Per valutare l'importanza acquistata nel contesto italiano da questa fonte di creazione della base monetaria, va notato che alla fine del 1984 l'indebitamento in conto corrente rappresentava circa il 40 per cento della base monetaria totale, contro il 12 per cento di dieci anni prima. Nello stesso anno, il Tesoro fece ricorso a tale facilitazione di credito per un totale di 18.554 miliardi di lire, ivi compreso il rimborso della anticipazione straordinaria di 8.000 miliardi ottenuta nel 1983; ciò equivale al 134 per cento della creazione di base monetaria dell'anno. Anche escludendo l'anticipazione straordinaria, la creazione attraverso il conto corrente di Tesoreria è stata pari al 76 per cento della creazione totale di base monetaria. In tal modo, nonostante il calo di circa 3.400 miliardi di lire nello stock di titoli

di stato detenuti dalla Banca d'Italia, la base monetaria del Tesoro è aumentata di 10.000 miliardi, rispetto a una creazione complessiva di 13.800 miliardi.

I dati della Tavola 11 mostrano che, a partire dai primi anni '70, il Tesoro ha svolto un ruolo dominante nella creazione di base monetaria; essi mostrano anche che la banca centrale ha goduto di un notevole grado di libertà a partire dal "divorzio".

Fra il 1960 e il 1969, il tasso di crescita medio della base monetaria fu del 9 per cento (10 per cento se aggiustato in base alle variazioni del coefficiente di riserva obbligatoria) $\frac{14}{100}$. La componente del Tesoro crebbe a un tasso leggermente inferiore, spiegando il 60 per cento dell'aumento dell'aggregato totale. Nel decennio successivo il tasso di crescita medio della base totale è quasi raddoppiato. Il tasso di incremento della componente del Tesoro ha raggiunto il 21 per cento; l'espansione complessiva è stata mantenuta al di sotto di tale tasso mediante distruzione di base monetaria attraverso gli altri canali. Dal 1980 al 1984, nonostante ulteriori aumenti del deficit di bilancio e la crescita del debito pubblico superiore al 24 per cento, il tasso di crescita della base monetaria è rallentato al 14,1 per cento (12,6 su base aggiustata).

Occorre sottolineare che nelle attuali circostanze non sarebbe possibile ridurre i costi di breve termine dell'aggiustamento necessario all'economia italiana attraverso un finanziamento monetario del deficit, ricorrendo di nuovo alla tassa da inflazione. Questa potrebbe essere certamente una tentazione poiché, come indicato dalla esperienza di numerosi paesi, al salire dell'inflazione, i tassi di interesse reali

tendono, almeno momentaneamente, a scendere (cfr. ad esempio Galli e Masera, (1983)). Indipendentemente da ogni altra considerazione, il debito pubblico è cresciuto, in rapporto al reddito, dal 44 per cento del 1970 a circa il 100 per cento del 1985; inoltre, la parte prevalente del debito statale è ora o a breve termine o a tassi di interesse variabili. Da ultimo, i risparmiatori sono divenuti estremamente attenti al rendimento reale delle attività nel loro portafoglio. Un nuovo incremento dei prezzi li allontanerebbe dall'investimento in attività finanziarie, spingendoli verso l'investimento in abitazioni, beni di consumo durevole e attività estere. L'esperienza degli anni '70 (cfr. Tavola 12) si rinnoverebbe, con il rischio di vedere crescere i prezzi a tassi superiori a quelli raggiunti in quel decennio.

5. Sintesi e considerazioni conclusive.

In questo lavoro sono state sviluppate quattro argomentazioni a sostegno della tesi che sottolinea l'urgenza e la necessità di un risanamento del bilancio in Italia. Per maggiore chiarezza, i differenti punti sono stati tenuti distinti ed esposti in successione. Va tuttavia precisato che essi non sono separabili sotto il profilo logico. Devono piuttosto essere visti come aspetti diversi dello stesso problema: la sostenibilità dell'aumento del debito pubblico in un contesto di crescita e di disinflazione.

5.1 Si è attirata dapprima l'attenzione sul problema della sostenibilità del bilancio da un punto di vista tecnico, analizzando la relazione fra tasso d'interesse sul debito statale e tasso di crescita dell'economia. Si è dimostrato che l'esistenza di disavanzi al netto di

interessi anche per periodi prolungati non determina necessariamente la crescita illimitata del rapporto debito/PIL; ma si è anche dimostrato che l'attuale situazione italiana richiede interventi rivolti ad azzerare il deficit al netto degli interessi. Ciò per due motivi.

In primo luogo, il limite teorico del rapporto debito/reddito, dati gli attuali valori dei parametri, sarebbe così elevato da rendere del tutto implausibile che il tasso di interesse possa rimanere al di sotto del tasso di crescita mentre il rapporto stesso si avvia a una graduale stabilizzazione^{15/}. In secondo luogo, il rapporto fra tasso di interesse medio e tasso di crescita dell'economia si sta spostando verso una posizione "instabile", semplicemente come risultato di effetti di composizione, dato che il tasso di crescita del debito fruttifero è assai maggiore di quello del prodotto; come risulta infatti dalla colonna (10) della Tav. 4, il rendimento su BOT e su CCT è già da diversi anni superiore al tasso di crescita del PIL.

Questi argomenti non vengono influenzati dalla correzione del bilancio per l'inflazione e per il ciclo. Come è stato indicato, tali aggiustamenti possono comunque rivelarsi fuorvianti per la valutazione di obiettivi adeguati nei programmi di stabilizzazione finanziaria, principalmente perchè sono "neutrali all'inflazione" e non tengono adeguatamente conto del vincolo esterno. Inoltre, non si deve trascurare il fatto che è in ogni caso l'effettivo disavanzo a dover essere finanziato e ad aggiungersi al debito esistente.

5.2 La seconda argomentazione - duale rispetto alla precedente - si concentra sulle implicazioni del fabbisogno del settore pubblico per la creazione di attività finanziarie interne e di credito. Ricapitolan-

do, nel corso degli ultimi quindici anni il debito statale è cresciuto a un tasso medio di circa il 25 per cento, a fronte di aumenti di circa il 2 e il 17 per cento, rispettivamente, del prodotto reale e nominale. In presenza di una quota crescente di debito statale sul totale delle attività interne, l'espansione del debito negli ultimi anni ha "spiegato" circa i 4/5 della crescita delle attività finanziarie totali. Un quadro analogo si delinea qualora l'analisi venga effettuata dal lato del credito: negli ultimi tre anni il fabbisogno statale ha "spiegato" in media circa il 70 per cento della creazione complessiva del credito, che è cresciuto a un tasso annuo di circa il 20 per cento.

Tralasciando il problema del crowding-out diretto, se il settore privato, nel suo complesso, ritiene che il disavanzo statale finanziato attraverso emissione di titoli piuttosto che con l'imposizione fiscale non accresca la propria ricchezza netta, il risparmio privato tende ad aumentare di pari passo con il disavanzo finanziato tramite emissione di titoli. In tal caso l'offerta addizionale di debito statale sarebbe automaticamente compensata dalla domanda privata, dato che il settore privato scontrerebbe un aumento delle tasse future e accrescerebbe il proprio risparmio: non vi sarebbe quindi motivo di ascesa dei tassi d'interesse, nè di crowding-out indiretto.

Ho sempre considerato questo mondo "ultra-razionale" alquanto irrazionale; sul piano analitico, ho avvertito l'affermazione che un aumento dei titoli di stato nei portafogli privati rappresenti un incremento nullo della ricchezza netta percepita (Masera (1979)).

A mio avviso, anche la recente esperienza dei maggiori paesi industrializzati - e specialmente degli Stati Uniti e dell'Italia -

confuta questo approccio estremo. Il fabbisogno addizionale del Tesoro sui mercati del credito, per data crescita della moneta, ha esercitato una forte pressione sui tassi di interesse, influenzando negativamente il volume e positivamente il costo del credito che affluisce al settore privato.

Nell'esperienza italiana considerata il risparmio delle famiglie sotto forma di attività finanziarie è risultato sensibile ai differenziali dei rendimenti reali attesi su attività alternative. Durante gli anni settanta, i rendimenti nominali delle attività finanziarie hanno mostrato una tendenza all'aumento, ma con lunghi ritardi rispetto alla crescita dei prezzi, specialmente quando l'inflazione ha raggiunto le punte più elevate. In quel decennio le variazioni dei prezzi delle abitazioni - che rappresentano una misura approssimata del rendimento sulle attività reali delle famiglie, in considerazione dell'importanza del risparmio e della ricchezza in attività immobiliari - oltrepassarono il tasso d'inflazione misurato sui prezzi al consumo. In tali circostanze, il tasso di risparmio finanziario corretto per l'inflazione scese rapidamente e alla fine divenne negativo. Al contrario, negli anni ottanta, i tassi reali sulle attività finanziarie sono aumentati in misura considerevole, mentre il tasso d'aumento dei prezzi delle abitazioni, dapprima diminuito, è divenuto successivamente negativo.

La composizione del risparmio è cambiata radicalmente; il flusso di investimenti destinati a abitazioni ha registrato un calo, mentre l'accumulazione di attività finanziarie, soprattutto di titoli di stato è divenuta assai rilevante, come è stato mostrato nella Sezione 3.

Anche qui sono evidenti pericoli di instabilità, che ribadiscono la necessità di un aggiustamento immediato. I tassi correnti di espansione del debito statale e la sua dimensione relativa indicano che, anche se tutte le altre fonti di creazione di attività finanziarie dessero contributo nullo alla crescita, le attività finanziarie complessive crescerebbero comunque a tassi dell'ordine del 15 per cento: ciò non è coerente con l'equilibrio finanziario di medio periodo o la stabilità dei prezzi in un'economia il cui tasso di crescita potenziale si aggira attorno al 3 per cento.

E' anche opportuno ricordare brevemente le ripercussioni esterne di un aumento della spesa statale finanziata con obbligazioni. Se l'aumento non è completamente controbilanciato dal risparmio privato, la bilancia corrente si deteriorerà e i tassi di interesse tenderanno a salire, sia per reazione allo slittamento intertemporale della spesa dal futuro al presente nel paese considerato, sia per attirare i flussi necessari di risparmio estero. E' verosimile che ciò avvenga in presenza di un temporaneo apprezzamento del tasso di cambio reale, che, a sua volta, influenza negativamente il tasso di crescita "sostenibile" dell'economia ^{16/}.

5.3 La terza argomentazione, strettamente correlata alle precedenti, si rifà direttamente al problema della crescita monetaria. Se esiste una domanda reale relativamente stabile di attività del tipo M2, si deve ammettere, anche senza accettare posizioni monetariste estreme, che un processo di disinflazione deve essere accompagnato da una graduale riduzione della crescita monetaria verso tassi coerenti con gli obiettivi desiderati di crescita del prodotto nominale ^{17/}.

Negli anni settanta la base monetaria aggiustata è cresciuta ad un tasso medio annuo del 16 per cento. Nel periodo 1980-84, tale crescita è rallentata raggiungendo un tasso medio del 12,6 per cento, cioè circa la metà di quello registrato dal debito statale complessivo. I notevoli cambiamenti avvenuti nei portafoglio del settore privato sono stati illustrati nelle Sezioni 3 e 4.

Un indicatore sintetico della "frizione" monetaria esercitata nel processo di composizione dei portafogli è costituito dal rapporto tra il tasso di crescita della base "aggiustata" e quello del debito pubblico, come componente delle AFI. Negli anni '60 il rapporto risultò in media pari a 1,1, nel decennio successivo scese a 0,68, tra il 1980 e il 1984 è stato pari a 0,52.

Per stimare le implicazioni dell'enorme accumulazione di titoli pubblici nei portafoglio privati è necessario far uso di un modello che colleghi i flussi di reddito e di risparmio con l'accumulazione di ricchezza e con le variazioni negli stock di attività, cioè un modello integrato del settore reale e di quello finanziario ^{18/}.

I modelli tradizionali di domanda di moneta trascurano la ricchezza complessiva come variabile esplicativa e si basano sulla ipotesi che il rendimento della moneta, considerata essenzialmente nella sua funzione di mezzo di pagamento, sia esogenamente fissato in termini nominali, contrariamente a quello degli altri aggregati finanziari. La moneta è una "patata bollente"; variazioni nella sua offerta causano aggiustamenti esclusivamente nei rendimenti di tutte le attività alternative. Per contro, variazioni nell'offerta di qualsiasi altra attività finanziaria determinano variazioni sia nel rendimento della attività stessa sia in quelli delle attività alternative.

Quando non si presenta tale dicotomia, in quanto la moneta presenta un rendimento esplicito determinato sul mercato, si ha sostituibilità fra moneta e altre attività finanziarie e, in generale, un più omogeneo processo di aggiustamento del portafoglio. In queste circostanze è importante determinare in quale modo la struttura d'equilibrio dei tassi sia influenzata da un aumento della quota di titoli di stato, accompagnato da un calo della porzione di ricchezza detenuta sotto forma di moneta.

Se la sostituibilità fra moneta e titoli è bassa, soltanto aumenti rilevanti del rendimento dei titoli indurranno gli operatori a economizzare le loro scorte monetarie. Ciò, a parità di altre condizioni, conduce a un significativo crowding-out. D'altro canto, se il grado di sostituibilità fra titoli e capitale reale (o diritti sul capitale reale) è relativamente basso, il settore privato non spiazzerà investimenti di pari passo con l'acquisizione di titoli di Stato. Il rendimento relativo dei titoli deve salire, ma ciò non comporta completo crowding-out, come avverrebbe nell'ipotesi di perfetta sostituibilità ^{19/}.

Vale la pena notare che, anche qualora prevalgano valori favorevoli dei parametri relativi alle sostituibilità, i notevoli cambiamenti nelle quote di portafoglio che caratterizzano la situazione italiana, date le attuali tendenze della finanza pubblica, non possono non esercitare un effetto sui differenziali dei rendimenti di equilibrio, spingendo così il sistema verso condizioni di instabilità.

Ciò mostra chiaramente il dilemma nel quale le autorità monetarie si dibattono. Se la crescita monetaria viene gradualmente ri-

dotta in accordo con l'obiettivo di disinflazione e decelerazione nell'espansione del reddito nominale, l'assorbimento di titoli di stato nei portafogli privati potrebbe richiedere un aumento nei tassi reali di interesse, con effetti negativi sulla crescita del reddito e degli investimenti; al limite, questa politica può dimostrarsi inefficace nello stesso contenimento della domanda aggregata, a causa del prevalere dell'effetto reddito conseguente all'aumento degli interessi sulla spesa per consumi. Ma anche prima di raggiungere tale punto critico, l'equilibrio fra crescita e tassi di interesse reali sul debito può essere capovolto verso l'instabilità.

D'altro lato, il finanziamento monetario del disavanzo renderebbe impossibile il perseguimento del fine di una crescita non-inflazionistica. E, come è già stato sottolineato, i rischi impliciti nella monetizzazione sono ora maggiori rispetto a quelli presenti negli anni '70.

Si perviene ancora alla stessa - e a questo punto scontata - conclusione; se non vengono apportati aggiustamenti strutturali alla finanza pubblica, l'economia corre il rischio di essere sballottata nel breve periodo fra il Cariddi della stagnazione e la Scilla dell'inflazione; oltre questo orizzonte la situazione della finanza pubblica diverrebbe comunque insostenibile.

5.4 Non va infine sottaciuto un quarto argomento, che si riferisce al problema specifico generato in Italia dall'assetto istituzionale, in base al quale il Tesoro può creare direttamente base monetaria, prelevando dal proprio conto corrente presso la banca centrale. Dal momento che tale linea di credito aumenta al dilatarsi delle spese di

bilancio - che sono andate crescendo ad un tasso ben maggiore di quello del prodotto nominale - ci si trova dinanzi a ulteriori difficoltà nel processo di creazione monetaria, come indicato nelle Sezioni 4.1 e 4.2.

Al momento attuale tali problemi sono ancora controllabili, ma le cifre sono tali che occorre rivolgervi attenzione con sollecitudine. Va sottolineato, comunque, che una gran parte delle difficoltà scomparirebbe se la dinamica della spesa statale fosse adeguatamente ridotta in relazione a quella del prodotto.

5.5 Questo lavoro non ha lo scopo di formulare proposte sul modo e sui mezzi per riportare in equilibrio il bilancio italiano: sull'argomento sono già stati approntati specifici e autorevoli piani, contenenti utili linee di condotta 20/.

Desidero piuttosto soffermarmi su taluni aspetti di carattere "metodologico". Al di là delle misure assunte sia dal lato delle spese, sia da quello delle entrate, è comunque necessario che i cittadini siano posti in grado di valutare direttamente il costo dello stato.

Gli sviluppi della teoria della fiscalità - e in particolare gli studi di public choice di Buchanan (1983) e della sua scuola - consentono, ad avviso di chi scrive, un'impostazione analitica dell'intera problematica alla quale è opportuno fare riferimento.

Il tradizionale schema di partenza sottolinea il meccanismo redistributivo del processo fiscale: la maggioranza di governo impone tributi e decide trasferimenti. Si tratterebbe di un gioco a somma zero per i partecipanti - nel senso che a miglioramenti per certi gruppi corrisponderebbero necessariamente peggioramenti per altri senza possibilità paretiane di miglioramento - se non si fosse in grado di incidere

sulla "qualità" dei trasferimenti esistenti. Sotto questo profilo, non appare peraltro difficile individuare nel contesto italiano possibilità di modificare il carattere meramente assistenziale di taluni trasferimenti a imprese e famiglie che hanno ostacolato e continuano di fatto a ostacolare la creazione di nuovi posti di lavoro produttivi.

Al di là di questo aspetto, pure rilevante, una spiegazione oggettiva della "eccessiva" spinta verso l'alto della spesa e dell'imposizione fiscale - e dell'opportunità di limiti costituzionali all'autorità fiscale - proviene dalla interazione e dalla sinergia di modelli esplicativi di carattere "strutturale" con altri di tipo "monopolistico".

I primi identificano nella struttura istituzionale fonti di distorsione sistematica che incidono sui processi decisionali orientandoli verso una spesa pubblica più elevata. Innanzitutto il finanziamento in deficit della spesa pubblica, in particolare con la creazione di base monetaria, nasconde il vero costo per la collettività della spesa stessa 21/. Inoltre, la progressività dell'imposizione genera automaticamente in condizioni di lievitazione del reddito reale e dei prezzi entrate aggiuntive, senza dover far ricorso a nuove imposte. Infine, poiché le imposte tendono a essere diffuse nella loro incidenza, mentre i trasferimenti hanno specifici beneficiari, i gruppi di potere organizzati riescono a esercitare rilevanti pressioni sulla classe politica.

Questi meccanismi di domanda, connessi in ultima analisi con la non trasparenza di molte imposte, interagiscono con quelli di offerta, in base ai quali il governo stesso finisce con l'operare come un monopolista, teso a massimizzare il "surplus" di entrate e ad accrescere il potere dell'apparato burocratico.

Da queste osservazioni discendono criteri di principio che sarebbe auspicabile seguire nel processo di "rientro" degli squilibri di finanza pubblica.

Esiste innanzitutto l'esigenza di assicurare una informazione tempestiva ed efficace sull'impatto immediato e nel medio periodo di ciascun provvedimento legislativo e sull'evoluzione dei saldi di finanza pubblica; è questa la premessa per qualsiasi ipotesi di concreta "programmazione finanziaria". Diverse formule tecniche possono soddisfare questa esigenza: è comunque necessario che l'organo ad essa preposto sia dotato di indipendenza istituzionale e riferisca direttamente al Parlamento.

Le difficoltà che si incontrano nel contenere il ritmo di incremento delle spese e la formazione dei disavanzi di bilancio suggeriscono inoltre l'opportunità che vengano riformulate e inserite nella Costituzione regole fiscali ^{22/}.

Occorre al riguardo assicurare in primo luogo il rispetto sostanziale dell'Articolo 81 della Costituzione e della Legge 468 del 1978^{23/}.

Ad avviso di chi scrive, sarebbe infine desiderabile, una volta assicurato il processo di rientro della finanza pubblica, fissare in una norma costituzionale il vincolo del pareggio del bilancio "strutturale" al netto dell'erosione monetaria e delle fluttuazioni cicliche. Al riguardo va notato che la correzione monetaria andrebbe effettuata con riferimento al tasso di inflazione fissato come traguardo, da ricondurre gradualmente verso zero - o almeno verso il tasso medio nei paesi aderenti allo SME. Tale aggiustamento ex ante permetterebbe di superare i problemi che si incontrano nella normale

pratica di correzione ex post. Il riferimento al prodotto potenziale nel calcolo delle fluttuazioni cicliche dovrebbe tener conto esplicitamente del vincolo esterno. Anche la concreta definizione tecnica del bilancio strutturale andrebbe affidata all'organo di analisi del bilancio preconizzato in questo studio, in grado di riferire direttamente al Parlamento.

Colgo l'occasione per reiterare che non sto sostenendo che l'obiettivo relativo al saldo strutturale debba essere perseguito nell'immediato. Che si tratti di un obiettivo di lungo termine è implicito nel fatto che sarebbero necessari emendamenti costituzionali! Inoltre, un pareggio del bilancio strutturale, quale quello qui prefigurato, implicherebbe il dimezzamento del disavanzo sia per il 1985 sia per il 1986. Tali drastici aggiustamenti non potrebbero non determinare serie ripercussioni sulla crescita, che rischierebbero di innescare il circolo vizioso precedentemente ricordato tra tasso d'interesse e crescita.

Un obiettivo operativo intermedio, verso il quale si potrebbe orientare un programma di aggiustamento di base a medio termine, consiste in un rapido azzeramento del disavanzo al netto degli interessi ^{24/}, come è stato ad esempio auspicato dal Governatore della Banca d'Italia.

La ridotta pressione sui mercati creditizi potrebbe consentire la discesa anche dei tassi di interesse reali. Nel breve periodo, gli impulsi disinflazionistici esterni contribuirebbero inoltre a ridurre l'onere reale per interessi del Tesoro, così come tradizionalmente definito (cfr. App. 2). Si darebbe così vita all'interazione "virtuosa" di forze in grado di avviare e sostenere il "rientro" della finanza pubblica.

I due obiettivi relativi ai saldi di finanza pubblica qui delineati rispondono naturalmente a logiche diverse: sotto il profilo economico, la compatibilità tra le due formule è da ricercare nella sequenza proposta. L'azzeramento graduale del deficit al netto degli interessi rappresenta un obiettivo operativo da perseguire negli anni '80. Una volta riacquistato il controllo del fabbisogno primario, superando quindi l'attuale fase di emergenza, si porrebbe come vincolo di lungo termine l'equilibrio del saldo strutturale, secondo lo schema qui delineato. Il rispetto di tale vincolo sarebbe garantito sotto il profilo costituzionale e sottratto quindi alla discrezionalità nella gestione economica.

Si porrebbe naturalmente sotto il profilo quantitativo un problema di "traversata" tra le due formule. Giova peraltro osservare al riguardo che, dati i valori dei parametri rilevanti, i due approcci conducono oggi a conclusioni analoghe. Ad esempio, se per il 1985 si fosse posto come obiettivo l'azzeramento del fabbisogno strutturale del settore pubblico, coerentemente con i parametri dello scenario economico programmatico e trascurando quindi gli effetti di retroazione del bilancio, il fabbisogno complessivo si sarebbe dovuto commisurare a 63.000 miliardi ^{25/}. L'obiettivo di azzeramento dello stesso fabbisogno al netto degli interessi, sempre trascurando le retroazioni della manovra, avrebbe portato a definire un saldo "traguardo" di bilancio sostanzialmente identico.

N O T E

- 1/ Su questi temi cfr. Spaventa (1984), Spaventa et al. (1984), e Morcaldo e Salvemini (1984b).
- 2/ Un'aggregazione "economica" più completa e soddisfacente dei dati delle Tavv. 1-4, mostrerebbe più chiaramente il notevole aumento dei pagamenti per trasferimenti reali complessivi alle imprese, insieme alle spese in aumento per pensioni e interessi. Cercando in qualche modo di semplificare, si può affermare che la maggior parte del disordine della finanza pubblica in Italia è dovuta a queste tre voci, le prime due indipendenti e la terza determinata dall'aumentare del debito e dei tassi. Aggregando i contributi correnti alla produzione, i pagamenti al fondo integrativo dei salari, l'assunzione da parte dello Stato di alcuni contributi previdenziali dei datori di lavoro, i trasferimenti in conto capitale ad aziende controllate dallo Stato e il finanziamento netto al settore non statale, otteniamo le spese a favore delle imprese pubbliche e private (cfr. Alvaro, 1985). Tali spese sono passate da 2.980 miliardi di lire nel 1964 a 45.900 miliardi nel 1983, e dal 2,7 al 9,7 per cento del PIL. Per larga parte, i contributi alle imprese sono consistiti in sostegno a industrie non competitive, contribuendo a dirottare le risorse dalla riorganizzazione e modernizzazione tecnologica e a rallentare quindi il processo di creazione di nuovi posti di lavoro.
- 3/ In questo studio non vengono esaminate le implicazioni di tale aumento per l'analisi finanziaria e creditizia. Cfr., al riguardo, Monti, Siracusano e Tardini (1983).
- 4/ La loro posizione "restrittiva" appare strana, essendo presentata in uno studio che suggerisce una politica fiscale di natura "espansionistica".
- 5/ L'aumento del risparmio privato non compensa automaticamente la crescita del disavanzo pubblico, contraddicendo quindi le tesi estreme di equivalenza tra imposte e emissioni di debito fruttifero alla Barro (1974).

- 6/ Keynes (1923, Cap. 2) fu il primo a compiere un esame approfondito dell'inflazione quale strumento di tassazione. Einaudi (1944) si trovò d'accordo riguardo tale approccio, che Baffi (1974) sviluppò in un importante studio analitico ed empirico. Cfr. anche Masera (1979) e Cotula e Masera (1980).
- 7/ Per un'analisi di possibili alternative a questo procedimento cfr. ad esempio "I saldi finanziari corretti per l'inflazione", Banca d'Italia Bollettino economico, Ottobre 1985.
- 8/ Su tali argomenti cfr. C. A. Ciampi, Relazione Annuale della Banca d'Italia per l'anno 1983, Considerazioni finali, pp. 294-97.
- 9/ Al riguardo cfr. anche Arcelli e Valiani (1981).
- 10/ Per un esame di tale approccio, cfr. Cotula e de' Stefani (1979, Cap. XXV^o), Caranza e Fazio (1983) e Vaciago (1983). Nelle relative equazioni (3) e (5) è stato tralasciato, per semplicità, l'indebitamento verso l'estero del settore pubblico. Ciò è possibile nel caso dell'Italia, senza perdita di generalità, data sin qui la scarsa importanza di tale voce.
- 11/ In conformità al sistema di contabilità del credito totale interno, la Tav. 7 e le successive si riferiscono al disavanzo e al debito del settore statale.
- 12/ Cfr., al riguardo, Lecaldano, Marotta e Masera (1985).
- 13/ Cfr. Capriglione (1984), specialmente sulle forme di emissione dei buoni del Tesoro.
- 14/ Cfr. Zautzik (1982) sull'aggiustamento della base monetaria in Italia.

15/ E' opportuno ricordare al proposito che nella storia dello stato italiano il debito pubblico interno ha rappresentato una proporzione altamente variabile del reddito nazionale lordo del paese. Come mostrano Di Majo e Pedone (1985), il rapporto massimo, pari a 107 per cento, è stato raggiunto nel 1900; il rapporto si è aggirato tra l'80 e il 90 per cento negli anni '30. Dopo aver oscillato tra valori compresi tra il 20 e il 30 per cento negli anni cinquanta e sessanta, esso è costantemente salito a partire dal 1971, anno in cui raggiunse un valore minimo del 18 per cento. Si osservi ancora che il rapporto debito nazionale-prodotto ha raggiunto valori storicamente ancor più elevati in altri paesi, e segnatamente nel Regno Unito (cfr. Buitter (1985)). Il massimo assoluto raggiunto dopo le guerre napoleoniche nel 1821 è pari a 288 per cento. Un nuovo picco, pari a 272 per cento, fu raggiunto dopo la seconda guerra mondiale nel 1947. E' interessante sottolineare che, mentre il riassorbimento del primo picco fu sostanzialmente dovuto alla rapida crescita dell'economia inglese nel secolo successivo alle guerre napoleoniche, quello del secondo picco è principalmente da collegare all'impatto dell'inflazione sul prodotto nominale e sul valore reale del debito emesso a tasso fisso.

16/ Per una rassegna della complessa problematica su questi punti cfr. Masera (1985).

17/ Ho elaborato questi argomenti, con riferimento all'esperienza italiana, in Masera (1984, b).

18/ Sull'argomento si veda, ad esempio, Tobin (1980). Va notato al riguardo che i modelli sviluppati in Italia negli anni '60 e '70 - basati sull'analisi simultanea di moneta, attività finanziarie totali, credito bancario e credito totale interno, ai quali si fa riferimento nella Sezione 3 di questo lavoro- forniscono un importante elemento di riferimento.

19/ Su una rassegna di questa tematica cfr. ad esempio Dornbusch, Blanchard e Buitter (1985).

- 20/ Si veda, ad esempio, il cosiddetto "piano Goria", nonché la Relazione Annuale della Banca d'Italia sull'anno 1983, Considerazioni finali. Su questi punti cfr. anche Giannone (1985) e Sylos Labini (1985).
- 21/ Come riconosce lo stesso Buchanan, precursore di questa impostazione fu Amilcare Puviani nella Teoria dell'illusione finanziaria, edita nel 1903.
- 22/ Su questo punto si veda anche Pedone (1985) e Salvemini (1985). Più in generale sull'argomento cfr. Carli e Capriglione (1981).
- 23/ Cfr. su questi punti C. A. Ciampi, Relazione Annuale della Banca d'Italia per l'anno 1980, Considerazioni finali e Di Majo e Pedone (1985, Cap. II).
- 24/ Anche dalle proiezioni a medio termine contenute in Prometeia (1985) si desume che un rapido calo del disavanzo al netto degli interessi è condizione necessaria per la convergenza del debito.
- 25/ Sono grato al dr. Vieri Ceriani per l'aiuto prestato nell'elaborazione di questi dati, ottenuti sulla base di un suo lavoro che affronta la problematica della correzione dei dati di bilancio per gli effetti ciclici nell'esperienza italiana (Ceriani e Di Mauro (1985)).

BIBLIOGRAFIA

- G. Alvaro, "La finanza pubblica nel sistema economico italiano", in La finanza pubblica in Italia: stato e prospettive, Franco Angeli editore, Milano, 1985.
- M. Arcelli e R. Valiani, "Il finanziamento del fabbisogno del settore pubblico", in Rivista di Politica Economica, dicembre 1981.
- P. Baffi, "Il risparmio in Italia, oggi", in Bancaria, febbraio 1974, n. 2.
- R.J. Barro, "Are Government Bonds Net Wealth?", Journal of Political Economy, 1974
- O. Blanchard, R. Dornbusch e W. Buiter, Public Debt and Fiscal Responsibility, CEPS Papers N. 22, Bruxelles, 1985.
- J. H. Buchanan, "I limiti alla fiscalità" in La costituzione fiscale e monetaria, CREA, Roma, 1983.
- W. Buiter, "A guide to public sector debt and deficits", Economic Policy, novembre 1985.
- F. Capriglione, Buoni e Certificati di Credito del Tesoro, voce dell'Enciclopedia Giuridica in corso di pubblicazione, 1984.
- C. Caranza - A. Fazio, "L'evoluzione dei metodi di controllo monetario in Italia: 1974-1983", in Bancaria, Roma, 1983.
- G. Carli - F. Capriglione, Inflazione e ordinamento giuridico, Milano, Giuffrè, 1981.
- V. Ceriani - F. Di Mauro, "Finanza pubblica e politica fiscale: i risultati di alcuni indicatori", dattiloscritto, 1985.
- F. Cotula - P. de' Stefani, La politica monetaria in Italia, Società Editrice il Mulino, Bologna, 1979.

- F. Cotula - R. Masera, "Risparmio privato, deficit pubblico e imposta da inflazione", in Economia Italiana, ottobre 1980.
- A. Di Majo - A. Pedone, Elementi di Scienza delle Finanze, La Nuova Italia, Firenze, 1985.
- E. Domar, "The 'Burden of the Debt' and the National Income", American Economic Review, dicembre 1944.
- L. Einaudi, I problemi economici della federazione europea, Nuove edizioni di Capolago, Lugano, 1944.
- G. Galli, "Tasso reale, crescita e sostenibilità del debito pubblico", in corso di pubblicazione, 1985.
- G. Galli - R. Masera, "Real Rates of Interest and Public Sector Deficits: an Empirical Investigation", in Economic Notes, n. 3, 1983.
- A. Giannone, "L'operatore pubblico in un sistema economico e sociale", in La finanza pubblica in Italia: stato e prospettive, Franco Angeli editore, Milano, 1985.
- G. Gorla, Politiche e obiettivi per il controllo della finanza pubblica, Roma, 22 maggio 1985.
- G. Gorla, Verso il rilancio dell'economia italiana: il risanamento della finanza pubblica, Roma, novembre 1985.
- L. Johansen, Public Economics, North Holland, Amsterdam, 1965.
- J. M. Keynes, A Tract on Monetary Reform, MacMillan & Co. Ltd., London, 1923.
- E. Lecaldano - G. Marotta - R. Masera, "Households' saving and the real rate of interest: the Italian experience, 1970-1983", Temì di discussione, Banca d'Italia, 1985.

- R. Masera, Disavanzo pubblico e vincolo del bilancio, Edizioni di Comunità, Milano, 1979.
- R. Masera, "Monetary Policy and Budget Policy: Blend or Dichotomy?", in Europe's Money: Problems of European Monetary Coordination and Integration, R. Masera e R. Triffin (a cura di), Oxford University Press, 1984.
- R. Masera, "Moneta, credito e prezzi: considerazioni sull'esperienza italiana", in Quale politica monetaria? Il dibattito sul monetarismo, CREA, novembre 1984.
- R. Masera, "Il coordinamento delle politiche economiche e i tassi di cambio: alcune considerazioni", intervento alla riunione della Società Italiana degli Economisti, Roma, 6-7 novembre 1985.
- M. Monti, B. Siracusano, P. Tardini, "Spesa pubblica, finanziamento del disavanzo e crowding-out", in Spesa pubblica e sviluppo dell'economia, Edizioni di Comunità, 1983.
- G. Morcaldo e G. Salvemini, "Il bilancio pubblico per il quinquennio 1984-88: alcune simulazioni", Temi di Discussione, Banca d'Italia, luglio 1984.
- G. Morcaldo e G. Salvemini, "Il debito pubblico: analisi dell'evoluzione nel periodo 1960-83 e prospettive", in Rivista di Politica Economica, novembre 1984.
- G. Morcaldo e P. Zanchi, Un modello di previsione del bilancio pubblico per il breve-medio termine, Atti del Convegno di Perugia, febbraio 1984.
- A. Pedone, "Regole costituzionali in materia di finanza pubblica", in Politica Economica, Il Mulino, N. 1, aprile 1985.
- A. Puviani, Teoria dell'illusione finanziaria, a cura di F. Volpi, Isedi, Milano, 1973.

- M.T. Salvemini**, "Costituzionalismo monetario e fiscale", in Politica Economica, Il Mulino, N. 1, aprile 1985.
- L. Spaventa**, "The growth of public debt in Italy: past experience, perspectives and policy problems", in Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, giugno 1984.
- L. Spaventa et al.**, Camera dei Deputati, 1984, "L'indebitamento pubblico in Italia: Evoluzione, prospettive e problemi", Rapporto alla V Commissione, sett.
- P. Sylos Labini**, Intervento alla Tavola rotonda su La finanza pubblica in Italia: stato e prospettive, Franco Angeli editore, Milano, 1985.
- J. Tobin**, Asset Accumulation and Economic Activity, The University of Chicago Press, Chicago, 1980.
- G. Vaciago**, La programmazione dei flussi finanziari, Società Editrice il Mulino, Bologna, 1983.
- I. Visco**, Price Expectations in Rising Inflation, North Holland, Amsterdam, 1984.
- E. Zautzik**, "Base monetaria aggiustata e sue interpretazioni: aspetti teorici e applicazione al caso italiano", in Contributi alla ricerca economica, Banca d'Italia, n. 15, dicembre 1982.
- Commissione CEE**, Economia Europea, novembre 1984.
- ISTAT**, I Conti della protezione sociale, Suppl. al Boll. Mens. di Stat. n. 28 del 1983
- ISTAT**, Relazione generale sulla situazione economica del Paese.
- Prometeia**, Rapporto di previsione, marzo 1985.
- Relazioni annuali del Governatore della Banca d'Italia sugli anni 1946, 1981, 1983**, Considerazioni finali.
- Bollettino Economico - Banca d'Italia**, ottobre 1985.

APPENDICE 1

Vincolo di bilancio e sostenibilità del debito: alcune note ^{1/}.

Sia:

Y = reddito nazionale, nominale

D = stock di debito pubblico, nominale

G = spesa pubblica al netto dei pagamenti di interessi sul debito,
nominale

T = entrate fiscali al netto delle spese di trasferimento, nominali

I = pagamenti di interessi sul debito

$i_D = I/D$

G_x = tasso di crescita della variabile x.

Scriviamo nel continuo il vincolo di bilancio del settore pubblico come segue:

$$(1) \dot{D} - i_D D = G - T$$

Supposto, per semplicità, che il tasso di crescita del reddito sia costante ($G_Y = g \geq 0$), allo scopo di analizzare le implicazioni di lungo termine della (1) iniziamo con l'ipotizzare che il deficit sia mantenuto costante in rapporto al PIL:

$$(2) \frac{\dot{D}}{Y} = \delta = \frac{G - T + i_D D}{Y}$$

^{1/} Su questi punti cfr. Domar (1944), Johansen (1965), Maserà (1984,a) e Dornbusch, Blanchard e Buiter (1985). In questa appendice i tassi di crescita e di interesse sono predeterminati. Come è stato indicato nel testo, ciò rappresenta un limite per l'analisi concreta della stabilità. Per una trattazione analitica di questi problemi cfr. ad esempio Galli (1985).

Si può mostrare^{2/} che il rapporto debito/reddito tende a un valore finito, qualsiasi sia la relazione tra tasso d'interesse (i_D) e tasso di crescita del prodotto nominale ($g = \pi + \gamma$)

$$(3) \quad \lim_{t \rightarrow \infty} D/Y = \delta / g$$

Si osservi che, nell'equilibrio di lungo periodo, il tasso di crescita del debito è eguale a quello del reddito.

$$(4) \quad \frac{\dot{D}}{D} = \frac{\dot{D}}{Y} \frac{Y}{D} = \cancel{\delta} \frac{g}{\cancel{\delta}} = g$$

L'onere del debito risulta a sua volta:

$$(5) \quad \tau = \frac{i_D D}{Y} = i_D \frac{\delta}{g}$$

Il vincolo di bilancio può quindi esser scritto come segue:

$$(6) \quad 1 - \frac{i_D}{g} = (G-T)/Y\delta$$

Supponendo, ad esempio, che il fabbisogno in rapporto al reddito sia mantenuto costante al livello del 15% e il tasso di crescita del reddito nominale sia 10% si ha: $D/Y = 1,5$

$$\underline{2/} \quad D = D_0 + (\delta Y_0/g) (e^{gt} - 1)$$

$$\frac{D}{Y} = \frac{D_0}{Y_0 e^{gt}} + (\delta / g) (1 - e^{-gt})$$

Se viceversa il tasso di crescita del reddito risulta pari al 3%, $D/Y = 5$

Se supponiamo che il tasso d'interesse sia in entrambi i casi pari al tasso di crescita, si ha dalla 5):

$$z = \delta = 0,15.$$

Sotto il profilo analitico, le precedenti equazioni possono anche essere utilizzate per mostrare come nel caso di economia stazionaria, con un tasso di interesse reale positivo, sia possibile avere condizioni di equilibrio.

Consideriamo innanzitutto l'ipotesi in cui $i_D > g = \pi > 0$.

Si ha dunque, al limite:

$$D/Y = \delta/\pi \text{ e } z = i_D \frac{\delta}{\pi} > \delta$$

l'onere del debito è dunque superiore al rapporto deficit/PIL.

Nel caso limite in cui $\pi = 0$ si ha

$$z = \frac{i_D^D}{Y_0} + i_D \delta t$$

Per avere equilibrio è dunque necessario che $\delta = 0$

Si ha quindi

$$(G-T)/Y = -(i_D^D)/Y$$

$$z = (T-G)/Y.$$

Si supponga ora che sia mantenuto costante in rapporto al PIL non già il disavanzo complessivo, ma la sola parte diversa dal pagamento di interessi:

$$G - T = \beta Y$$

In questa ipotesi l'equazione (1) può essere scritta, in termini di rapporto al reddito:

$$(7) \dot{d} - (i_D - g) d = \beta$$

Se risulta soddisfatta la condizione $g > i_D$, si ottiene

$$\lim_{t \rightarrow \infty} d(t) = \beta / (g - i_D)$$

Si supponga ora che $D = B + M$, dove B è il debito fruttifero e M la base monetaria. Il vincolo di bilancio diventa corrispondentemente:

$$(1)' \dot{B} - iB = (G - T) - \dot{M}$$

dove $i = I/B$. Ipotizzando che M rappresenti una quota costante (m) di Y , denotando con r il tasso reale di interesse e con γ il tasso di crescita del reddito reale, il vincolo di bilancio come rapporto a Y può essere scritto nel modo seguente:

$$(2)' \dot{b} = (r - \gamma) b + \beta - mG_M$$

Se risulta soddisfatta la condizione $\gamma > r$, si ottiene:

$$(8) \lim_{t \rightarrow \infty} b(t) = \frac{\beta - mG_M}{\gamma - r}$$

L'equazione (8) mostra, che per avere un rapporto stabile tra debito e reddito, non è necessario un surplus di bilancio al netto dei pagamenti di interessi ($\beta < 0$) e neanche un surplus al netto degli interessi e del signoraggio derivante dalla creazione di base monetaria ($\beta - mG_M < 0$). Nel caso in cui $\beta - mG_M < 0$, b tenderà a diventare un credito netto, nel caso opposto si ha:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} G_B = g > i$$

B tende cioè a crescere a un tasso eguale a quello del reddito nominale, che risulta per ipotesi superiore al tasso nominale di interesse.

Se si dovesse viceversa avere $r > \gamma$, b seguirebbe in generale un sentiero di crescita instabile.

Un caso speciale in cui si manifesta una dinamica sostenibile si può ottenere prescegliendo un valore appropriato di $\beta - mG_M$. Ponendo $\dot{b} = 0$ nell'equazione (2) si ha:

$$(9) \beta - mG_M = - (r - \gamma) b_0 < 0$$

Si osservi che l'equazione (9) non richiede che all'indebitamento di oggi si contrappongano avanzi futuri. Richiede soltanto che i disavanzi futuri al netto dei pagamenti per interessi siano inferiori ai proventi derivanti dalla creazione di moneta. Solo nell'ipotesi in cui si ponga $G_M \leq 0$, β deve essere negativo. Si conclude quindi che la

condizione $\beta < 0$ (che rappresenta la condizione di trasversalità di Blanchard, Buiters e Dornbusch (1985)) è richiesta solo quando il tasso reale di interesse eccede il tasso di crescita dell'economia, mentre risulta precluso qualsiasi finanziamento monetario.

APPENDICE 2

L'onere in termini reali per il servizio del debito al variare del tasso d'inflazione.

1. Scopo di questa appendice è illustrare la dinamica dell'onere da interessi sul debito pubblico connessa a variazioni del tasso di inflazione, in presenza di tassi reali di interesse costanti. Si mostrerà infatti che nelle fasi di "traversata" collegate ad accelerazione o decelerazione dei prezzi l'onere per interessi tradizionalmente definito si modifica come corrispettivo delle variazioni nell'erosione monetaria (perdita di potere d'acquisto) del debito.

2. Si definisca l'onere del debito a prezzi costanti come:

$$(1) ON = (iD)/P$$

dove i = tasso di interesse nominale sul debito pubblico

D = stock di debito pubblico (buoni uniperiodali) a prezzi correnti

P = indice generale dei prezzi.

Denotando con G_x il tasso di crescita della variabile x , abbiamo dalla (1)

$$(2) G_{ON} = G_i + G_D - G_P$$

Si adottino ora le seguenti ipotesi semplificatrici:

$$(3) i = \pi + r \quad \text{equazione di Fisher } (\pi \equiv G_P > 0)$$

$$(4) r = \bar{r} > 0 \quad \text{tasso reale costante}$$

$$(5) G_D = i \quad \text{disavanzo al netto degli interessi} = 0$$

La (2) può corrispondentemente essere riscritta come segue:

$$(2)' G_{ON} = G_r \cdot r/i + G_{\pi} \cdot \pi/i + i - \pi = G_{\pi} \cdot \pi/i + r$$

E' evidente della (2)' che l'onere del debito misurato a prezzi costanti aumenta (diminuisce) all'aumentare (diminuire) del tasso di inflazione. Solo in presenza di inflazione costante ($G_{\pi} = 0$) si stabilizza sul valore del tasso reale di interesse.

3. La spiegazione di questo fenomeno non immediatamente intuitivo si ha non appena si tenga conto dell'esistenza di erosione monetaria sul debito, e del fatto che i pagamenti di interessi nominali incorporano una componente esclusivamente dovuta al reintegro del valore reale del debito altrimenti eroso dall'inflazione.

Si parta dalla definizione di vincolo di bilancio del settore pubblico a prezzi correnti:

$$(6) G - T + iD = dD$$

dove G = spese per beni e servizi in termini nominali

T = imposte al netto dei trasferimenti, esclusi i pagamenti di interessi sul debito, in termini nominali

dD = variazione del debito nominale

Deflazionando la (6) rispetto ai prezzi si ha il vincolo a prezzi costanti

$$(7) g - t + iD/P = dd + \pi D/P$$

dove g = spese per beni e servizi in termini reali

t = imposte nette in termini reali

dd = variazione del debito reale

Tenendo conto della (3) possiamo riscrivere la (7) come segue:

$$(7)' \quad g - t + (r + \pi) d - \pi d = dd$$

Introducendo nuovamente l'ipotesi (4) e la (5), che diventa ora $G_d = r$, abbiamo

$$(7)'' \quad g - t - rd + \frac{\partial}{\partial \pi} [(r + \pi)d] + \frac{\partial}{\partial \pi} [-\pi d] = 0$$

E' evidente dalla (7)'' che al variare dell'inflazione il vincolo di bilancio deve continuare a essere rispettato; ciò avviene proprio in quanto, ad esempio, a fronte di un aumento del tasso di inflazione che fa aumentare gli oneri di interessi reali, $\frac{\partial}{\partial \pi} [(r + \pi)d] = d$, corrisponde una variazione negativa del valore reale del debito, $\frac{\partial}{\partial \pi} [-\pi d] = -d$, di carattere compensativo. Viceversa, se i prezzi decelerano, l'onere reale per interessi si contrae, risultando inferiore al tasso di interesse reale, in corrispondenza della flessione dell'erosione monetaria.

TAVOLE E GRAFICI

ENTRATE DEL SETTORE PUBBLICO

(in rapporto al P.I.L.)

| | 1960 | 1970 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <u>ENTRATE CORRENTI</u> | 31,1 | 32,1 | 38,2 | 39,9 | 42,6 | 45,5 | 45,4 |
| di cui: imposte dirette | (5,5) | (5,6) | (11,2) | (12,8) | (14,2) | (15,5) | (15,3) |
| imposte indirette | (12,1) | (11,2) | (10,1) | (9,7) | (10,1) | (11,2) | (11,3) |
| contributi sociali effettivi | (8,3) | (10,7) | (12,9) | (13,1) | (14,1) | (14,5) | (14,4) |
| <u>ENTRATE C/CAPITALE</u> | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| <u>TOTALE GENERALE ENTRATE</u> | 31,4 | 32,4 | 38,4 | 40,1 | 42,8 | 45,7 | 45,6 |

SPESE DEL SETTORE PUBBLICO
(in rapporto al P.I.L.)

| | 1960 | 1970 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 |
|--|---------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| <u>USCITE CORRENTI</u> | | | | | | | |
| Spese di funzionamento di cui: acquisto beni e serv. retribuzioni | 27,7 14,4 (5,1) (9,3) | 31,6 15,2 (4,5) (10,7) | 42,0 17,7 (5,2) (12,5) | 47,0 20,0 (5,7) (14,3) | 50,4 20,4 (6,1) (14,3) | 52,7 21,0 (6,5) (14,5) | 53,1 21,2 (6,6) (14,6) |
| Interessi | 1,6 | 2,0 | 6,4 | 7,3 | 8,6 | 9,2 | 9,9 |
| Trasferimenti di cui: alle famiglie alle imprese a enti internaz. e altri | 11,7 (9,8) (1,1) (0,8) | 14,4 (12,4) (1,2) (0,8) | 17,9 (15,8) (1,4) (0,7) | 19,7 (17,7) (1,3) (0,7) | 21,4 (18,7) (1,7) (1,0) | 22,5 (20,0) (1,8) (0,7) | 22,0 (19,5) (1,7) (0,8) |
| <u>USCITE C/CAPITALE</u> | | | | | | | |
| Investimenti lordi | 4,1 | 3,5 | 3,9 | 4,3 | 4,6 | 4,8 | 4,8 |
| Trasferimenti di cui: contr. agli investimenti altri | 0,6 (0,5) (0,1) | 1,3 (1,3) (-) | 1,3 (0,9) (0,4) | 1,4 (1,2) (0,2) | 1,5 (1,4) (0,1) | 1,9 (1,7) (0,2) | 2,4 (1,9) (0,5) |
| <u>TOTALE USCITE</u> | 32,4 | 36,4 | 47,2 | 52,7 | 56,5 | 59,4 | 60,3 |
| <u>Partite finanziarie (1)</u> di cui: crediti netti e partecipaz. variazione depositi bancari | 0,7 (0,7) (-) | 0,6 (0,6) (-) | 2,4 (2,1) (0,3) | 3,5 (2,1) (1,4) | 2,4 (2,1) (0,3) | 3,2 (2,4) (0,8) | 1,7 (1,7) (0,0) |
| <u>TOTALE GENERALE</u> | 33,1 | 37,0 | 49,6 | 56,2 | 58,9 | 62,6 | 62,0 |
| SPESA SANITARIA (2) (4) | 3,1 | 4,7 | 6,0 | 5,8 | 6,1 | 6,2 | 6,1 |
| SPESA PER PENSIONI (3) (4) | 5,3 | 7,9 | 11,5 | 12,8 | 13,3 | 14,6 | 14,4 |

(1) Fonte: G. Morcaldo e P. Zanchi Un modello di previsione del bilancio pubblico per il breve-medio termine, Atti del Convegno di Perugia, febbraio 1984. Per il 1984 i dati sono parzialmente stimati.

(2) Totale della spesa, in conto corrente e capitale, incluso il costo dei servizi amministrativi.

(3) Sono incluse le pensioni sociali, di guerra nonché quelle erogate ai ciechi, sordomuti e invalidi civili.

(4) Fonte: Istat, I Conti della protezione sociale, Suppl. al Boll. Mens. di Stat. n.28 del 1983 e Relazione Generale sulla situazione economica del Paese.

SALDI DI BILANCIO DEL SETTORE PUBBLICO
(in rapporto al PIL)

| | 1960-69 | 1970-79 | 1980-84 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| - Disavanzo corrente | - 1,71 | 4,18 | 6,41 | 3,90 | 7,13 | 7,81 | 7,33 | 7,57 |
| - Indebitamento netto | 2,68 | 8,64 | 12,20 | 8,95 | 12,63 | 13,74 | 13,88 | 14,73 |
| - Fabbisogno complessivo | 3,56 | 10,98 | 14,58 | 11,07 | 13,35 | 16,27 | 16,98 | 16,74 |
| - Pagamenti di interessi | 1,60 | 3,90 | 8,30 | 6,40 | 7,30 | 8,60 | 9,20 | 9,90 |
| - Fabbisogno al netto degli interessi | 1,96 | 7,08 | 6,28 | 4,67 | 6,05 | 7,67 | 7,78 | 6,84 |

**SPESA PER INTERESSI DEL SETTORE PUBBLICO
E RAPPORTI SULLA CONSISTENZA MEDIA DEL DEBITO**

| ANNI | Spesa per interessi (1) | % PIL | Debito medio (2) | (3) = (1)/(2) | Tasso BOT a 6 mesi (4) | Tasso di inflazione (5) | Tassi di interesse reali (6) = (3) - (5) | Tassi di interesse (7) = (4) - (5) | Tasso di variazione PIL reale (8) | (9) = (6) - (8) | (10) = (7) - (8) |
|------|-------------------------|-------|------------------|---------------|------------------------|-------------------------|--|------------------------------------|-----------------------------------|-----------------|------------------|
| 1980 | 21.525 | 6,4 | 208.993 | 10,3 | 16,0 | 21,2 | -10,9 | -5,2 | 3,9 | -14,8 | -9,1 |
| 1981 | 29.465 | 7,3 | 254.935 | 11,6 | 19,8 | 17,8 | -6,2 | 2,0 | 0,1 | -6,3 | 1,9 |
| 1982 | 40.592 | 8,6 | 321.304 | 12,7 | 19,4 | 16,5 | -3,8 | 2,9 | -0,5 | -3,3 | 3,4 |
| 1983 | 49.845 | 9,2 | 407.695 | 12,2 | 17,8 | 14,7 | -2,5 | 3,1 | -0,4 | -2,1 | 3,5 |
| 1984 | 60.335 | 9,9 | 507.726 | 11,9 | 15,3 | 10,8 | 1,1 | 4,5 | 2,6 | -1,5 | 1,9 |
| 1985 | 67.500 | 9,9 | 620.478 | 10,9 | 13,8 | 9,3 | 1,6 | 4,5 | 2,5 | -0,9 | 2,0 |

NOTA: La spesa per interessi è al netto delle retrocessioni da parte della Banca d'Italia. Il tasso dei BOT a 6 mesi è calcolato come media ponderata dei rendimenti (si considera l'anno civile) delle aste quindicinali. Il tasso di inflazione è una media annuale (si è usato l'indice dei prezzi al consumo).

Come è indicato nel testo, il calcolo della differenza tra tasso d'interesse e tasso di sviluppo ai fini dell'analisi delle condizioni di stabilità andrebbe svolto utilizzando il rendimento al netto dell'imposizione fiscale.

PERDITA DI POTERE D'ACQUISTO E IMPOSTA DA INFLAZIONE SULLE PASSIVITA' FINANZIARIE NETTE DEL SETTORE PUBBLICO: 1961-1984

| Anni | Erosione moneta su passività nette totali settore pubblico | Interessi pagati dal settore pubblico | Imposta da inflazione (segno meno) | Erosione moneta su passività nette totali settore pubblico | Interessi pagati dal settore pubblico | Imposta da inflazione (segno meno) | Erosione moneta su passività nette totali settore pubblico | Interessi pagati dal settore pubblico | Imposta da inflazione (segno meno) | Erosione moneta su passività nette totali settore pubblico | Interessi pagati dal settore pubblico | Imposta da inflazione (segno meno) |
|------|--|---------------------------------------|------------------------------------|--|---------------------------------------|------------------------------------|--|---------------------------------------|------------------------------------|--|---------------------------------------|------------------------------------|
| | (miliardi di lire correnti) | | | (miliardi di lire 1970) | | | in percentuale del PIL | | | | | |
| 1961 | 264 | 395 | 131 | 1.389 | 2.078 | 689 | 1,02 | 1,53 | 0,51 | 1,02 | 1,53 | 0,51 |
| 1962 | 620 | 427 | -193 | 3.116 | 2.146 | -970 | 2,14 | 1,47 | -0,66 | 2,14 | 1,47 | -0,66 |
| 1963 | 694 | 452 | -242 | 3.245 | 2.113 | -1.131 | 2,09 | 1,36 | -0,73 | 2,09 | 1,36 | -0,73 |
| 1964 | 619 | 467 | -152 | 2.733 | 2.062 | -671 | 1,70 | 1,28 | -0,42 | 1,70 | 1,28 | -0,42 |
| 1965 | 390 | 543 | 153 | 1.647 | 2.293 | 646 | 1,00 | 1,39 | 0,39 | 1,00 | 1,39 | 0,39 |
| 1966 | 322 | 692 | 370 | 1.330 | 2.857 | 1.528 | 0,76 | 1,63 | 0,87 | 0,76 | 1,63 | 0,87 |
| 1967 | 379 | 875 | 496 | 1.509 | 3.483 | 1.975 | 0,81 | 1,87 | 1,06 | 0,81 | 1,87 | 1,06 |
| 1968 | 161 | 957 | 796 | 632 | 3.759 | 3.127 | 0,32 | 1,89 | 1,57 | 0,32 | 1,89 | 1,57 |
| 1969 | 762 | 1.088 | 326 | 2.915 | 4.162 | 1.247 | 1,36 | 1,95 | 0,58 | 1,36 | 1,95 | 0,58 |
| 1970 | 1.108 | 1.268 | 160 | 4.041 | 4.624 | 584 | 1,76 | 2,02 | 0,26 | 1,76 | 2,02 | 0,26 |
| 1971 | 1.152 | 1.589 | 437 | 4.008 | 5.529 | 1.521 | 1,68 | 2,32 | 0,64 | 1,68 | 2,32 | 0,64 |
| 1972 | 2.185 | 1.943 | -242 | 7.190 | 6.394 | -796 | 2,90 | 2,59 | -0,32 | 2,90 | 2,59 | -0,32 |
| 1973 | 4.421 | 2.532 | -1.889 | 13.126 | 7.518 | -5.609 | 4,93 | 2,82 | -2,10 | 4,93 | 2,82 | -2,10 |
| 1974 | 10.169 | 3.691 | -6.478 | 25.346 | 9.120 | -16.147 | 9,18 | 3,33 | -5,85 | 9,18 | 3,33 | -5,85 |
| 1975 | 6.276 | 5.285 | -991 | 13.373 | 11.261 | -2.112 | 5,01 | 4,22 | -0,79 | 5,01 | 4,22 | -0,79 |
| 1976 | 17.731 | 7.439 | -10.292 | 32.362 | 13.577 | -18.784 | 11,32 | 4,75 | -6,57 | 11,32 | 4,75 | -6,57 |
| 1977 | 13.690 | 9.664 | -4.026 | 21.354 | 15.074 | -6.280 | 7,20 | 5,08 | -2,12 | 7,20 | 5,08 | -2,12 |
| 1978 | 14.099 | 13.360 | -739 | 19.612 | 18.584 | -1.028 | 6,34 | 6,01 | -0,33 | 6,34 | 6,01 | -0,33 |
| 1979 | 28.430 | 16.046 | -12.384 | 34.452 | 19.445 | -15.007 | 10,52 | 5,94 | -4,58 | 10,52 | 5,94 | -4,58 |
| 1980 | 38.705 | 21.525 | -17.180 | 38.705 | 21.525 | -17.180 | 11,43 | 6,35 | -5,08 | 11,43 | 6,35 | -5,08 |
| 1981 | 40.394 | 29.465 | -10.929 | 34.290 | 25.013 | -9.278 | 10,06 | 7,34 | -2,72 | 10,06 | 7,34 | -2,72 |
| 1982 | 47.346 | 40.592 | -6.754 | 34.509 | 29.586 | -4.923 | 10,06 | 8,63 | -1,43 | 10,06 | 8,63 | -1,43 |
| 1983 | 46.336 | 49.845 | 3.509 | 29.457 | 31.688 | 2.231 | 8,60 | 9,25 | 0,65 | 8,60 | 9,25 | 0,65 |
| 1984 | 42.767 | 60.335 | 17.568 | 24.536 | 34.616 | 10.079 | 6,99 | 9,86 | 2,87 | 6,99 | 9,86 | 2,87 |

SALDI DI BILANCIO, AGGIUSTATI PER IL CICLO E L'INFLAZIONE

| | 1971-1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 |
|-----|-----------|-------|------|------|------|
| B | -3.6 | -8.4 | -5.4 | -5.5 | -4.1 |
| DK | 1.3 | -4.2 | -7.3 | -5.0 | -2.5 |
| D | -1.6 | -3.7 | -1.4 | 0.0 | 0.4 |
| GR | - | -10.5 | -8.2 | -6.2 | -6.2 |
| F | -0.4 | -1.3 | -1.9 | -1.4 | -0.3 |
| IRL | - | -11.1 | -9.6 | -6.1 | -4.5 |
| I | -6.3 | -9.0 | -7.7 | -4.6 | -6.2 |
| L | -0.7 | -6.8 | -4.9 | -2.0 | -1.4 |
| NL | -2.3 | -5.7 | -5.1 | -3.5 | -3.4 |
| UK | -2.3 | 0.3 | 0.5 | -1.7 | -1.9 |
| CE | -2.4 | -3.8 | -3.0 | -2.3 | -2.0 |

Fonte: Commissione CEE, Economia Europea, Novembre 1984.

ATTIVITA' FINANZIARIE SULL'INTERNO: TASSI DI CRESCITA E QUOTA "SPIEGATA" DAL DEBITO STATALE

| | 1960-69 | 1970-79 | 1980-84 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 |
|------------------------------------|--|---------|---------|------|------|------|------|------|
| | tasso di crescita medio durante il periodo | | | | | | | |
| Attività finanziarie sull' interno | 13,4 | 18,9 | 18,4 | 15,8 | 17,8 | 19,0 | 20,5 | 19,1 |
| Debito statale | 8,6 | 23,6 | 24,4 | 20,9 | 22,9 | 28,0 | 27,1 | 22,8 |
| Quota (*) dovuta al debito statale | 20,8 | 47,7 | 71,4 | 64,2 | 65,2 | 79,2 | 76,0 | 72,4 |
| <u>Per memoria</u> | | | | | | | | |
| PIL reale | 5,8 | 3,3 | 1,1 | 3,9 | 0,1 | -0,5 | -0,4 | 2,6 |
| PIL nominale | 10,9 | 17,2 | 17,4 | 25,4 | 18,5 | 17,2 | 14,6 | 11,5 |
| Prezzi al consumo | 4,0 | 13,5 | 16,2 | 21,2 | 17,8 | 16,5 | 14,7 | 10,8 |

(*) Incidenza relativa sulle variazioni delle attività finanziarie sull' interno della contropartita rappresentata dal debito statale.

CREDITO TOTALE INTERNO: TASSI DI CRESCITA E QUOTA "SPIEGATA" DAL DEBITO STATALE

| | 1960-69 | 1970-79 | 1980-84 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 |
|------------------------------------|--|---------|---------|------|------|------|------|------|
| | tasso di crescita medio durante il periodo | | | | | | | |
| Credito totale interno | 13,6 | 18,9 | 19,7 | 18,6 | 18,1 | 20,9 | 20,7 | 20,2 |
| Debito statale | 8,6 | 23,6 | 24,4 | 20,9 | 22,9 | 28,0 | 27,1 | 22,8 |
| Quota (*) dovuta al debito statale | 21,1 | 44,3 | 63,9 | 53,8 | 61,7 | 68,7 | 71,0 | 64,1 |

(*) Incidenza relativa sulle variazioni del credito totale interno della contropartita rappresentata dal debito statale.

**Risparmio lordo delle famiglie, risparmio finanziario
netto e aggiustamento per l'inflazione**

(in percentuale del reddito lordo disponibile delle famiglie
non depurato per la perdita da inflazione sulle attività finanziarie)

| A n n i | Risparmio lordo (A) | Risparmio Finanziario netto (B) | Aggiustamento per l'inflazione (C) | (A) - (C) | (B) - (C) |
|---------|---------------------------|--|---|-----------|-----------|
| 1970 | 22.4 | 12.4 | 4.5 | 17.9 | 7.9 |
| 1971 | 23.8 | 15.6 | 4.1 | 19.7 | 11.5 |
| 1972 | 24.8 | 19.7 | 7.0 | 17.8 | 12.7 |
| 1973 | 24.7 | 14.7 | 11.3 | 13.4 | 3.4 |
| 1974 | 24.0 | 13.0 | 20.5 | 3.4 | - 7.6 |
| 1975 | 26.4 | 17.8 | 9.0 | 17.4 | 8.8 |
| 1976 | 26.1 | 16.3 | 18.7 | 7.4 | - 2.4 |
| 1977 | 25.9 | 16.6 | 12.0 | 13.9 | 4.6 |
| 1978 | 27.2 | 18.5 | 10.3 | 16.9 | 8.2 |
| 1979 | 26.4 | 17.2 | 17.4 | 9.0 | - 0.2 |
| 1980 | 24.5 | 14.9 | 19.0 | 5.5 | - 4.1 |
| 1981 | 24.7 | 16.6 | 15.8 | 8.9 | 0.8 |
| 1982 | 24.6 | 17.6 | 14.9 | 9.7 | 2.7 |
| 1983 | 24.1 | 19.8 | 12.3 | 11.8 | 7.5 |
| 1984 | 24.3 | 20.3 | 9.7 | 14.6 | 10.6 |

Fonte: Lecaldano, Marotta, Masera (1985).

PIL, credito totale interno e attività finanziarie del settore privato
(miliardi di lire, tassi di crescita annui; fra parentesi in percentuale del PIL)

| Anni | Prodotto interno lordo | Fabbisogno del settore statale | Finanziamenti al sett. non statale | | Credito totale (A) + (B) | Attività finanziarie del settore privato | 1/ % |
|--------------------|---------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|-------|-----------------------------|---|---------|
| | | | (A) | (B) | | | |
| 1970 | 62883 | 3222 | 3031 | 5237 | 8268 | 6323 | 11,0 |
| 1971 | 68510 | 4823 | 4293 | 7657 | 11950 | 10147 | 15,9 |
| 1972 | 75124 | 5910 | 5644 | 9875 | 15519 | 13543 | 18,2 |
| 1973 | 89746 | 7993 | 7242 | 13784 | 21026 | 20550 | 23,2 |
| 1974 | 110719 | 8960 | 8796 | 12547 | 21343 | 13185 | 12,6 |
| 1975 | 125378 | 13,2 | 14218 | 16814 | 31031 | 25283 | 21,2 |
| 1976 | 156657 | 24,9 | 14867 | 19752 | 33960 | 29637 | 20,5 |
| 1977 | 190083 | 21,3 | 22567 | 17281 | 35254 | 34095 | 19,6 |
| 1978 | 222254 | 16,9 | 31763 | 17495 | 49258 | 48374 | 23,2 |
| 1979 | 270198 | 21,6 | 28531 | 25261 | 53792 | 57939 | 22,5 |
| 1980 | 338743 | 25,4 | 37017 | 29219 | 63234 | 51637 | 16,3 |
| 1981 ^{5/} | 401579 | 18,5 | 45242 | 28098 | 73340 | 70713 | 19,0 |
| 1982 ^{5/} | 470484 | 17,2 | 68987 | 31604 | 100591 | 89242 | 20,3 |
| 1983 | 538998 | 14,6 | 85541 | 35432 | 120973 | 106963 | 20,2 |
| 1984 ^{6/} | 612112 | 13,6 | 91364 | 48256 | 139620 | 129573 | 20,3 |
| 1985 ^{6/} | 680500 | 11,2 | 106747 | 45031 | 151778 | 137631 | 17,9 |

1/ Attività interne escluse azioni, riserve attuariali e titoli atipici.

2/ Finanziato all'interno.

3/ Flusso annuo.

4/ Consistenze di fine periodo.

5/ Finanziamenti al settore non statale e credito totale interno tengono conto dei depositi senza interesse sui pagamenti all'estero.

6/ Preconsuntivo.

Fonte: Banca d' Italia.

BASE MONETARIA: TASSI DI CRESCITA E QUOTA "SPIEGATA" DAL TESORO

| | 1960-69 | 1970-79 | 1980-84 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 |
|----------------------------|--|---------|---------|-------|-------|-------|------|------|
| | tasso di crescita medio durante il periodo | | | | | | | |
| Base monetaria | 9,1 | 17,1 | 14,1 | 13,8 | 13,3 | 14,1 | 15,0 | 14,4 |
| Base monetaria del Tesoro | 8,4 | 21,8 | 17,8 | 23,5 | 27,8 | 19,5 | 5,9 | 12,3 |
| <u>Per memoria:</u> | | | | | | | | |
| Base monetaria aggiustata | 10,2 | 16,2 | 12,6 | 13,0 | 11,7 | 12,7 | 13,3 | 12,5 |
| Quota (*) dovuta al Tesoro | 57,6 | 79,0 | 96,1 | 123,8 | 164,8 | 122,6 | 35,8 | 72,4 |

(*) Incidenza relativa sulla variazione della base monetaria della contropartita rappresentata dalla base monetaria del Tesoro.

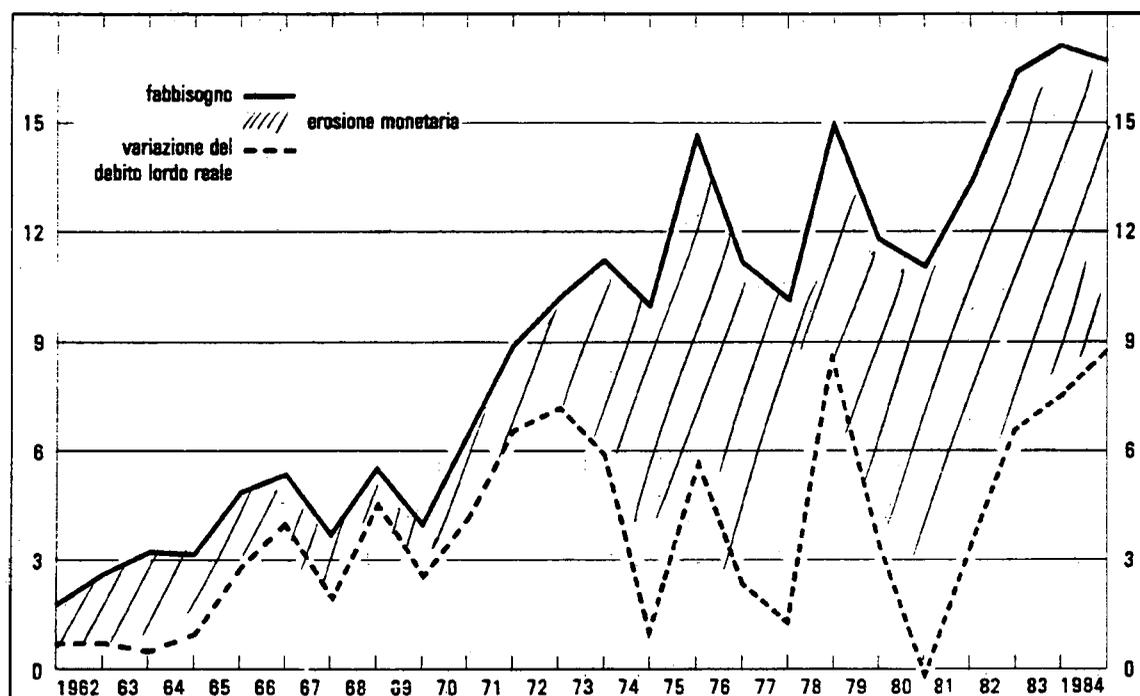
CONSUMI FINALI INTERNI DELLE FAMIGLIE E IMPORTAZIONI DI BENI E SERVIZI
 (variazioni percentuali in ragione annua su dati
 destagionalizzati a prezzi 1970)

| Periodi | Consumi famiglie | Importazioni | Tasso reale atteso sui depositi (perfetta antiveggenza) | Tasso reale atteso sugli impieghi (perfetta antiveggenza) |
|-------------------|------------------|--------------|---|---|
| 1972 IV - 1973 II | 7.0 | 50.9 (*) | - 5.96 | - 11.16 |
| 1975 III - 1976 I | 5.5 | 49.3 | - 5.17 | - 9.38 |
| 1979 II - 1979 IV | 7.0 | 24.9 | - 7.49 | - 5.26 |

(*) Variazione relativa al periodo 1972 II - 1972 IV, cioè anticipata di un semestre.

Fig. 1

FABBISOGNO DEL SETTORE PUBBLICO (P.A. E AZIENDE AUTONOME) E
VARIAZIONI DEL DEBITO LORDO REALE*
(in rapporto al PIL)



Nota della Fig. 1

L'area compresa tra le due linee rappresenta l'erosione monetaria. Il fabbisogno lordo del settore pubblico rispetto al PIL può difatti essere contabilmente scomposto in due componenti: la variazione nel corrispondente debito lordo a prezzi costanti rispetto al PIL reale più l'erosione monetaria sullo stock di debito a prezzi correnti di inizio periodo rispetto al PIL nominale.

$$(1) \quad \frac{FB}{Y} = \frac{1}{y} \Delta d + \frac{1}{Y} D_{-1} \pi$$

dove: $FB = D - D_{-1}$ = fabbisogno lordo nominale

Y = PIL nominale

y = PIL reale

d = debito lordo a prezzi costanti

D = debito lordo a prezzi correnti

$\pi = (P - P_{-1}) / P_{-1}$ = tasso di inflazione

P = deflatore del PIL

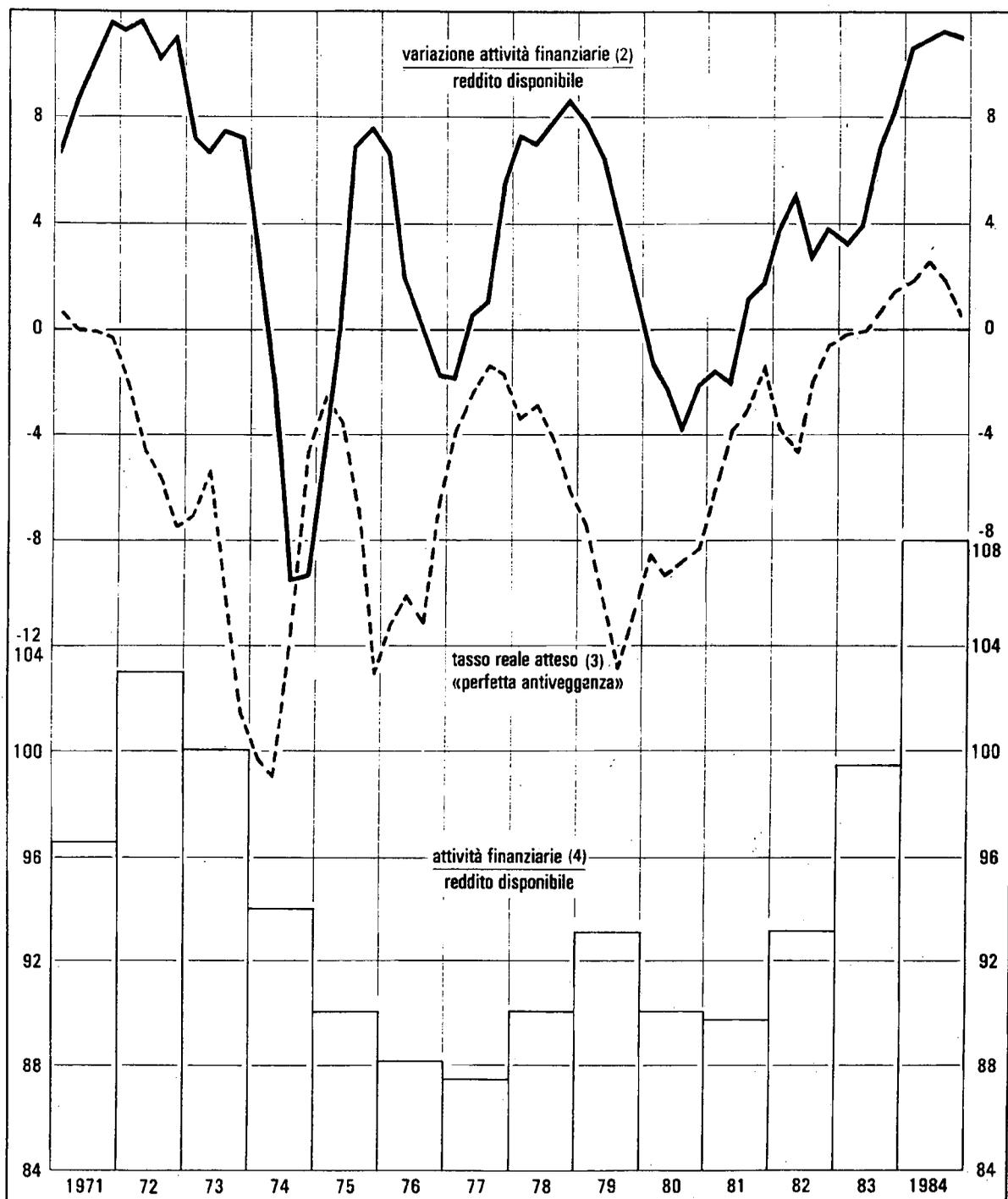
La dimostrazione della (1) può essere fatta come segue:

$$\frac{FB}{Y} = \frac{\Delta D}{Py} = \frac{\Delta(Pd)}{Py} = \frac{\Delta dP + d_{-1} \Delta P}{Py} = \frac{1}{y} \Delta d + \frac{1}{Y} D_{-1} \pi$$

Si osservi che nel caso in cui il tasso di interesse sul debito è eguale al tasso di inflazione (tasso reale eguale a zero) la (1) mostra che la variazione del debito reale rispetto al prodotto reale è eguale al fabbisogno al netto degli interessi sul PIL: gli interessi servono difatti soltanto a ricostruire il valore reale dello stock di debito eroso dall'inflazione.

Fig. 2

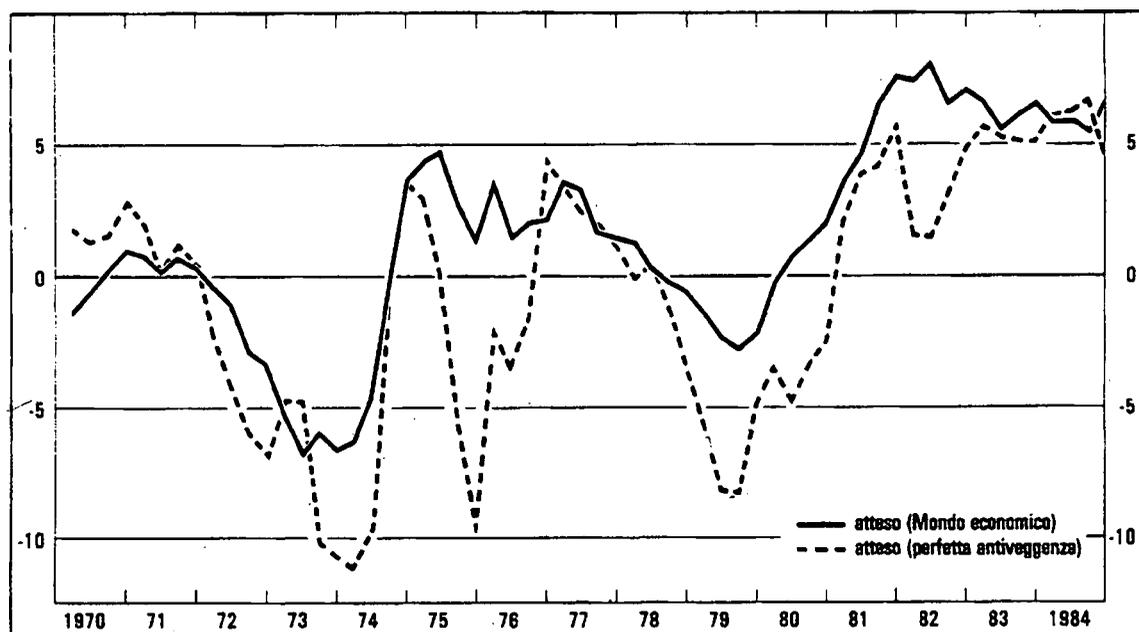
ATTIVITA' FINANZIARIE, REDDITO E TASSI REALI D'INTERESSE (1)



- (1) Al netto di azioni, partecipazioni, riserve matematiche, titoli atipici e attività sull'estero.
- (2) Variazioni cumulate di quattro trimestri al netto della perdita di valore sulla ricchezza finanziaria causata dall'inflazione.
- (3) Media ponderata dei tassi trimestrali medi di rendimento, al netto delle imposte, deflazionata con la variazione registrata dai prezzi al consumo nei due trimestri successivi, riportata in ragione annua.
- (4) Consistenze medie di cinque dati trimestrali.

Fig. 3

TASSO REALE SUI BOT A 6 MESI (1)



(1) Fino al terzo trimestre del 1975, tasso medio su tutti i BOT emessi. Nel caso di "perfetta antiveggenza" (linea tratteggiata) sono state considerate le variazioni percentuali effettive del livello dei prezzi al consumo nei sei mesi di riferimento. Alternativamente (linea continua), sono state considerate interpolazioni lineari trimestrali delle variazioni dei prezzi al consumo attese per i sei mesi di riferimento e con frequenza semestrale dei partecipanti al forum di Mondo Economico (cfr. I. Visco, 1984).

TEMI DI DISCUSSIONE RECENTEMENTE PUBBLICATI (*)

- n. 47 — *Households' saving and the real rate of interest: the Italian experience, 1970-1983*, by E. LECALDANO SASSO LA TERZA - G. MAROTTA - R. S. MASERA (maggio 1985).
- n. 48 — *Wage indexation income and inflation*, di L. GUISO (giugno 1985).
- n. 49 — *La determinazione del tasso di cambio reale dollaro-marco in un modello "eclettico"*, di J. C. MARTINEZ OLIVA - S. REBECCHINI (luglio 1985).
- n. 50 — *Due scritti bio-bibliografici su Piero Sraffa*, di L. PASINETTI (agosto 1985).
- n. 51 — *Ordinamento comunitario, disciplina bancaria e Regioni a statuto speciale*, di F. CAPRIGLIONE (agosto 1985).
- n. 52 — *Nuove forme dell'accumulazione nell'industria italiana*, di F. BARCA - M. MAGNANI (settembre 1985).
- n. 53 — *Dinamica dei tassi di cambio e interventi*, di L. BINI SMAGHI (ottobre 1985).
- n. 54 — *Occupazione e retribuzioni nel settore pubblico*, di P. GIUCCA - G. SALVEMINI (ottobre 1985).
- n. 55 — *Uno schema per la previsione a breve termine della produzione industriale*, di G. BODO - L. F. SIGNORINI (novembre 1985).
- n. 56 — *Two pieces on current policy issues:*
- *Appraising the American fiscal stance*
- *Uncertainties over the economic recovery of the United States*,
by E. S. PHELPS (novembre 1985).
- n. 57 — *Why do we need a Central Bank?*, by C. GOODHART (gennaio 1986).
- n. 58 — *La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e il tasso di cambio del dollaro: recente evoluzione e analisi delle principali implicazioni*, di L. BINI SMAGHI (gennaio 1986).
- n. 59 — *Struttura tributaria e struttura economica: il prelievo sulle imprese*, di A. DI MAJO (febbraio 1986).
- n. 60 — *Struttura e prospettive di sviluppo del sistema italiano dei pagamenti*, di D. QUALEATTI (febbraio 1986).

(*) I «Temi» pubblicati possono essere richiesti alla Biblioteca del Servizio Studi della Banca d'Italia.

