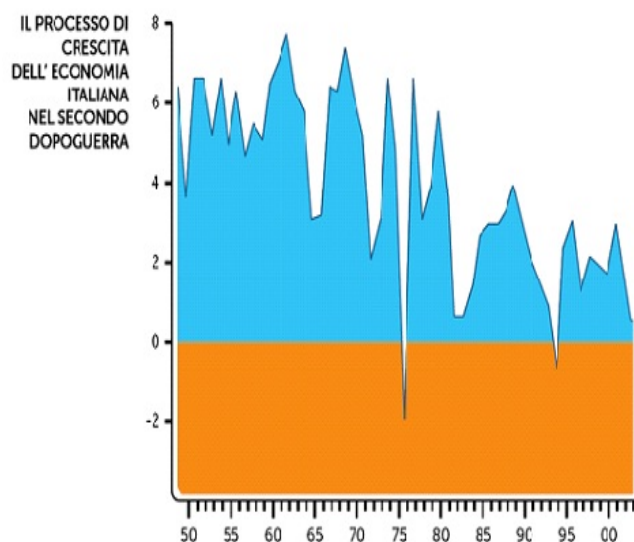


## Un vincolo di interesse

Maurizio Donato - 15/12/2011 [ papers ]

Ab



*Molti economisti concordano sull'affermazione secondo cui le*

*condizioni affinché la dinamica debito pubblico/Pil non diventi esplosiva sono tre: una riguarda i comportamenti del settore pubblico, l'altra dipende dalla crescita, cioè dai comportamenti del settore privato e dalle scelte del settore pubblico, e la terza ha a che fare col tasso di interesse che si paga sui titoli. Nei cinque anni compresi tra il 1987 e il 1992 il debito pubblico italiano è cresciuto di venti punti percentuali. In quegli stessi anni la crescita del Pil è stata in media positiva attorno al livello del 3%, il rapporto tra deficit e Pil non è aumentato, manifestando invece una tendenza a stabilizzarsi se non a diminuire: sono stati i tassi di interesse elevati che, per rispettare il vincolo di bilancio estero, hanno portato il debito pubblico su un sentiero potenzialmente esplosivo. Se la BCE si impegnasse a rivedere il proprio Statuto istituendo una norma per cui il livello massimo dei rendimenti sui titoli del debito pubblico non può eccedere il tasso di crescita dei paesi indebitati, almeno una delle tre condizioni (la principale?) potrebbe essere rispettata.*

Mentre sono molto popolari le analisi del debito pubblico che mettono al centro dell'attenzione il comportamento del settore pubblico, anzi dei "politici" ai quali viene addebitata ogni responsabilità per quello che viene considerato da molti una ipoteca nei confronti delle generazioni successive, minore attenzione viene solitamente dedicata al contesto monetario in cui l'impennata del debito pubblico italiano si è realizzata. Mi riferisco al ruolo delle banche centrali, e in particolare all'ideologia monetarista che presiede ai loro comportamenti da trent'anni a questa parte.

Tra marzo 1974 e ottobre 1979 i tassi di interesse reali in Italia si sono mantenuti negativi, da un minimo di -1,5% (settembre '78) a un massimo di -16,5% (dicembre '74) e la dinamica del debito pubblico, in presenza di tassi di crescita strutturalmente in declino, ma ancora in linea con quelli dei principali *partners* europei, appare sostenibile.

E' nel marzo del 1981 che, per la prima volta, i tassi di interesse reali diventano positivi: appena lo 0,3%, che però dopo un triennio diventa 6,4% per poi raggiungere il 7% nel marzo dell'86, l'8% nel '92 fino a un massimo del 10,2% nella nera estate di quell'anno. Perché? Che cosa accade di particolare nel 1981?

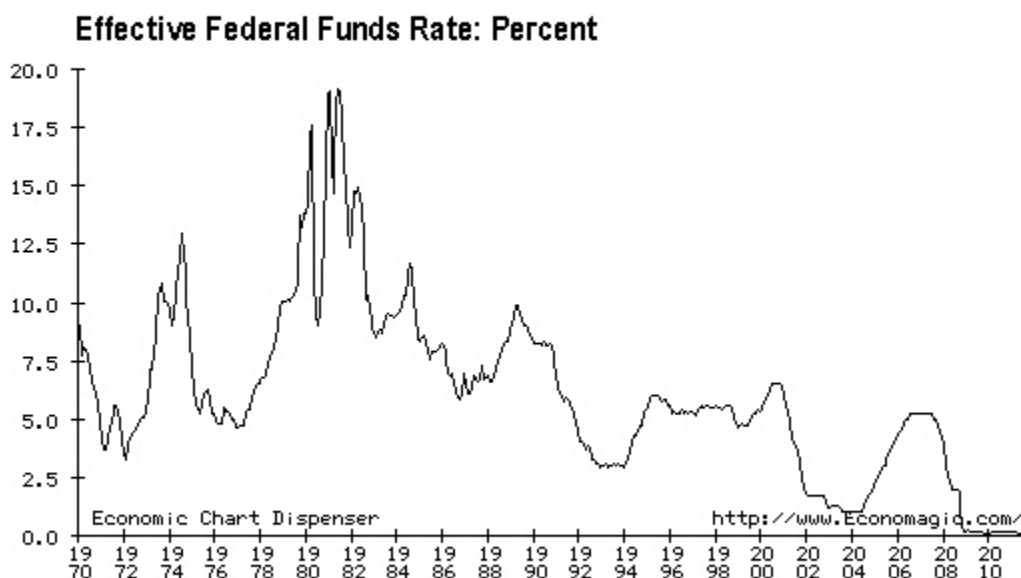
Succede che la Banca d'Italia, d'intesa con il ministro del Tesoro dell'epoca, abbandona ufficialmente la pratica di porsi come acquirente residuale dei titoli del debito pubblico rimasti eventualmente invenduti alle aste: si tratta del cosiddetto "divorzio", evento considerato da molti come il possibile inizio di un percorso virtuoso dei conti pubblici e dell'intera economia italiana, costretta a ciò dall'avvio del processo di unificazione monetaria europea che impone un vincolo di cambio per restare dentro il meccanismo del *sistema monetario europeo*. Da quella decisione, almeno in Italia, la banca centrale accentua la sua caratteristica di istituzione indipendente, dal momento che i governi non potranno più contare sui suoi acquisti di titoli che

saranno sottoposti all'unico giudizio del mercato.

Dal momento che, dopo trent'anni, i governi di alcuni paesi europei sono costretti a ricorrere nuovamente alla Banca centrale, europea stavolta, perché acquisti titoli (ricevendo in cambio un commissariamento in piena regola della sovranità nazionale in materia di politica economica), vale la pena ricordare che il contesto storico in cui si consuma il "divorzio" del 1981 è quello della svolta monetarista della politica monetaria statunitense, e dunque mondiale, che coincide con l'ascesa al vertice della Fed di Paul Volcker (successivamente superconsulente del presidente Obama) il quale guida l'istituzione dall'agosto del 1979 al settembre del 1987 con il preciso obiettivo di combattere l'inflazione, relegando in una posizione subordinata l'altro obiettivo statutario della Banca federale Usa, ossia il sostegno all'occupazione.

A partire dalla riunione dell'*Open Market Committee* del 6 ottobre 1979 i tassi di sconto negli Usa cominciano a crescere, fino a raggiungere livelli stellari nei primi anni '80.

Fig. 2 I tassi effettivi di interesse sui titoli nordamericani



La politica monetaria italiana segue fedelmente il nuovo orientamento dominante e tra l'ottobre del 1979 e il marzo del 1981 l'allora Governatore della Banca d'Italia aumenta il tasso di sconto portandolo dal 10,5 al 19% e lo mantiene a livelli elevatissimi fino alla crisi della lira scoppiata nell'estate - autunno 1992; dal momento che nello stesso periodo il tasso di inflazione crolla dal 16,9% al 4,8%, il risultato è che i tassi di interesse reali diventano positivi.

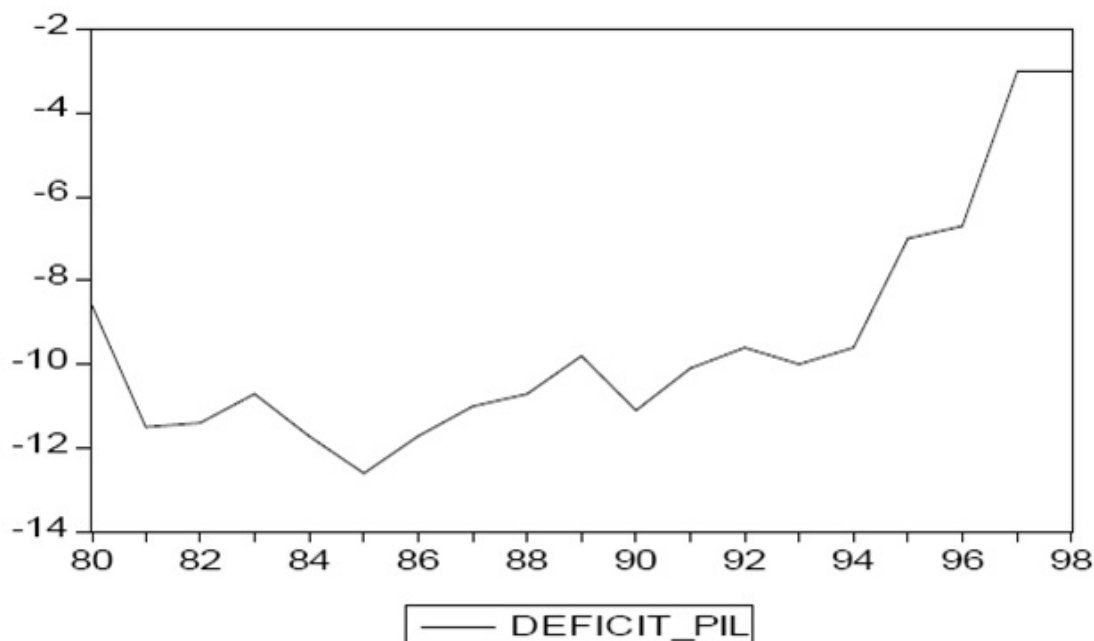
Al centro della preoccupazione delle banche, allora come oggi, resta l'inflazione: i banchieri non sono generalmente entusiasti di vedersi restituire denaro che valga meno di quanto valesse al momento del prestito, ed è quello che succede con l'inflazione, ma non è possibile escludere una relazione positiva tra interesse e inflazione[1]. Nel 1980 il tasso medio di inflazione (riferita ai prezzi al consumo) per i paesi del G7 fu del 12,7%, solo di poco inferiore al 13,8 toccato nel 1974; nel 1983, dopo lo shock delle politiche monetariste, l'inflazione era scesa al 4,7%, ma contemporaneamente, per effetto di una crescita depressa dalle politiche di segno restrittivo, l'economia dei paesi occidentali conobbe (1982) la prima recessione in assoluto del dopoguerra con la diminuzione, seppur lieve, del reddito e della produzione.

Proprio nel 1982 si manifestano i primi contraccolpi del "divorzio" con ripetuti sconfinamenti dal limite legale di utilizzo della linea di credito in conto corrente di cui il Tesoro beneficia presso la Banca centrale. Che cosa successe allora, e che cosa potrebbe succedere ancora? Che proprio poco dopo aver deciso di "legarsi le mani" per quanto riguarda l'emissione di titoli del debito pubblico l'economia occidentale era entrata in recessione e il governo non aveva tutti gli strumenti con cui combattere le conseguenze della fase negativa del ciclo. Il governo dell'epoca investì del problema il Parlamento, che autorizzò con una legge Bankitalia a concedere al Tesoro un'anticipazione straordinaria temporanea.

Ma il vero contraccolpo del "divorzio" sull'economia italiana dei primi anni ottanta fu – come anticipato sopra - il brusco innalzamento dei tassi di interesse reali. Finì di colpo una condizione economica che durava dal 1972; ancora nel 1980, in Italia, il tasso di interesse depurato dall'inflazione osservata ex post (oltre il 20%), era negativo per qualcosa come cinque punti

percentuali; nei tre anni successivi l'interesse divenne positivo per valori compresi tra il 2 e il 3%, fino a superare il 6% nel 1984: in quell'anno la spesa per interessi rappresentava il 12% del Pil italiano. Successivamente, anche se il rapporto tra deficit e Pil cominciava a calare (nel grafico a salire verso lo zero) i tassi di interesse italiani continuavano ad essere più alti che altrove in termini reali, e questo per sostenere la parità del cambio all'interno dello *SME*.

Fig. 3 Il rapporto deficit/Pil in Italia (scala negativa)



La ragione riguarda la competitività: in un contesto in cui l'inflazione domestica è più elevata, il cambio reale si apprezza e i conti con l'estero si deteriorano, e dunque i tassi di interesse elevati servono a finanziare il disavanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti. E' dunque il vincolo estero il problema, non il vincolo di spesa, e la dinamica del debito pubblico italiano della seconda metà degli anni '80 mostra il punto; nonostante comportamenti "virtuosi" (la stabilizzazione o il miglioramento del rapporto deficit/Pil) la componente rappresentata dal tasso di interesse gioca un ruolo fondamentale nel rendere sostenibile o esplosiva la dinamica complessiva del debito, e l'entrata dell'Italia nel sistema monetario europeo prima e nell'eurozona poi, non sembra avere conseguito risultati risolutivi, visti gli esiti attuali.

Durante i "terribili" anni settanta, quelli dei tassi di interesse reale negativi e della politica monetaria accomodante, il tasso di risparmio privato delle famiglie italiane superava il 31% del reddito nazionale (media periodo 1976-79); gli investimenti contavano per il 25% del Pil e la differenza positiva serviva a coprire un disavanzo di bilancio che oscillava annualmente tra il 5 e il 6%. Negli anni ottanta dei tassi di interesse reale positivi la quota di investimenti sul Pil cade dal 25 al 21% per continuare la sua diminuzione (proxy dell'accumulazione) durante gli anni novanta (17,5% nel 1996); nello stesso tempo diminuisce la quota di risparmi privati che perde sei punti in un decennio passando dal 32 al 26% (oggi è all'11%).

La conclusione di questo breve ragionamento è che politiche fiscali recessive che arrivino al punto di scrivere in Costituzione il vincolo al pareggio di bilancio non solo sono controproducenti sul piano della crescita – qualsiasi punto di vista si abbia a riguardo della sua desiderabilità - ma non costituiscono nemmeno un impedimento assoluto alla crescita del debito pubblico perché non tengono conto del ruolo del tasso di interesse. Un sacrificio inutile, in altre parole, se non si mette in discussione il dogma del mercato come istituzione capace di garantire in ogni circostanza il "prezzo giusto" a merci o a obbligazioni finanziarie. Dal momento che in una economia di mercato non c'è alcuna garanzia che il sistema raggiunga spontaneamente la piena occupazione del lavoro non solo nelle fasi cicliche negative, ma in generale in media sul ciclo, la spesa pubblica anche in disavanzo è e resta uno strumento fondamentale per il raggiungimento del pieno impiego ed è quindi insensato e pericoloso legarsi le mani. L'unica disciplina di bilancio che veramente serve a un paese riguarda la qualità e l'equità della politica fiscale, sul versante delle spese come su quello delle entrate; i mitici "mercati" sono in grado di mandare – al più – segnali quantitativi: spendere meno o imporre più tasse, indipendentemente da chi paga e per che cosa si spende.

Rivedere lo statuto della Bce istituendo una norma per cui i rendimenti dei titoli del debito pubblico non possono eccedere un limite massimo che corrisponde al tasso effettivo di crescita dei paesi europei ribalterebbe il piano del discorso spostando sui

banchieri centrali l'onere dell'adeguamento costituzionale.

*\* Università di Teramo*

**[1] Se questa proposizione appare ragionevolmente sostenibile sul piano microeconomico, c'è da aggiungere che – su un livello macro - esiste letteratura (sebbene non ampia) ed evidenza empirica secondo cui l'aumento dei tassi di interesse monetari può generare effetti inflazionistici, a ragione del fatto che - in contesti non concorrenziali - il suo aumento è un aumento delle passività finanziarie, dunque dei costi e dei prezzi.**