

MINISTERO DEL TESORO
DIREZIONE GENERALE DEL DEBITO PUBBLICO

RELAZIONE
DEL DIRETTORE GENERALE
ALLA COMMISSIONE PARLAMENTARE
DI VIGILANZA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA
1861-1987

Volume I

ROMA
ISTITUTO POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO
1988

INDICE

<i>LETTERA AL PRESIDENTE DELLA COMMISSIONE</i>	<i>Pag.</i>	7
------------------------------------------------------	-------------	---

PARTE I

LA STORIA

<i>CAPITOLO 1</i>	- LA FINANZA DI "EMERGENZA" ALL'INIZIO DEL REGNO D'ITALIA. 1861-1872	<i>Pag.</i>	15
<i>CAPITOLO 2</i>	- L'ERA FERROVIARIA: DALL'ABOLIZIONE DEL CORSO FORZOSO ALLA CONVERSIONE DELLA RENDITA. 1873-1914	»	23
<i>CAPITOLO 3</i>	- LA I GUERRA MONDIALE E IL DEBITO PUBBLICO. 1915-1928	»	31
<i>CAPITOLO 4</i>	- DALLA GRANDE CRISI ALLA CADUTA DEL FASCISMO. 1929-1943	»	39
<i>CAPITOLO 5</i>	- IL DOPOGUERRA 1945-1950	»	43
	5.1. - Le dinamiche di fondo	»	43
	5.2. - La politica di bilancio	»	47
	5.3. - Il collocamento del Debito e la politica monetaria	»	49
<i>CAPITOLO 6</i>	- GLI ANNI DELLO SVILUPPO STABILE. 1951-1962	»	53
	6.1. - La politica di bilancio	»	53
	6.2. - Debito e liquidità	»	55
	6.3. - Il ruolo della raccolta postale	»	56
<i>CAPITOLO 7</i>	- DALLA CRISI DI "CONGIUNTURA" FINO ALLA PRIMA CRISI PETROLIFERA 1963-1973	»	59
	7.1. - Caratteri generali	»	59
	7.2. - La fine dell'equilibrio della finanza pubblica	»	61
	7.3. - La nuova distribuzione nel possesso del Debito	»	66
	7.4. - L'abbandono del sostegno al mercato finanziario. Riflessi sul Debito	»	66
	7.5. - I titoli a medio e lungo termine e le obbligazioni per conto del Tesoro	»	68

<i>CAPITOLO 8</i>	- LA SCALATA DEL DEBITO. 1974-1987	»	71
	8.1. - La grande inflazione, la crescita bloccata e la nuova espansio- ne	»	71
	8.2. - La riforma tributaria e l'esplosione della spesa	»	74
	8.3. - Il "sorpasso" del Debito	»	76
	8.4. - Nuovi metodi. Nuovi prodotti	»	76
	8.5. - La nuova struttura del Debito	»	81

PARTE II

I TREND QUANTITATIVI

<i>CAPITOLO 1</i>	- IL DEBITO PUBBLICO IN RAPPORTO AL PIL	Pag.	89
<i>CAPITOLO 2</i>	- I FATTORI DETERMINANTI LA VARIAZIONE DEL RAP- PORTO DEBITO/PIL	»	91
<i>CAPITOLO 3</i>	- I FATTORI DETERMINANTI LA VARIAZIONE DEL RAP- PORTO DEBITO SUL MERCATO/PIL	»	95
<i>CAPITOLO 4</i>	- LA "SOSTENIBILITA" DEL DEBITO PUBBLICO	»	99
	4.1. - Il significato degli indicatori di "sostenibilità"	»	99
	4.2. - I trend dell'accumularsi del Debito	»	99

PARTE III

APPENDICI

APPENDICE I-BREVE SOMMARIO DELLE TEORIE IN MATERIA DI DEBITO PUBBLICO.....	Pag.	111
APPENDICE II -LA TASSAZIONE DEI TITOLI DEL DEBITO PUBBLICO . . .	»	135
APPENDICE III -LA CASSA DEPOSITI E PRESTITI	»	141
APPENDICE IV -IL BANCO DI NAPOLI E IL CREDIOP	»	145
APPENDICE V -I BIGLIETTI DI STATO	»	147

Signor Presidente,

Le invio, secondo quanto richiesto dalle leggi vigenti in materia di Debito Pubblico, la Relazione al Parlamento che la Direzione Generale ha preparato per la Commissione Parlamentare di Vigilanza da Lei presieduta.

I. Il problema del Debito Pubblico in Italia sta diventando sempre più importante e pressante. In questo contesto, mi è sembrato utile predisporre un'analisi degli sviluppi del Debito Pubblico dall'Unità ad oggi. Così facendo, questa Direzione Generale ha cercato di mettere a disposizione del Parlamento una visione, la più completa ed ampia possibile, del Debito, problema che vincolerà, per le dimensioni già acquisite e che continueranno ad aumentare, l'economia del nostro Paese per molti anni a venire.

La relazione è strutturata in due parti. Nella prima parte viene tracciata la storia del Debito Pubblico in Italia dall'Unità alla fine dell'anno appena trascorso. L'analisi mostra tre periodi distinti. Il periodo precedente la Prima Guerra Mondiale sottolinea il grande impegno con cui venivano affrontate le decisioni di indebitamento, come emerge dall'importanza che nei dibattiti parlamentari veniva data alle discussioni relative alla conduzione della politica del Debito Pubblico. Sia i ministri che i parlamentari di quel tempo, come risulta anche dagli ampi brani riportati, discutevano in maniera approfondita tutte le proposte di prestito: ogni volta che si ricorreva al mercato era necessaria una nuova legge. Le argomentazioni di allora appaiono ancora molto attuali e possono fornirci insegnamenti e prospettive interessanti. Nel periodo fra le due Guerre, invece, il problema dominante è stato quello del consolidamento del Debito, mentre, dopo la Seconda Guerra Mondiale e sopra tutto a partire dagli anni '70, il problema fondamentale è stato quello di una gestione più attiva.

La seconda parte della relazione è dedicata all'analisi delle tendenze quantitative e mostra lo sviluppo del rapporto Debito/PIL su un arco di più di 130 anni, i fattori che ne hanno determinato la crescita, e alcuni calcoli sul problema della sostenibilità del Debito nel lungo periodo. Emerge da questa analisi l'esistenza di un grande problema per l'economia italiana creato dal continuo aumento del Debito Pubblico. Il rapporto è, infine, completato da una appendice che richiama le principali teorie in materia di Debito Pubblico.

2. In questa relazione vengono trattati tre problemi fondamentali:

il primo riguarda le politiche di allungamento del Debito ed il problema del suo consolidamento;

il secondo si riferisce alla questione della sostenibilità del Debito nel medio-lungo periodo;

il terzo è relativo a una gestione efficiente e al contesto organizzativo necessario per realizzarla.

2.1 Il problema dell'allungamento della vita del Debito e di un suo consolidamento è un tema ricorrente che continua ad essere di grande attualità.

L'analisi storica, qui presentata, mostra chiaramente che i tentativi fatti durante la vita ormai ultracentenaria del Debito Pubblico italiano per cercare di consolidare, in modo aperto o surrettiziamente forzoso, i titoli a breve non ha mai prodotto i risultati sperati: come nel secolo scorso, quando per esempio nel 1895 si è cercato di trasformare i titoli redimibili in consolidato. Lo stesso risultato insoddisfacente si ottenne nel periodo fra le due Guerre Mondiali, in una situazione molto diversa quando con un governo autoritario, in teoria, sarebbe dovuto essere più facile: la mancanza di fiducia produsse anche allora risultati nefasti. Generalmente tutte le operazioni tentate "dall'alto" per allungare la vita del Debito hanno dato come risultato un maggior costo per il Tesoro ed il crollo del mercato dei titoli pubblici. La storia sembra suggerire che è controproducente intervenire per allungare la vita del Debito, sia per l'emittente sia per gli investitori, se il mercato non è confortato dalle aspettative necessarie per fargli accettare questa manovra. Una condizione necessaria appare essere quella di una credibile politica di bilancio tale da creare aspettative favorevoli nei mercati, come è stato nel 1906 quando, presentando il bilancio dello Stato non un deficit ma un surplus, si è potuto attuare una conversione del Debito non dettato dall'alto ma tramite il mercato che si mostrò pronto in quanto motivato dalla fiducia necessaria.

Nonostante i profondi cambiamenti intercorsi da allora è questo un "insegnamento" che conferma l'importanza di un programma di azzeramento del disavanzo primario, come previsto dai piani di rientro presentati dal Ministro del Tesoro, nella politica di riequilibrio della finanza pubblica.

2.2 Legato al problema del consolidamento dei titoli a breve c'è quello della sostenibilità di un così elevato Debito nel lungo periodo; infatti esiste senz'altro una relazione fra la sostenibilità e la vita media del Debito. E' facile vedere che negli ultimi 15 anni il rapporto Debito/PIL è aumentato inesorabilmente. Tale rapida progressione non è nuova per il Debito Pubblico del nostro Paese. Infatti, nei primi quaranta anni della vita dello Stato italiano il trend di sviluppo del Debito fu molto simile a quello di oggi. Non sembra quindi si possano facilmente accettare tesi catastrofiche, tanto più che il più alto grado di finanziarizzazione della ricchezza di oggi contribuisce certamente a far alzare il limite di sopportabilità del Debito.

Dall'analisi quantitativa presentata risulta, però, evidente che nel periodo più recente le condizioni di stabilità non vengono più rispettate e che il trend punta decisamente verso una crescita di tipo esplosivo del rapporto Debito/PIL. Esiste, dunque, la possibilità che il Debito, nel lungo periodo, non possa essere più finanziato sul mercato, perché non si troveranno più investitori pronti ad acquistare altri

titoli di Debito Pubblico. La condizione di stabilità non è stata sovente rispettata anche nel passato, ma le condizioni di instabilità di allora si sono verificate in situazioni diverse da quelle di oggi: l'instabilità potenziale di quel tempo non si è mai mantenuta così pervicace nel susseguirsi degli anni, oppure si è alternata con politiche che hanno prodotto poi larghi surplus di bilancio.

Un altro elemento importante è che un Debito Pubblico così imponente, come quello attuale, limita fortemente la politica monetaria e può divenire esso stesso la causa degli alti tassi di interesse reali: la conseguenza è un circolo vizioso che richiede decisioni difficili, ma pronte, per trovare in tempo una via d'uscita.

2.3. Infine, a proposito del problema di una efficiente gestione del Debito risulta, dall'analisi storico-economica, che nel periodo che va dall'Unità d'Italia alla prima Guerra Mondiale (1860-1915), il Parlamento Italiano ha dibattuto e deciso la politica del Debito Pubblico nei dettagli, dedicandole, come si vede leggendo gli Atti Parlamentari, tempo, energie e grande impegno politico. Nel periodo fra le due guerre, invece, è stato il Governo a dirigere direttamente, tramite il Ministro del Tesoro, la politica del Debito Pubblico. Dopo la seconda Guerra Mondiale, è stata la Banca d'Italia, in pratica, a gestire l'indebitamento.

Come emerge anche dal sommario in appendice sulle teorie del Debito Pubblico, la politica di gestione del Debito richiede una conduzione unica. Oggi, nel contesto istituzionale italiano, invece, si ritrova una molteplicità di "iniziative" divise tra Tesoro e Banca d'Italia e, all'interno del primo, tra Direzione Generale del Tesoro e Direzione Generale del Debito Pubblico. Tutte queste istituzioni, in modo autonomo, inviano proposte al Ministro, cui spettano le decisioni in questa materia.

2.3. 1. Il decreto che definisce le competenze all'interno del Ministero del Tesoro così suddivide le responsabilità in materia di Debito Pubblico:

- a) Direzione Generale del Tesoro:
 - emissione e gestione dei BOT;
 - emissione ma non gestione dei CCT;
 - gestione ma non emissione dei prestiti esteri del Tesoro.

- b) Direzione Generale dei Debito Pubblico:
 - emissione di prestiti e gestione dei titoli dello Stato;
 - gestione ma non emissione dei CCT;
 - analisi del mercato finanziario interno ed estero.

La distribuzione delle competenze rimane riferita alla concezione originaria che considerava i BOT uno strumento per far fronte alle eventuali sfasature di tesoreria, ed i CCT come emissioni ad hoc per la copertura di operazione di indebitamento a scopi ben precisi. Oggi entrambi questi tipi di titoli dello Stato hanno perso la loro funzione originaria: nell'attuale contesto di emissioni ripetute più volte al mese, i BOT, come gli altri titoli a più lungo termine, servono per le consuete necessità di copertura del fabbisogno, ed i CCT sono impiegati normalmente e hanno avuto la parte maggiore nella copertura del fabbisogno corrente.

In questo processo, la Banca d'Italia partecipa autonomamente, inviando formalmente al Ministro, prima di ogni emissione, una proposta nella quale sono delineate le condizioni del prestito.

2.3.2. La frammentazione delle responsabilità è evidente. E' evidente, altresì, la mancanza di un luogo di coordinamento. Questa situazione deriva non da esigenze funzionali, ma da ragioni e prassi storiche, e non risponde ai compiti e alle diverse esigenze di gestione che una massa grande di Debito Pubblico, quale l'attuale, comporta.

Per ovviare a questi inconvenienti appare auspicabile migliorare la "capacità gestionale", e operare in maniera più coordinata agendo in particolare a due livelli:

- uno *tecnico* per le analisi, i confronti con gli operatori e lo studio degli strumenti;
- uno *propositivo* per la definizione delle scelte da sottoporre al vaglio politico dove, oltre ai responsabili istituzionali - i direttori della Direzione Generale del Tesoro, della Direzione Generale del Debito Pubblico e della Banca d'Italia - si potrebbe prevedere anche la partecipazione di esperti esterni all'Amministrazione.

2.3.3. La Direzione Generale dei Debito Pubblico ha cercato, negli ultimi quattro anni, di rispondere a queste esigenze, attrezzandosi meglio sul piano tecnico e dell'analisi, gettando le fondamenta per studiare i mercati interni e internazionali e gli strumenti adatti per una conduzione attiva della politica del Debito pubblico.

Inoltre questa Direzione Generale è stata riorganizzata anche per le pratiche amministrative giornaliere (tramutamento dei titoli, titoli nominativi, verifiche di titoli sospetti di falsità, contabilità, etc.) avendo automatizzato con procedure elettroniche più del cinquanta per cento del lavoro. Questi nuovi metodi, e la semplificazione delle procedure hanno permesso di eliminare il problema cronico delle pratiche arretrate: da tre anni questa Direzione Generale non ha più arretrato. La ricerca di rendere sempre più automatizzati i vari servizi e di semplificare e modernizzare le procedure amministrative continua ad essere al centro delle preoccupazioni della Direzione Generale, così come l'impegno di cercare di eliminare il lavoro ripetitivo e di rendere sempre più preparati i funzionari per l'analisi e lo studio degli strumenti appropriati per un'efficiente gestione del Debito.

Concludendo, c'è un punto sul quale mi appare utile attirare l'attenzione: i benefici che potrebbero derivare da riunioni regolari di informazione e dibattito della Commissione da Lei presieduta, perché venga svolta la funzione di vigilanza sul Debito Pubblico come voluta dalla legge, e il Parlamento possa così essere adeguatamente informato.

IL DIRETTORE GENERALE

Paolo Ranuzzi

Roma, 2 Maggio 1988

DIRETTORI GENERALI DEL DEBITO PUBBLICO

MICHELANGELO TROGLIA	1861-1862
FRANCESCO MANCARDI	1862-1871
LUIGI NOVELLI	1871-1879
GAETANO DURANDI	1897-1898
VINCENZO MANCIOLI	1898-1907
AUGUSTO MORTARA	1907-1912
GIUSEPPE GARBAZZI	1912-1923
OLINDO D'ARIENZO	1923-1924
NICOLA CIRILLO	1924-1927
ALESSANDRO CERESA	1927-1928
EMIDIO CIARROCCA	1928-1936
CLEMENTE POTENZA	1936-1945
UGO CONTI	1945-1947
ALFREDO DE LIQUORO	1947-1953
ALFREDO SALIMEI	1953-1954
ALFREDO DI CRISTINA	1954-1955
CIRIACO SCIPIONE	1955-1960
GIACCHINO GRECO	1960-1965
SALVATORE GAGLIARDO	1965-1967
LUIGI MAZZAGLIA	1967-1972
DOMENICO BRANCATISANO	1972-1973
GASTONE MICONI	1973-1973
FRANCESCO CASALENGO	1973-1975
GIACOMO DI IORIO	1975-1976
SALVATORE BAELI	1976-1978
INNOCENZO ZITELLI	1978-1984
PAOLO RANUZZI	1984

Questa analisi storico-economica del Debito Pubblico italiano è stata effettuata presso la Direzione Generale del Debito Pubblico durante l'anno 1987. L'è stata costruita una banca-dati, sono stati ripresi, uno per uno, gli Atti Parlamentari riguardanti il Debito Pubblico, sono stati raccolti e studiati leggi, decreti, circolari non solo per il Debito Pubblico dello Stato ma anche degli altri debiti del settore statale. Non potendo tutto questo materiale raccolto fare parte di questa relazione, si è deciso di pubblicarlo in volumi separati per renderlo disponibile al più largo pubblico degli studiosi. Un folto numero di funzionari ed impiegati della Direzione Generale è stato coinvolto in prima persona in questa ricerca: dr. E. Aronadio, dr. A. Cardosa, dr. G. Lagona, dr. A. Chiarello, dr. G. Artale, dr.ssa P. De Rose, sig.na G. Cicchetti, sig. M. Petrelli, sig. A. De Luca, dr. B. Miani e il sig. R. Testa. Tengo a ringraziare il sig. C. Mantovani, la sig.ra D. Pellegrini, la sig.ra L. Filippi e la sig.na V. Caldirola per la pazienza e la precisione con cui hanno ripetutamente trascritto a macchina le innumerevoli versioni di questa relazione. Gli altri hanno dovuto sopportare un maggior carico per lasciare agli "addetti ai lavori" il tempo necessario. Il dr. P. Sacco e il dr. R. Bisceglia hanno messo a punto la parte della relazione che tratta dei trend quantitativi. Inoltre, data la difficoltà e l'imponenza del lavoro è stata richiesta la collaborazione dei dr. G. Brignone che ha curato in particolare il sommario delle teorie economiche riportate in appendice,

della prof. V. Negri Zamagni che ha coordinato e diretto la ricerca storica dal 1860 al 1945 e del prof. F. Osculati per il periodo del secondo dopoguerra.

Sono debitore per la collaborazione prestatami, ma rimango il solo responsabile degli errori e delle altre manchevolezze che pur restano.

PARTE PRIMA

LA STORIA

CAPITOLO 1

LA FINANZA DI "EMERGENZA" ALL'INIZIO DEL REGNO D'ITALIA. 1861-1872

Dopo l'istituzione del Gran Libro del Debito Pubblico italiano (1), avvenuta con legge 10 luglio 1861, n. 94, in cui confluirono i debiti degli stati preunitari non è azzardato affermare che si aprì un decennio di fuoco per la finanza pubblica italiana, che dovette ad un tempo far fronte ai costi di svariati eventi militari e alla creazione di una struttura unitaria, adatta alle esigenze di un moderno Stato. Tutto ciò si tradusse in una vertiginosa ascesa del Debito Pubblico che passò nel giro di 10 anni dal 45% al 95% del PIL. Tre furono i motivi che gonfiarono il Debito Pubblico nel primo decennio post-unitario: i deficit strutturali di bilancio, le spese militari straordinarie e l'assunzione dei debiti delle regioni annesse. Il disavanzo di cassa degli anni 1862-68 fu assai rilevante, anche se decrescente (con l'eccezione dell'anno di guerra 1866). Ciò era dovuto ad un trend della spesa lentamente crescente (17% in più tra le due date) a fronte di un livello iniziale delle entrate incredibilmente basso: nel 1862 le entrate coprivano solo il 60% delle spese. La classe dirigente dell'epoca, sia pure in mezzo a molti contrasti testimoniati dalle lunghe ed infuocate discussioni parlamentari, fu in grado di aumentare le imposte e di rinvenire altri cespiti extratributari per rimpinguare le entrate, ma ciò richiese qualche tempo. Nel 1864 fu introdotta l'imposta sui redditi di ricchezza mobile e fu riordinata l'imposta fondiaria; nel 1868 fu istituita la tanto contestata imposta sul macinato e l'imposta sui redditi provenienti dai titoli di Debito Pubblico, mentre nel frattempo un pò tutte le aliquote impositive venivano progressivamente inasprite.

Quanto ai cespiti extra-tributari, si procedette alla vendita di beni demaniali, alla vendita dell'asse ecclesiastico, alla cessione nel 1865 alla Società Alta Italia delle ferrovie possedute dallo Stato e del materiale rotabile (per 188 milioni di lire), alla concessione nel 1869 della Privativa dei Tabacchi ad una Regia cointeressata per 15 anni (contro anticipazione di 180 milioni di lire). In media, nel decennio 1860 le entrate extratributarie ebbero un'incidenza del 16% circa sul totale delle entrate. Fu così, poi, che tra il 1862 e il 1868 le entrate aumentarono del 79%, il che fece scomparire il deficit al netto degli interessi già fin dal 1867. La copertura della spesa per interessi, che era però ormai diventata una cifra assai consistente, richiese ancora alcuni anni. Fu praticamente completata nel 1872.

(1) Il Gran Libro del Debito Pubblico del Regno d'Italia fu creato sul modello di quello dell'ex Regno di Sardegna, istituito il 24 dicembre 1819; a sua volta, per l'istituzione del Gran Libro del Debito Pubblico Sardo era stato preso a modello il Gran Livre de la Dette Publique francese, creato il 24 agosto 1793.

Il fatto è che un po' per le spese militari (2), un pò per l'unanime convinzione che il nuovo stato non dovesse lesinare sulle opere pubbliche (3), non si era mai ritenuto opportuno apportare consistenti tagli alle spese, le quali, al netto degli interessi, restarono su di un trend stazionario, con le inevitabili oscillazioni annuali, ad un livello relativo al PIL piuttosto elevato per l'epoca (4).

Fu quindi inevitabile che il riequilibrio di bilancio provenisse quasi interamente dal lato delle entrate, oltre che dalla cessazione, a partire dal 1871, di spese militari straordinarie.

L'ultimo motivo di aumento del Debito Pubblico, nel decennio considerato ossia l'assunzione dei debiti delle regioni annesse e il pagamento di indennità varie era evidentemente contingente ad eventi irripetibili, ma non per questo meno oneroso. Si trattò dell'assunzione del Debito veneto (1868) e pontificio (1868 e 1871), del pagamento di una indennità di guerra all'Austria (1866) e del riscatto, dalla Società delle ferrovie dell'Austria meridionale, delle linee dell'Alta Italia (1876), per un totale di poco più di 2 miliardi di capitale nominale e circa 80 milioni annui di rendita.

Di fronte a queste imponenti esigenze di reperimento di capitali, la politica del Debito subì notevoli cambiamenti nel corso del decennio. Il primo prestito di 500 milioni netti fu collocato sul mercato dal Ministro delle Finanze Bastogi nel luglio del 1861 a 70,5 lire effettive per 100 lire di capitale nominale, per un totale di 715 milioni di lire circa. Doveva servire per colmare il deficit del 1861 e quello previsto del 1862. Durante il corso del 1862, Sella, subentrato a Bastogi, fece molte proposte di aumento delle entrate, fra cui la vendita dei beni demaniali e dei beni della neo-costituita Cassa ecclesiastica, vendita che venne autorizzata nell'agosto 1862. Il risultato finanziario dei provvedimenti presi fu, a breve termine, così scarso che Minghetti si trovò l'anno successivo a dover ricorrere nuovamente ad un prestito di ben 700 milioni netti, collocati a 71 lire, per un totale nominale (comprese le provvigioni) di poco più di 1 miliardo di lire (5). Oltre a ciò, veniva allargata la

(2) Répaci calcola il costo della guerra contro l'Austria del 1866 pari a lire 468 milioni e il costo della presa di Roma pari a lire 20 milioni circa. Il costo della IP guerra d'indipendenza e degli altri eventi militari connessi era già incluso nel Debito Pubblico sardo all'atto dell'unificazione.

(3) "Vi erano due strade - aveva proclamato il Sella alla Camera il 14 aprile 1865 - da tenere nella formazione del Regno d'Italia Alcuni ed erano i più paurosi.... hanno potuto credere che si dovesse mettere una specie di spignitoio sopra il bisogno prepotente di lavoro, di movimento sorto in tutto il Regno e i dovesse continuare le spese in corrispondenza alle piccole risorse che avevano gli antichi Stati .Noi abbiamo scelto una via diametralmente opposta; noi ci siamo gettati animosamente a soddisfare i bisogni di civiltà, di progresso che trasparivano da tutte le parti della popolazione italiana". Soprattutto l'allargamento della rete ferroviaria nazionale impegnò sostanzialmente la Destra Storica (così come, in seguito, la Sinistra), senza produrre i risultati sperati. J. Tivaroni (1908-10) scrisse, con pessimismo forse eccessivo, che: "Si sprecarono somme ingenti per costruire delle ferrovie, senza che avessero merci e viaggiatori da trasportare; per scavare porti senza navi da ospitare , per creare delle preture senza cause, degli impiegati senza lavoro, delle scuole senza scolari".

(4) L'intera spesa pubblica italiana, centrale e locale, si aggirava tra il 15 e il 16% del PIL nel decennio 1860. In un confronto internazionale, sempre relativo alla spesa pubblica totale, per il 1880, risulta che l'incidenza sul PIL della spesa pubblica italiana era la più elevata fra quelle calcolabili (Francia, Germania, Gran Bretagna, Giappone). Aveva le sue ragioni J. Tivaroni quando scriveva che "nessuno allora credeva che il nuovo Regno fosse tra i più poveri d'Europa, tanto è vero che i confronti fra le nostre spese pubbliche e quelle degli altri Stati venivano istituiti esclusivamente in base al manchevole criterio del numero degli abitanti e non della ricchezza relativa".

(5) Il prestito veniva approvato il 10 marzo 1863, con un grosso intervento del banchiere Rothschild di Parigi per il collocamento sul mercato francese. Esso venne emesso al saggio effettivo di 7,04 lire, cioè a un tasso d'interesse molto elevato per quell'epoca.

circolazione dei Buoni del Tesoro, che passarono tra il 1861 e il 1862 da 38,9 a 227,5 milioni di lire, restando poi sempre su cifre molto elevate. Con il ritorno di Sella l'anno dopo al Ministero delle Finanze, la necessità di colmare i deficit di bilancio non si rivelò purtroppo meno impellente. Fu allora che si iniziò a cercare delle alternative alla pura e semplice emissione di un prestito sul tipo di quelli, già assai onerosi, precedentemente collocati. Sella, infatti, notando la lentezza con cui i beni demaniali potevano essere venduti, ritenne di concludere una convenzione con una neo-constituita Società Anonima per la vendita di beni demaniali (6), in base alla quale tale società anticipava 150 milioni al Governo mediante il collocamento sul mercato di proprie obbligazioni. A fronte di ciò, la Società riceveva obbligazioni dello Stato non negoziabili (7) da rimborsarsi con la somma incassata dalla Società per la effettiva vendita dei beni (o, in mancanza di questa, con un finanziamento ad hoc) (8). La "novità" di Sella venne ampiamente discussa in Parlamento, dove si levarono molte critiche, soprattutto perché i termini della convenzione, per motivi tecnici, non potevano essere in alcun modo modificati per tener conto dei suggerimenti emersi durante le discussioni. Ma, alla fine, la convenzione venne approvata il 20 novembre 1864 ed ebbe, forse, il merito di arrestare temporaneamente la discesa delle quotazioni del Debito Pubblico.

L'anno dopo, il Sella dovette ritornare alla carica. Stavolta non poté evitare di proporre un nuovo prestito per 425 milioni (netti) (9), oltre alla alienazione delle ferrovie per 185 milioni circa. Non vennero risparmiati sarcastici commenti in Parlamento a questa nuova accensione dei debiti. "A me pare - dichiarò l'on. Lazzaro nella seduta del 13 aprile 1865 - che in quattro o cinque anni dacché stiamo qui riuniti, la questione finanziaria non ci abbia presentato null'altroché una serie di illusioni, e per conseguenza una serie di disinganni; e si potrebbe ancora dire che i diversi Ministeri si sono demoliti gli uni e gli altri; i precedenti illudevano sè e il paese; ed i successori demolivano i primi mostrandosi illusi, aspettando gli altri che li demolissero a volta loro dimostrando il disinganno" (10).

"Nell'amministrazione finanziaria, - rilevava l'On. La Porta - che cosa abbiamo noi osservato? Un sistema che si puntella sui prestiti ogni due anni: un prestito al 1861, un prestito al 1863, un prestito al 1865! Due miliardi di lire!" (11). Crispi saggiamente osservava: "Contrarre degli imprestiti per le spese ordinarie è uno di quei fatti anomali di cui a noi sembra dato privilegio. Gli imprestiti si fanno per le

(6) Tale società fu fondata da Domenico Balduino, presidente della Società Generale di Credito Mobiliare che partecipò per il 60% del capitale, mentre le restanti quote erano detenute dal Banco di Sconto (30%) e dalla Società Anonima delle Terre Italiane (10%).

(7) Per un totale di 212 milioni nominali, fruttanti l'interesse semestrale del 2,50%, molte delle quali collocate all'estero.

(8) In effetti, per il lento procedere delle vendite, il Tesoro dovette negli anni successivi versare alla Società parecchi milioni all'anno che vennero recuperati solo in seguito.

Così, al 30 giugno 1900, quando le operazioni di vendita risultavano praticamente concluse, si registrarono 118,3 milioni di lire di entrate da vendite dirette e 239,9 milioni di vendite col concorso della Società, liquidata alla fine del 1883.

(9) Si noti che sia le discussioni in Parlamento che le leggi si riferivano sempre al ricavo netto dei prestiti; la quotazione di mercato della rendita italiana ne determinava, quindi, il capitale nominale. In questo caso, il prezzo di emissione fu di 66 lire.

(10) Atti parlamentari, Discussioni della Camera, Vili leg., sess. 1863-6"5, v. XI, pp.8694 ss.

(11) Ibidem, v. XII, p.960"7. Si noti che il reddito nazionale era di poco più di 8 miliardi di lire.

spese straordinarie, in caso di guerra, per grandi lavori pubblici, per esigenze eccezionali, e che non è possibile soddisfare con mezzi normali; ma quando si tratta di avere, bisogna tenersi a quello che si ha" (12). E il senatore Siotto-Pintor concludeva: " Il malcontento è grave, un senso di malessere si diffonde in tutte le classi della società. Le sorgenti della ricchezza vanno a disseccarsi. Noi facciamo il lavoro di Tantalo o di Penelope. Il signor Rothschild, re del milione, è, finanziariamente parlando, re dell'Italia" (13). Il miglioramento nel bilancio corrente che nel frattempo si era registrato (la copertura delle entrate correnti al netto degli interessi venne infatti raggiunta nel 1865) venne vanificato dagli eventi che occorsero nel 1866. In primo luogo una crisi finanziaria internazionale fece precipitare le quotazioni della rendita italiana all'estero, dalle 66 lire di marzo alle 49 di fine aprile, e fino a punte ancora inferiori. Le banche restringevano il credito; si iniziava la corsa agli sportelli. Fu in questo clima che il Ministro delle Finanze Scialoja fece approvare il 30 aprile un disegno di legge che accordava "al governo la facoltà di provvedere per via di decreti reali, anche con mezzi straordinari, ai bisogni della finanza".

Il 10 maggio successivo fu emanato un decreto che obbligava la Banca Nazionale a dare un mutuo al Tesoro di 250 milioni di lire al tasso di interesse (in seguito da più parti criticato) dell'1,1/2%, proclamando al contempo il "corso forzoso" di tutti i biglietti di banca in circolazione. Questa decisione, presa sotto l'incalzare degli eventi e quindi dettata più dalla necessità che da una libera scelta di politica economica, si rivelò molto più determinante per i destini del Debito Pubblico italiano (e dell'intera economia italiana) di quanto non sembrasse in un primo momento. Se, infatti, prima di tale provvedimento, l'unica alternativa al puro e semplice collocamento di prestiti consolidati (e di Buoni del Tesoro) era stata l'alienazione di patrimoni pubblici, ora si presentava anche percorribile il canale della creazione di moneta che, come vedremo, sarà ampiamente sfruttato. Intanto, però, dobbiamo ricordare che nel giugno 1866 era scoppiata la guerra con l'Austria che fece notevolmente lievitare le spese. Il ministro Scialoja decise dunque di ricorrere ad un prestito redimibile forzoso interamente collocato in Italia. Il prestito venne approvato il 28 luglio 1866 per 350 milioni effettivi e 400 nominali, al 5% di interesse più 1 % di premi a sorte, e riscosse un grande successo, dato il clima di mobilitazione patriottica del paese e l'adesione generale alla guerra contro l'Austria.

L'anno dopo l'attenzione del Parlamento fu polarizzata dalla liquidazione dell'Asse ecclesiastico, una delle questioni più lunghe ed intricate della storia della finanza (e dell'agricoltura) italiana. Per quanto riguarda i suoi effetti sul Debito Pubblico, nel giugno 1866, era stata decretata la conversione dei beni delle corporazioni religiose, ma fu nel 1867 che si discusse come effettuarla. Durante la sua breve permanenza al Ministero delle Finanze, Ferrara concluse una convenzione (sul tipo di quella stipulata da Sella con la Società Anonima per la vendita dei beni demaniali) con il banchiere Erlanger, che avrebbe dovuto versare al Tesoro italiano 600 milioni in quattro anni e avrebbe dovuto provvedere alla liquidazione

(12) *Ibidem*, v. XII, p.9646.

(13) *Atti Parlamentari, Discussioni del Senato*, sess. 1863-65, v. IV, p.3091.

dei beni, versando l'eccedente ad un fondo per il culto. Tale convenzione suscitò la più fiera opposizione parlamentare e fu quindi accantonata. Fu invece approvato il disegno di legge Rattazzi (15 agosto 1867) che prevedeva l'emissione di obbligazioni per 500 milioni nominali in due tranches, la prima a 78 e la seconda a 80 lire, per 395 milioni di ricavo netto, obbligazioni da accettare in pagamento dei beni dell'Asse ecclesiastico acquistati dai privati e quindi da annullare. Ma l'accoglimento presso il pubblico di queste obbligazioni non fu buono, così che i 150 milioni della prima tranche vennero depositati presso la Banca Nazionale a garanzia di un anticipo di 100 milioni concesso al Tesoro nel 1868. Nello stesso anno, si pensò di varare un'altra operazione che sistemasse ad un tempo l'amministrazione poco florida del monopolio dei tabacchi e alcuni buchi di bilancio. Fu Cambray-Digny a concludere, nel 1868, sempre con la Società Generale di Credito Mobiliare, la creazione di una Regia cointeressata dei tabacchi alla quale veniva ceduto per 15 anni l'esercizio del monopolio dei tabacchi, mediante l'assicurazione di un determinato canone annuo all'Erario, oltre l'anticipazione della somma di 180 milioni in oro, da ottenersi con l'emissione di apposite obbligazioni garantite dallo Stato: la proposta di Cambray-Digny sollevò una grossa battaglia parlamentare, ma alla fine venne approvata.

Dopo un anno (il 1869) di relativa calma, nel 1870 Sella, ritornato al Ministero delle Finanze, si ritrovò di nuovo di fronte al problema del ripianamento dei deficit residui, comunque assai meno preoccupanti di quelli dei suoi primi ministeri. La posizione che assunse denota sia la sua propensione ad esperire vie "nuove", come già per la convenzione con la Società anonima per la vendita dei beni demaniali e la vendita delle ferrovie, sia la sua capacità di tenere conto dell'esperienza fatta. Nella sua esposizione finanziaria davanti alla Camera dei deputati del 10-11 marzo 1870, Sella concludeva di avere bisogno di altri 200 milioni. "Come si fa, o signori - si interrogava - a trovare questi 200 milioni? Ecco la questione. Volete procacciarvi tutta questa somma con prestiti? Combinateli con rimborsi, o senza rimborsi, fate quel che volete, se esaminate la cosa attentamente, voi troverete che questi prestiti a rimborso hanno costato tutti assai caro alla finanza, salvo il Prestito Nazionale che fu imposto al paese, e gliene furono quindi imposte le condizioni Vorreste procedere per prestito forzato, o signori? Una misura di tal genere, per regola, è bene riservarla per i momenti gravissimi pel paese, e poi crederei impossibile di ottenerla oggi" (14). Sella propose quindi una convenzione con la Banca Nazionale per il versamento di altri 122 milioni, il che avrebbe portato il debito totale del governo verso la Banca a 500 milioni (15). Nel contempo, si annullarono tutte le obbligazioni ecclesiastiche ancora invendute (274,4 milioni di capitale nominale) e si stabilì l'emissione di una nuova serie di obbligazioni per 333 milioni nominali, emesse

(14) Atti parlamentari, Discussioni della Camera, sess. 1869-70, tornata 11 marzo, p.472.

(15) Aggiungendo agli originari 250, aumentati pochi mesi dopo di 28 milioni come quota-parte dell'annesso Veneto, e dei 100 milioni anticipati nel 1868 su garanzia di obbligazioni ecclesiastiche.

all'85% e rimborsabili solo mediante l'acquisto di beni ecclesiastici. Questo prestito venne dato in garanzia alla Banca Nazionale, la quale doveva provvedere al suo collocamento, il cui ricavato sarebbe andato a diminuire l'esposizione del Tesoro nei confronti della Banca. Altri 80 milioni (netti) vennero ricavati con un normale prestito.

Il "rubinetto" della Banca Nazionale era assai allettante e, in un primo tempo, sembrava privo del tutto di effetti collaterali negativi che non fossero quelli dell'aggio dell'oro. Mentre il deflatore implicito del PIL aumentò in 10 anni (1861-71) di meno del 10%, mostrò poi una forte crescita nel 1872-73 (nei due anni aumentò del 23%). Il mercato dei capitali, praticamente monopolizzato dai titoli pubblici (16), non lasciava spazio ai titoli privati.

Si continuò in tale direzione per sistemare gli ultimi buchi di bilancio, evitando la crescita esponenziale della spesa per interessi che si era verificata nei primi 10 anni: tra il 1862 e il 1871 essa si era pressoché triplicata! Le operazioni di credito con la Banca Nazionale erano però diventate ormai di importo talmente consistente, che la Banca si prestò a farle solo contro deposito in garanzia di titoli di Stato, ossia seguendo il metodo instaurato nel 1870 in occasione della convenzione relativa alle obbligazioni ecclesiastiche (17).

In tal modo lo Stato registrava l'emissione di una nuova rendita, pagava regolarmente gli interessi, che gli venivano restituiti, e in cambio riceveva danaro liquido sborsando per esso solo lo 0,60%.

Fu già nel 1871 che avvenne una di tali operazioni, per 150 milioni di "mutuo", coperto da 214 milioni di obbligazioni al valore nominale (emesse al 70%), in parte utilizzando il consolidato già autorizzato (per 5,8 milioni) e in parte di nuova emissione (per 4,9 milioni). Ma nell'aprile dell'anno dopo si ha la sistemazione definitiva di tutte le pendenze. La nuova convenzione siglata con la Banca Nazionale prevedeva:

a) la concessione di un "nuovo" mutuo di 300 milioni, per il quale il tasso di interesse venne ridotto allo 0,50%, da erogarsi secondo le necessità di cassa, sempre dietro copertura di consolidato alienato a 85 lire;

b) la conversione del prestito nazionale forzoso del 1866 (che era redimibile) in consolidato 5%, affidata alla Banca Nazionale, tramite l'iscrizione a favore di questa di 19,1 milioni di lire di rendita annua per un capitale nominale di 382 milioni, emesso a 81 lire circa. Si ritiene che questa conversione, che evitava allo Stato l'esborso annuo di quasi 23 milioni per rata di estinzione e quindi il ricorso sostitutivo al credito, produsse un risparmio effettivo di cassa al Tesoro di 217 milioni di lire;

(16) Si stima che alla Borsa di Genova, la più importante dell'Italia del tempo, i titoli di Stato rappresentassero ancora nel 1876 i 2/3 delle contrattazioni.

(17) Questi depositi venivano registrati nella contabilità della Banca sia in entrata che in uscita e non sono compresi nella serie di R. De Mattia (1967) relativa agli impieghi in titoli di Stato da parte della Banca.

c) il mantenimento in essere del corrispettivo delle obbligazioni ecclesiastiche annullate, perché rientrate presso la Banca, attraverso la solita operazione di mutuo al Tesoro contro deposito di consolidato. Tutte queste operazioni fecero immediatamente affluire al Tesoro i fondi necessari. "Sebbene a caro prezzo....concludeva J. Tivaroni - il Governo allontanava così la necessità di ricorrere a nuovi ingenti debiti per far fronte ai disavanzi dei bilanci e sino al 1881 non troviamo stipulati altri debiti a tale scopo". I "biglietti di Stato" ascesero nel 1872 a 790 milioni di lire, per raggiungere 940 milioni nel 1875: il tasso di inflazione s'impenò, passando dal 2 per cento del 1871 al 12 per cento nel 1872, per poi ridiscendere gradatamente.

Si chiuse in questo modo il primo grande ciclo della storia del Debito Pubblico italiano, durante il quale si registrò una violenta crescita dello stesso, una progressiva diversificazione delle sue fonti di finanziamento, con una particolare insistenza finale sul canale monetario, ma anche una continua attenzione a rimuoverne le cause, agendo con fermezza dal lato delle entrate tributarie e patrimoniali fino a raggiungere il pareggio. Nel dicembre 1872, durante una accesa discussione alla Camera sull'imposta di ricchezza mobile, al deputato Lazzaro, che accusava il governo di opprimere il contribuente, Quintino Sella rispose: "L'On. Lazzaro dice: non siamo noi che abbiamo votato il macinato. In fatto d'imposte, per verità, non so che cosa abbiate votato. Credo che non ne abbiate votata alcuna. Avete solo votato le spese, e moltissime ne avete domandate. Ora io credo che realmente s'impongano aggravii ai contribuenti non quando si votano imposte, ma quando si votano spese. Siete quindi perfettamente solidali con noi nell'attuale situazione: e coloro che ebbero il coraggio di votare le imposte sono perfettamente giustificati a compiacersene, perché con ciò hanno salvato il paese" (18).

Plebano, d'altra parte, sul finir del secolo, quando scrisse la sua monumentale opera sulla finanza pubblica italiana, osservava: "Il male è che le risorse economiche di un paese, per quanto vigorose e potenti, non si svolgono che assai lentamente; ed in Italia, purtroppo, per molte ragioni che bisognerebbe rintracciare nella sua storia e nell'indole triste di quasi tutti i suoi passati Governi, le difficoltà di quello svolgimento e quindi la lentezza di esso, non potevano non essere grandissime. Era perciò assai pericoloso sistema il contrapporre alle attuali e crescenti necessità della finanza le lontane speranze di una futura prosperità economica ancora da conquistare. E così, mentre a procedere con sicurezza, l'entrata dovrebbe essere sempre ragione e sorgente della spesa, la spesa diventa invece causa e ragione dell'entrata, che bisogna con ogni mezzo e senza troppi riguardi andar cercando".

(18) Atti parlamentari, Discussioni alla Camera, sess. 1871-72 tornata II dicembre 1872, pp. 3685-86.

CAPITOLO 2

L'ERA FERROVIARIA: DALL'ABOLIZIONE DEL CORSO FORZOSO ALLA CONVERSIONE DELLA RENDITA. 1873-1914.

E' questo un periodo di più lenta lievitazione del Debito Pubblico, che prima aumenta il suo rapporto relativo con il PIL fino al 1897 e poi comincia a diminuirlo, rendendo possibile - dato anche il generale andamento positivo dell'economia in età giolittiana - una grossa operazione di alleggerimento dei tassi di interesse.

Vanno in primo luogo ricordati due interventi istituzionali che lasceranno le loro tracce su tutto il corso della storia finanziaria italiana successiva: si tratta della fondazione delle Casse di Risparmio postali (1875) e della istituzione del Ministero del Tesoro (1877). Il primo intervento fu l'ultimo atto della politica finanziaria della destra storica e fu ancora dovuto a Quintino Sella; esso - aprendo un canale di finanziamento alla Cassa Depositi e Prestiti (che era stata fondata nel 1863, si veda per la sua storia l'appendice III) assai più consistente dei semplici depositi e incostante espansione - permise sia di fornire più adeguati fondi all'indebitamento degli enti locali, sia di attivare un importante canale istituzionale di collocamento dei titoli dello Stato, alternativo a quello delle banche di emissione, specialmente a partire dalla legge dell'8 agosto 1895, n.486, in cui si prescriveva che non meno della metà dei fondi della Cassa DDPP dovesse avere tale destinazione.

L'Istituzione del Ministero del Tesoro fu invece uno dei primi atti della Sinistra al potere, essendo stata varata da Agostino Depretis con decreto del 26 dicembre 1877, nell'ambito di un più ampio progetto di riforma dell'amministrazione pubblica italiana che andò avanti con molta difficoltà (19). Fu solo, però, con il RD 18 marzo 1889, n.5988 che venne sancita la separazione effettiva dei due dicasteri delle Finanze e del Tesoro e fu Giovanni Giolitti ad essere il primo vero e proprio Ministro del Tesoro (9 marzo 1889 - 9 dicembre 1890) (20).

La prima operazione da ricordare connessa col Debito Pubblico è quella dell'abolizione del corso forzoso. Molti erano stati i progetti presentati in Parlamento a questo proposito, a partire dall'anno successivo alla sua introduzione, ma solo alcuni anni dopo che la finanza pubblica si era consolidata, il Ministro delle Finanze (e del Tesoro) Agostino Magliani formulò nel 1880 (21) un progetto operativo sotto

(19) Per tutti i dettagli relativi a tale riforma, si veda il volume di R. Faucci (1975).

(20) I due ministeri vennero riunificati dopo la salita al potere di Mussolini il 31 dicembre 1922 e separati di nuovo col nuovo governo del dopoguerra nel 1944.

(21) Nel 1880 venne anche abolita l'invisa tassa sul macinato.

forma di disegno di legge, accompagnato da una lunga e documentatissima relazione. In questa relazione, Magliani illustrava i progressi compiuti dall'economia nazionale, nonostante, come allora si riteneva, la presenza del corso forzoso e le modalità con cui si poteva pervenire alla sua abolizione. Dei 940 milioni di biglietti di Stato in esistenza, Magliani proponeva di lasciarne in circolazione 340 e di ritirare i rimanenti contro pagamento di 400 milioni in oro e 200 milioni in argento da reperirsi all'estero (22). A tale scopo, occorreva emettere un prestito per 600 milioni di lire, più 44 milioni per il pagamento di un mutuo in oro, concesso allo Stato nel 1875 dalla Banca Nazionale in connessione con il riscatto delle ferrovie dell'Alta Italia. Non occorre, però, emettere nuovo consolidato. Si ricorse, infatti, a quello depositato presso il Consorzio formato dagli Istituti di emissione, che venne in parte (13,1 milioni di lire) tramutato in certificati nominativi e depositato presso la Cassa DDPP a garanzia dei 340 milioni di lire lasciati in circolazione e in parte (36,5 milioni) convertito in cartelle al portatore da collocarsi sul mercato. Particolarmente deboli furono le proposte di Magliani sul modo di reperire i fondi per il pagamento del Consolidato collocato sul mercato (23), che venne, in gran parte, ad aumentare l'onere della spesa per interessi ad onta dei dinieghi dello stesso Magliani, come Sella non mancò di far notare in Parlamento nel febbraio del 1881 (24).

Il progetto di Magliani incontrò qualche critica, fra cui quella preoccupata di Luzzatti, che temeva gli effetti di una manovra troppo brusca di rivalutazione del cambio (aggio sull'oro) per le nostre esportazioni, ma non sollevò un'opposizione ferma, anche per l'entusiasmo che suscitava la tanto sospirata operazione, che quindi venne approvata a stragrande maggioranza. I deputati si resero così corresponsabili di una misura che venne severamente giudicata dalla storia, conferendo al suo autore - A. Magliani - una reputazione ben diversa da quella guadagnata dal suo predecessore Quintino Sella (25). Infatti le esportazioni effettivamente diminuirono, i pagamenti all'estero per il servizio della rendita si impennarono paurosamente e l'oro prese a defluire. Tale risultato fu senza dubbio anche dovuto al notevole peggioramento della congiuntura economica nazionale ed internazionale che si ebbe tra il 1888 e il 1893, ma che si era già evidenziato negli anni immediatamente successivi all'attuazione della manovra di Magliani, la quale, dunque, si dimostrò, da più punti di vista, dannosa (26).

(22) Si noti che, per le tensioni in atto tra Italia e Francia a causa di Tunisi, si dovettero interrompere le trattative con i Rothschild e si ricorse alle case Baring e Hambro di Londra, pur collocando una fetta minore del prestito anche sul mercato francese attraverso la Banque d'Escompte de Paris. In un suo recente lavoro, P. Hertner (1986) fa presente che "this affair was a turning-point in Italo-French relations" e che le banche tedesche attraverso la Deutsche Bank vi parteciparono (nella seconda tranche collocata nel 1882), inaugurando un interesse per il mercato finanziario italiano che si svilupperà ancora successivamente.

(23) Essa venne collocata a 87,17 per un totale nominale di 730 milioni di lire circa.

(24) Atti Parlamentari, Camera dei Deputati, Seduta 10 aprile 1881.

(25) Di lui così scrisse A. Plebano: la storia, pur riconoscendo nel Magliani uno degli uomini di maggior ingegno e di maggior cultura tra i molti che ebbero mano nelle sorti della finanza italiana, non può confermarli l'onore di quella corona civica, che in un momento di entusiasmo s'era trattato di decretargli".

(26) G. Luzzato (1968) nel suo interessante contributo, suggerisce che l'enorme flusso di credito proveniente dall'estero, non solo verso il Debito Pubblico, incoraggiò le più rosee aspettative e scatenò una corsa alla speculazione. "Soprattutto ai dirigenti delle banche di emissione - concludeva - spetta la grave responsabilità di non aver saputo, almeno dopo il giugno 1885, porre un freno alle tendenze speculative, e di averle anzi incoraggiate, con una politica creditizia di una estrema imprudenza". Questa eccessiva facilità di credito fu alla base della grave crisi bancaria successiva, sulla quale si soffermano molti commentatori, fra i quali M.Fratianni - F. Spinelli (1985).

Se l'abolizione del corso forzoso fu l'episodio certamente più noto del periodo qui considerato, ciò che, però, lo caratterizzò maggiormente, dal punto di vista della quantità di Debito Pubblico prodotta, fu il progressivo processo di pubblicizzazione delle ferrovie protrattosi per circa un trentennio. L'espedito selliano di disfarsi delle ferrovie a favore dei privati, se aveva fornito un immediato sollievo al bilancio, non poteva costituire una soluzione di lungo periodo in un paese dove troppi tronchi ferroviari non erano in attivo per la penuria dei traffici e gli alti costi, sia di costruzione che di esercizio, dovuti all'accidentalità del territorio. Così, nonostante i consistenti sostegni finanziari governativi alle società private, queste "non erano sempre in condizioni di fronteggiare le richieste del commercio, donde lamenti frequentissimi e talora anche molto vibrati".

"Tutto contribuisce a fare della questione ferroviaria - sostiene un altro studioso - una questione centrale nella vita del Paese anche in termini politici, data l'importanza degli interessi particolari stranieri e nazionali in gioco e il vario modo di concepirne i rapporti con l'interesse generale sia nei gruppi della Destra che in quelli della Sinistra".

I primi due atti di questa lunga e complicata storia ferroviaria italiana, vedono il riscatto "forzato" di due reti: le strade ferrate romane e quelle dell'Alta Italia. Nel primo caso si trattava di una società che, come sostiene Tivaroni, "non era mai riuscita a dare un dividendo ai suoi azionisti, e alla fine del 1873 aveva lasciato senza interesse le sue obbligazioni e in grave disordine le sue linee, fra le quali quella che mirava alla capitale del Regno". Poiché le convenzioni proposte dal governo per far fronte alla situazione tardavano a trovare approvazione in Parlamento, con legge 2 luglio 1875, n. 2570, il governo autorizzò la conversione delle obbligazioni della Società in consolidato, venendo così in possesso al 1° gennaio 1879 di 644.042 obbligazioni sulle 762.921 esistenti. Non restava a questo punto che formalizzare e completare il riscatto delle ferrovie romane, il che avvenne con legge 29 gennaio 1880, con decorrenza dal 10 gennaio 1882.

L'altro riscatto era già stato convenuto al termine della guerra del 1866 tra Italia e Austria, ma era stato, di anno in anno rimandato, un pò per le difficoltà di bilancio, un pò per la convinzione che la parte italiana della rete della Società delle strade ferrate del Sud-Austria e dell'Alta Italia sarebbe stata scarsamente redditizia. Si giunse infine alla convenzione di Basilea (17 novembre 1875) modificata da quella di Vienna (25 febbraio 1876) in cui il Sella, negoziatore per parte italiana, ottenne di liquidare la pendenza mediante il pagamento di 752 milioni di lire (più tardi ridotti a 723), parte in annualità che avrebbero dovuto continuare fino al 1968 (27), parte in rendita e parte in oro, più l'assunzione di un debito di 20 milioni verso la Cassa di Risparmio di Milano. In totale, si veniva ad assumere l'onere annuo di 39,5 milioni di lire contro un prodotto netto annuo di 34 milioni di lire circa.

(27) Il pagamento delle annualità, amministrato direttamente dal Tesoro, venne però sospeso nel 1915 dopo la dichiarazione di guerra all'Austria e del tutto abrogato nel 1923.

Ma l'interesse della Sinistra per le ferrovie una volta giunta al potere si rivelò, se possibile, ancora maggiore di quello della Destra. Così il 29 giugno 1879 venne approvata una legge con la quale si dava il via alla costruzione di 64 tronchi complementari per una lunghezza di 6070 Km e per una spesa preventivata di 1260 milioni tra il 1880 e il 1900 (60 milioni annui in media a carico dell'erario). Tale capitale doveva essere reperito mediante titoli speciali da collocarsi solo all'interno attraverso una Cassa delle Strade Ferrate, amministrata dalla Cassa DDPP, che però non fu messa in funzione, preferendo Magliani emettere per molti anni della pura e semplice rendita consolidata. Benché l'impegno di spesa a lungo termine preso nel 1879 fosse già assai consistente - tanto che Plebano parlò di "banchetto ferroviario" - si dovette ben presto tornare ad occuparsi di ferrovie con la legge 27 aprile 1885, n.3048, per rendere omogenea la regolamentazione relativa alle ferrovie in tutto il territorio del Regno, acquisendo quei pochi impianti fissi non ancora di proprietà dello Stato, concedendo l'esercizio di tutte le ferrovie a tre società private (28) e promuovendo la costruzione di qualche altro tronco. Nel 1888, poi, si ebbe il coraggio di rivedere il preventivo iniziale di spesa, che risultò di ben 2431 milioni di lire (invece di 1260), di cui 821 già spesi. Quanto ai restanti 1610 milioni, si autorizzò il governo per una parte ad emettere obbligazioni ferroviarie al 3% (29) e per un'altra parte a pagare, in caso di licitazione privata, interessi e annualità di ammortamento a tronco compiuto (30).

Questa legge sistemò per un pò di tempo la questione ferroviaria, fino al momento della discussione sul rinnovo della convenzione per l'esercizio privato delle ferrovie nel 1905. La decisione presa in tale circostanza fu quella di procedere alla denuncia della convenzione e all'esercizio statale delle ferrovie. Con tre leggi emanate tra il 1905 e il 1906 si decretò una spesa di 910 milioni di lire per sistemare l'assetto della rete esistente, gran parte dei quali da reperirsi attraverso l'emissione di certificati ferroviari al 3,50%. Altre leggi votate nei medesimi anni stanziarono più di 1 miliardo di lire per il pagamento di indennità alle società private, da reperirsi in vario modo. Infine, 530 milioni di spesa vennero preventivati tra il 1906 e il 1915 per lo sviluppo dell'esercizio di Stato.

Un quadro riassuntivo del Debito Pubblico, attivato a vario titolo per far fronte alla "ferroviarizzazione" dell'Italia, è riportato nella tab. I. Una parte, ancorché non consistente, delle spese pubbliche per ferrovie fu coperta da entrate non derivanti da accensione di debiti.

A fronte delle colossali spese ferroviarie appena illustrate, l'aumento del Debito Pubblico causato da altri progetti di spesa dei governi dell'epoca potrà sembrare di poco conto.

(28) Si noti che le Società di esercizio acquistarono il materiale rotabile dallo Stato per 265 milioni di lire, somma su cui lo Stato si impegnò a pagare l'interesse del 5,79% annuo. Tivaroni commenta: "Che il venditore, oltre a consegnare la merce, debba pagare anche un interesse sul prezzo che ne riceve, crediamo che sia un contratto non frequente, il quale assume piuttosto il carattere di mutuo su pegno che di compravendita".

(29) L'emissione di tali obbligazioni, di cui in seguito venne variato il tasso d'interesse, non fu un'operazione tecnicamente ben riuscita, così che lo Stato finì per accollarsi costi superiori rispetto a quelli che sarebbero stati necessari al collocamento di semplice consolidato.

(30) Il grande attivismo ferroviario della Sinistra negli anni '80, rende tale periodo quello di più intensa produzione di ferrovie di tutto il cinquantennio unitario precedente la II guerra mondiale.

Tabella I

**Debito Pubblico emesso per costruzioni ferroviarie
(1861-1914)**

(migliaia di lire correnti)

	capitale nominale	rendita
consolidato 5% 1861-1875	508880	25444
consolidato 5% 1876-87.	571990	28600
consolidato per ferrovie romane (1875-82)	203364	10168
consolidato 3,50% per riscatto certif. ferroviari.	13886	486
obbligaz. per tronchi vari 1861-75	277433	8806
obbligaz. per tronchi vari 1876-90	282412	9470
riscatto ferrovie Alta Italia (con mutui relativi 1869-77)	1162782	38473
obbligaz. ferrovie romane.	37726	1132
obbligaz. 5% (1891).	200000	10000
obbligaz. per strade ferrate del Tirreno (1891)	330788	13232
obbligaz. 3% per rete Mediterranea Adriatica e Sicula 1888-1891.	1210569	36299
certificati per costruzioni ferroviarie (1897)	53247	2662
certificati ferroviari 3,65% netto (1905)	355500	12976
certificati ferroviari 3,50% netto (1906/07)	552417	19335
capitale corrispondente ai pagamenti alle ex-società ferroviarie	1322000 (a)	54731
Totale 1861-75	786313	34250
1876-97	4066763	150522
1898-1914	2229917	54731
1861-1914	7082993	239503

Nota: (a) questo ammontare, nascosto tra le pieghe dei pagamenti effettuati direttamente dal Tesoro, non fu mai compreso nel Debito Pubblico, anche perché il servizio di questo debito doveva essere rimborsato al Tesoro dall'azienda autonoma delle Ferrovie e si configurava quindi per il Tesoro come una partita di giro. Non si è riusciti a trovare documentazione sul fatto che l'azienda delle Ferrovie abbia effettivamente onorato i suoi impegni.

C'era l'impegno della Sinistra per altre opere pubbliche, stradali, idrauliche ed urbane, che direttamente o indirettamente (31), si riversarono sul Debito Pubblico: fra queste, le spese votate nel 1881 a favore di Roma (50 milioni) come concorso dello Stato alla costruzione di una serie di opere pubbliche e la successiva (1883) garanzia statale concessa ad un prestito obbligazionario del Comune di Roma (per 170 milioni) in seguito assunto dallo Stato, insieme con le opere di sistemazione del Tevere. Meno facile fu giustificare un analogo intervento per il sostegno delle finanze del Comune di Napoli, che si era indebitato al punto da non poter più pagare gli interessi. Ma anche questo provvedimento fu preso nel 1881, con l'assunzione da parte dello Stato del pagamento degli interessi e dell'ammortamento di un capitale di 92 milioni circa. In seguito all'epidemia di colera nel 1884, fu approvato a favore di Napoli, il 15 gennaio 1885, un altro prestito di 100 milioni, di cui metà fu assunta dallo Stato.

(31) Con un altro dei numerosi espedienti "cosmetici" di Magliani volti a nascondere il gonfiamento del Debito Pubblico, una parte dei lavori citati nel testo vennero finanziati prolungando "artificialmente" la vita di 151 milioni di obbligazioni dell'asse ecclesiastico. Va anche menzionato che molti degli espedienti di Magliani si risolsero in un aggravio aggiuntivo per la finanza pubblica.

Inoltre, un peggioramento del bilancio dello Stato nella parte corrente si registrò in quelli che Luzzatto chiamò "gli anni più neri dell'economia del nuovo Regno" ossia gli anni 1889-92. Questi anni (insieme al 1896) sono gli unici in tutto il primo cinquantennio unitario in cui ricompare, dopo il "risanamento" selliano della finanza pubblica italiana, un disavanzo, sia pur modesto, di parte corrente; disavanzo che, aggiungendosi alle forti spese per opere pubbliche e ferrovie di cui sopra, generava consistenti disavanzi globali da finanziare in anni, appunto, bui per l'economia italiana. Si facevano in essi sentire, infatti, gli effetti della rottura delle relazioni commerciali con la Francia avvenuta nel 1887, dello sgonfiamento della speculazione edilizia con strascico di fallimenti e caduta generale dell'attività produttiva, dell'eccessiva esposizione di molte banche che precipitò in una crisi bancaria dalle colossali proporzioni fino a coinvolgere le stesse banche di emissione. Fu proprio nel 1893 che avviene il troppo a lungo dilazionato riordino del sistema bancario, con la fondazione della Banca d'Italia. Tutto ciò, accompagnato dalla persistente crisi agraria e dalla debolezza di alcune piazze bancarie estere, spinse il governo a cercare nuovi canali di finanziamento e a riordinare il Debito Pubblico esistente. Fu Luigi Luzzati che, nella sua esposizione finanziaria al Parlamento del 10 dicembre 1891, propose di emettere Buoni del Tesoro a 5 anni da collocarsi alla pari, al 4,1/2% di interesse, il che avrebbe evitato l'annoso gonfiamento del debito consolidato dovuto allo scarto tra capitale nominale ed effettivo ed avrebbe imposto un piano di ammortamento meno nebuloso di quello che si era sempre verificato per i debiti redimibili. Nonostante qualche opposizione parlamentare, la proposta fu accettata e questo tipo di Buoni dei Tesoro, di cui in seguito si sarebbe fatto largo uso, vennero autorizzati con la legge 7 aprile 1892, n. 111.

Superato in qualche modo anche il difficilissimo 1893, anno in cui si reintrodusse l'affidavit per bloccare la fuga di oro dal paese dovuta, fra l'altro, alla crescente richiesta di pagamento all'estero delle cedole delle obbligazioni del Debito Pubblico (32), nel 1894-95 si tentò con scarso successo di riordinare il Debito, emettendo due nuovi consolidati:

- il primo al tasso del 4,50% netto da tassare destinato al finanziamento di opere ferroviarie e alla sostituzione dei titoli dei Consolidati 5% e 3%-1861 (lordo), di pertinenza degli Istituti di beneficenza, e di quelli del Consolidato 5%-1861 (lordo) in possesso del Fondo per il culto, nonché alla conversione volontaria dei titoli di tutti i prestiti redimibili (prevalentemente ferroviari) in circolazione;

- il secondo al tasso del 4% netto da destinare al cambio, a parità di rendita netta, dei titoli del Consolidato 5%-1861 (lordo), tenuto conto che contestualmente l'aliquota dell'imposta di ricchezza mobile veniva elevata al 20% (si veda la trattazione sull'imposizione dei titoli di Stato in appendice).

(32) I pagamenti delle cedole all'estero, già aumentati nel corso degli anni '80, avevano raggiunto nel 1893 il 50% del totale. L'anno dopo, per effetto dell'affidavit, scesero al 38,2% e nel 1895 al 28,2%.

Il tentativo effettuato nel 1894-95 di riordinare il Debito Pubblico era destinato all'insuccesso (come un precedente tentativo del 1874 di conversione volontaria) per due ordini di motivi: le persistenti difficoltà di bilancio, che deprimevano il corso del consolidato, rialzandone l'interesse effettivo, e la mancanza di incentivi offerti ai detentori dei titoli di cui il governo voleva effettuare la conversione (33). Ad ambedue i problemi si pose rimedio all'inizio del 1900. Prima il pareggio (34), poi consistenti avanzi di bilancio fecero rialzare le quotazioni della rendita al di sopra della pari. Le difficoltà, che ciò nonostante si ebbero nel riuscire a realizzare il tanto sospirato progetto di riordinamento del Debito consolidato a tassi più aderenti a quelli del mercato, testimoniano i pesanti limiti di flessibilità di questo tipo di Debito in periodi di mutamento dei tassi d'interesse. Si dovette procedere per gradi. Nel 1902 fu possibile emettere un nuovo consolidato 3,50% netto per la conversione di obbligazioni ferroviarie redimibili e di Buoni del Tesoro a lunga scadenza. Si trattava, dichiaratamente, di un "assaggio" del mercato nei confronti dei titoli emessi al 3,50% netto. Poiché il risultato fu buono, l'anno dopo si effettuò la conversione al 3,50% netto della rendita 4,1/2% emessa nel 1894-95 e che risultava così ripartita (tab. 2).

Classamento al dic. 1903 della rendita 4,1/2% netto

Tabella 2

(capitale in migliaia di lire)

Opere pubbliche di beneficenza	624657
Fondo di beneficenza della città di Roma	34978
Cassa nazionale di previdenza per la vecchiaia	10227
Cassa DDPP	158142
Cassa DDPP (servizio debiti redimibili)	10812
Fondo per il culto	254489
Gestioni annesse Cassa DDPP	7277
Istituti di emissione	43141
Altri enti e privati	212466
	1356188

La legge 18 dicembre 1903 prevedeva tuttavia l'esenzione dalla conversione delle rendite spettanti agli istituti di beneficenza. Sia la legge del 1902 che quella del 1903 concedevano premi a coloro che avessero effettuato la conversione. Incoraggiato dai buoni risultati di queste operazioni e anche dal facile collocamento dei certificati di credito ferroviari emessi nel 1905 al 3,65%, il governo varò il 29 giugno 1906 la legge della grande conversione dei consolidati 5% lordo e 4% netto che coprivano 8 miliardi circa (35) di capitale nominale, pari al 60% di tutto il debito patrimoniale italiano, classato nel modo illustrato in tab. 3.

(33) Questo è il parere di uno studioso di operazioni di conversione della rendita, A. J. De Johannis (1904), il quale sosteneva che l'insuccesso delle operazioni italiane di conversione stava "nel voler credere possibile di cambiare i titoli di debiti redimibili in consolidato a parità di rendita, senza nessun'altra speciale condizione".

(34) Il miglioramento di bilancio si ottenne nuovamente con un giro di vite impositivo, che provocò le rivolte popolari di fine secolo.

(35) 8,1 miliardi, per l'esattezza, al 30 giugno 1906.

Tabella 3

Classamento al dic. 1903 della rendita 5% lordo
(capitale in milioni di lire)

Estero	700
Rendita nominativa di cui:	3952
<hr/>	
Vincolata	1510
Banca d'Italia	129
Cassa DDPP	290
Rendita al portatore di cui:	3348
<hr/>	
Casse di Risparmio	255
Istituti di credito ord.	236
Società assicurative	52
Privati	2805
	<hr/>
	8000
	<hr/>

Si trattò di una operazione di portata inusitata, di cui il governo andò giustamente orgoglioso, come traspare dalle parole di Luzzati, eletto relatore della commissione che doveva riferire sul progetto governativo: "L'avvenimento odierno ci rallegra di patriottico orgoglio! E' l'epilogo di eroiche gestioni della finanza e della circolazione, succedute a fatali rilassatezze; è il premio delle lunghe fatiche, raccolto dal contribuente italiano, il vero eroe della conversione, e invero, paragonando i giorni non lontani nei quali il credito pubblico giaceva avvilito e l'oro aveva un premio sul 20%. Con questo momento memorabile della nostra storia, l'animo di noi tutti, sollevandosi dalle dispute quotidiane, ci fa sentire cittadini di una patria risorgente a sicura grandezza" (36).

Con la legge approvata, si autorizzava il governo ad estinguere dal 1° luglio 1906 i consolidati 5% lordo e 4% netto, offrendo ai possessori di tali titoli il rimborso alla pari oppure il cambio con titoli di nuova emissione fruttanti l'interesse annuo del 3,75% fino al dicembre 1911 e, poi, 3,50%, esenti da ogni imposta presente e futura e non soggetti a conversione fino al 1920. Le operazioni di conversione ebbero luogo tra il 2 e il 7 luglio 1906 e vennero sostenute da due consorzi bancari, uno straniero guidato dai Rothschild di Parigi, con la partecipazione di gruppi bancari tedeschi e inglesi, che mise a disposizione 400 milioni di lire, e uno italiano, guidato dalla Banca d'Italia, cui si associarono altri gruppi stranieri minori, che tenne pronti 700 milioni. Questo grande dispiegamento di mezzi non fu però utilizzato, perché meno di 5 milioni di capitale dovettero essere rimborsati e 48 milioni utilizzati per il sostegno dei corsi. A conclusione dell'operazione, il Tesoro aveva speso poco più di 9,5 milioni di lire, ottenendo un risparmio annuo di circa 20,2 milioni fino al 1911, raddoppiati dopo tale data tenuto conto che gli interessi del consolidato 5%-1861 erano sottoposti a ritenuta alla fonte del 20%.

(36) Atti Parlamentari, Camera dei Deputati, Sess. 1904-06, XXII leg., v. Vili, pag.9343.

CAPITOLO 3

LA I GUERRA MONDIALE E IL DEBITO PUBBLICO. 1915-1928.

Se gli anni che precedono l'entrata in guerra dell'Italia avevano già visto la ricomparsa di disavanzi anche nel bilancio corrente, questi erano comunque di ridotta dimensione e ben inferiori alle spese per interessi. A partire dal 1915, invece, i disavanzi assunsero proporzioni dapprima crescenti e poi decrescenti, ma persistenti fino al 1924. La copertura della spesa pubblica da parte delle entrate, infatti, cadde al 48% nel 1915, raggiunse la punta inferiore del 29% nel 1917, risalì al 56% nel 1920, ma ancora nel 1923 era solo al 67%, anno in cui, però, si registrava una punta congiunturale di spesa. L'aggiustamento postbellico avvenne sia dal lato delle spese sia da quello delle entrate (si veda la tab.4); mentre le spese vennero, però, riportate pressappoco in linea con quelle prebelliche (37) in termini relativi al PIL, le entrate invece si assestarono ad un livello di un paio di punti percentuali superiore. Il costo della guerra (38), dato che le entrate non vi contribuirono che in minima parte e in ritardo (39), venne naturalmente pagato con l'accensione di debiti. Vanno in primo luogo citati i "Prestiti Nazionali": il primo, autorizzato il 19 dicembre 1914, redimibile, con rimborsi a partire dal 1925, collocato a 97 lire con tasso d'interesse netto 4,5%; il secondo, autorizzato il 15 giugno 1915, con modalità analoghe al primo. Il terzo Prestito Nazionale, sempre redimibile, fu emesso il 22 dicembre 1915, al tasso d'interesse del 5% e al prezzo di lire 97,50%, mentre il quarto e il quinto prestito, emessi rispettivamente il 2 gennaio 1917 e il 6 dicembre del medesimo anno, erano dei consolidati 5%. Dei 20 miliardi di lire circa nominali collocati, solo 12,4 miliardi furono pagati in contanti, il restante essendo stato versato in Buoni del Tesoro o in altri titoli. Un sesto Prestito Nazionale fu poi emesso, sempre in consolidato 5% però al prezzo di 87,50 lire, il 24 novembre 1919, ma dei 21 miliardi circa raccolti, solo 7 furono pagati in contanti, configurandosi quindi l'operazione più come un consolidamento parziale di altri debiti che non come un nuovo rastrellamento di fondi.

(37) La Francia riportò la spesa pubblica postbellica pressappoco ai livelli prebellici, mentre la Germania e l'Inghilterra si ritrovarono alla fine degli anni '20 con una spesa pubblica aumentata rispettivamente, di 12,9 e 10,5 punti percentuali rispetto al PIL.

(38) Il costo della I guerra mondiale è stato calcolato da Répaci in lire correnti, prendendo gli anni 1914-15/1924-25, risulta pari a 136,6 miliardi di lire. Poiché, però, negli anni considerati si ha un violento processo inflazionistico, si può calcolarlo a prezzi 1913 in 48,3 miliardi circa. Va poi anche ricordato che il calcolo non comprende le spese in preparazione della guerra e alcune spese in conseguenza della stessa che permangono oltre il 1925.

(39) Ci furono dei tentativi di aumentare le imposte anche durante la guerra, ma questi non diedero i frutti sperati. Per l'intera materia, Einaudi (1927).

Sulla scorta del qualificato giudizio di Stringher, fu detto che "questa mobilitazione di risorse si rivela inferiore a quella realizzata in altri paesi durante la guerra" e che il motivo di ciò è da ricondursi alla "necessità di non comprimere lo sviluppo industriale".

Tabella 4

**Spesa pubblica ed entrate in % del PIL (a)
a prezzi correnti.**

	Spesa	Entrate
1914	14,4	13,3
1915	23,2	11,1
1916	33,7	10,6
1917	36,7	10,8
1918	37,6	12,1
1919	37,4	14,2
1920	23,2	13,0
1921	19,6	13,5
1922	23,0	14,8
1923	35,0	23,4
1924	24,8	21,3
1925	14,5	15,7
1926	12,3	14,1
1927	14,0	13,9
1928	14,1	16,0

(a) il PIL è stato riportato ad anno finanziario.

Ci fu una chiara preferenza per gli strumenti monetari dettata, forse, dall'illusione che la guerra fosse breve e dalle difficoltà di ottenere risparmio da una popolazione per la grande maggioranza ancora assai povera (40).

Ma, prima di descrivere l'espansione del debito a breve e dei debito coperto con base monetaria, occorre menzionare i prestiti esteri, sull'ammontare dei quali c'è stata molta confusione dal momento che essi venivano iscritti in bilancio in lire-oro, mentre le differenze sui cambi venivano iscritte separatamente.

(40) Ciò che viene indirettamente confermato dalla distribuzione regionale delle sottoscrizioni ai prestiti nazionali in cui il Nord, con una percentuale di popolazione del 46%, assorbì più del 60% dei prestiti.

Il loro ammontare, così come è stato ricostruito da Répaci, risulta il seguente:

Tabella 5

Prestiti di guerra esteri iscritti in bilancio

	milioni lire-oro	differenze di cambio	totale
1915/16	2179	493	2672
1916/17	3122	974	4096
1917/18	5813	1327	7140
1918/19	7865	574	8439
1919/20	1110	3559	4669
1920/21	541	3541	4082
1921/22	757	1015	1772
1922/23	617	500	1117
1923/24	717	2852	3569
1924/25	734	800	1534
1925/26	—	1529	1529
1926/27	—	97	97
	23455	17261	40716

Il 99% del debito di guerra era nei confronti della Gran Bretagna (pari a 611 milioni di sterline) e degli Stati Uniti (pari a 1648 milioni di dollari). Questi debiti trovarono sistemazione con accordi stipulati tra il 1925 e il 1926, sulle cui modalità ci soffermeremo in seguito.

Fu il Debito flottante ad avere un vero e proprio "boom": i BOT in circolazione passarono da 401 milioni di lire nel 1915 a 4,1 miliardi nel 1917, 14,5 miliardi nel 1919, fino a raggiungere la punta di 24,1 miliardi nel 1922. I biglietti emessi per conto dello Stato arrivarono a 2,4 miliardi (1923) e le anticipazioni degli istituti di emissione fino a 7,8 miliardi (1921), né questa forte esposizione a breve del Tesoro terminò, come si è visto dalle date citate, con il cessare della guerra. Si crearono così inevitabili conseguenze inflazionistiche (41).

Il fatto è che il processo inflazionistico, innescato durante la guerra ed esploso nell'immediato dopoguerra (tab. 6), rendeva non appetibili i titoli di Stato a lunga

(41) Di ciò c'era perfetta consapevolezza all'epoca. Si legga questo passo di uno scritto del 1918: "Un altro ragguardevole e preoccupante debito di Tesoreria è quello rappresentato dalla carta moneta emessa per conto del Tesoro. Si tratta di una massa di debito di milioni 7088 al 30 settembre 1918, apparentemente il più conveniente perché il meno oneroso. Infatti il Tesoro sostiene per le anticipazioni statutarie ordinarie (milioni 485) l'interesse dell'1,50 per cento, e per le anticipazioni straordinarie l'interesse di 0,25 per cento dei buoni che garantiscono questa circolazione; e per i biglietti di Stato le sole spese di emissione e quelle per la innovazione dei biglietti logori. Però è ormai noto a tutti che detto debito

aggrava notevolmente l'economia nazionale per le conseguenze relative al deprezzamento della carta moneta e quindi l'aumento dei prezzi."

scadenza (42), mentre la persistenza dei deficit di bilancio, sopra richiamata, rendeva inevitabile il reiterato ricorso a qualche forma di credito. Negli anni post-bellici, dunque, i deboli governi che si susseguirono a ritmo ravvicinato dovettero affrontare contemporaneamente due seri problemi: l'eliminazione dei deficit e l'allungamento della scadenza del debito (43). Non essendovi riusciti, ambedue i problemi passarono in eredità ai governi fascisti.

Tabella 6

Il processo inflazionistico 1914-1926

(milioni di lire)

	circolaz. cartacea per conto del commercio	circolaz. cartacea per conto dello Stato	biglietti di Stato	totale (valori assoluti) (1+2+3)	indice dic. 1914 = 100 di (4)	[(2+3):(4)] × 100	indice 1914 = 100 del PIL a prezzi costanti	indice 1914 = 100 deflatore implicito del PIL
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1914 giugno	2199	—	499	2698	75	18,5	100	100
dic.	2201	735	657	3593	100	38,7	100	100
1915 giugno	2242	1613	766	4621	129	51,5		
dic.	1898	2069	1082	5049	141	62,4	111	110
1916 giugno	2158	2158	1135	5451	152	60,4		
dic.	2458	2554	1317	6329	177	61,1	124	141
1917 giugno	2521	3295	1460	7276	203	65,4		
dic.	2592	5833	1749	10174	283	74,5	128	181
1918 giugno	3589	6481	1972	12042	335	70,2		
dic.	4585	7166	2124	13875	386	70,0	129	225
1919 giugno	4254	8026	2271	14551	405	70,1		
dic.	5651	10630	2270	18551	517	69,5	110	284
1920 giugno	7484	10333	2269	20086	559	57,1		
dic.	8989	10743	2268	22000	613	59,1	102	423
1921 giugno	9437	8722	2267	20426	569	53,8		
dic.	10704	8505	2267	21476	598	50,2	100	435
1922 giugno	9774	8049	2267	20090	560	51,3		
dic.	9936	8076	2267	20279	565	51,0	106	445
1923 giugno	9572	7764	2428	19764	551	51,2		
dic.	9492	7755	2428	19675	548	51,8	112	466
1924 giugno	10049	7476	2428	19953	556	49,6		
dic.	10867	7247	2428	20542	572	47,1	115	482
1925 giugno	11948	7069	2100	21117	589	43,4		
dic.	12288	7062	2100	21450	598	42,7	121	569
1926 giugno	11613	6729	2100	20442	570	43,2		
dic.	14111	4229	1793	20133	561	29,9	122	599

Sull'eliminazione dei deficit, vale la pena di aggiungere una notazione relativa alle imposte straordinarie. Tali imposte furono sostanzialmente due: l'imposta sui profitti di guerra, introdotta alla fine del 1915, e l'imposta patrimoniale, introdotta nel novembre 1919 e poi modificata il 22 aprile 1920. Di particolare interesse per il

(42) Anche in un documento del Tesoro del 1924 si sottolineava questo problema: I buoni dei Tesoro ordinari costituiscono la parte più importante e più fluttuante dei debiti di Tesoreria. Essi caratterizzano quasi il periodo finanziario bellico per tutti gli Stati belligeranti, data la somma imponente di fondi che procurano nei momenti più difficili. Ma costituiscono una forma di debito ben pericolosa, che tutti gli Stati si preoccupano di far sparire al più presto, come quella che rappresentò un mezzo transitorio, forse indispensabile, per ottenere il credito temporaneo che nessun altro titolo avrebbe potuto godere su così vasta scala. Certo su questo credito influi in via principale l'inflazione cartacea. I Buoni del Tesoro a breve scadenza ed a sconto hanno infatti il carattere di cambiali, e poiché sono le più sicure tra le cambiali di mercato, invasero nei momenti più critici e di maggiore inflazione - anche i portafogli delle maggiori Banche, le quali, costituendo un accurato scadenziere giornaliero di buoni ordinari, erano in grado di far fronte giorno per giorno ad eventuali bisogni di cassa".

(43) Il problema non era solo italiano; Belgio e Francia ne furono non poco travagliati, mentre in Germania il Debito Pubblico diventò tutto a breve con l'instaurarsi dell'iperinflazione.

nostro discorso è quest'ultima, che venne introdotta con l'esplicito intento: "d'estinguere immediatamente o nel giro di pochi anni (8-10) una parte del Debito Pubblico [Essa] ha lo scopo politico di far sopportare questo carico del Debito Pubblico alle classi abbienti attuali in ragione della ricchezza e della capacità contributiva odierna", come scrisse B. Griziotti (1920). In un primo momento, la commissione incaricata da Nitti di preparare il progetto di patrimoniale (e formata, fra gli altri, da Benini, Cabiati, Einaudi e Griziotti) propugnò un'imposta straordinaria "una tantum" sotto forma di prestito forzoso da parte di possessori di patrimoni eccedenti le 20.000 lire. Successivamente, il prestito forzoso fu scorporato e reso volontario (il sesto Prestito Nazionale) e l'imposta patrimoniale varata sotto forma di complementare sul patrimonio per la durata di 30 anni.

Tabella 7

Gettito delle imposte straordinarie 1916/17 - 1926/27*(milioni di lire correnti)*

	Totale	% sulle imposte dirette	% su tutte le entrate tributarie
1916/17	108	10,2	3,4
1917/18	452	29,5	10,7
1918/19	806	39,0	14,9
1919/20	1047	44,9	15,1
1920/21	2520	60,2	23,3
1921/22	2350	46,2	19,1
1922/23	1488	32,3	11,2
1923/24	1494	26,6	9,9
1924/25	1484	26,7	9,3
1925/26	1442	24,2	8,1
1926/27	1168	18,9	6,4

Fonte: F. Rénaci, cit..

Le forti critiche elevate contro il decreto del novembre 1919 portarono alla modifica del 22 aprile 1920, nella quale si ritornò al concetto originario di imposta straordinaria sul patrimonio (valutato al 10 gennaio 1920), il cui pagamento era rateizzabile in 20 anni, ma saldabile in un tempo minore con una serie di sconti. Il gettito delle imposte straordinarie fu quello illustrato in tab. 7. Si noti che alcuni pagamenti continuarono anche dopo il 1927, per un'incidenza media sul totale delle entrate tributarie dello Stato pari a circa il 2%. In totale, si raccolsero poco meno di 20 miliardi, sull'arco di circa 25 anni, con una particolare incidenza negli anni 1918/19-21/22, ossia negli anni veramente critici per la finanza italiana, in cui sarebbe stato difficile far pagare un'imposta ordinaria aggiuntiva di tali proporzioni, come riconobbe Marcello Soleri, uno dei protagonisti della politica finanziaria dell'epoca. Infatti egli scrisse nel 1926: "L'impressionismo che informa l'opinione pubblica in materia di imposte determinò in quel momento uno stato d'animo particolarmente favorevole all'introduzione in Italia di un'imposta sul capitale.

I rapidi arricchimenti di guerra, l'ostentazione e lo sperpero di fortune mal guadagnate e peggio spese, mentre erano così profonde le ferite lasciate dalla guerra, e molti combattenti tornati dalla trincea incontravano difficoltà gravissime nella loro sistemazione di pace, crearono correnti di opinione pubblica di decisiva influenza, alle quali del resto le classi più abbienti non opposero alcuna seria resistenza, rassegnati anche alla falce, come ad un premio d'assicurazione per salvare la più gran parte della loro fortuna... . Nella coscrizione del capitale il sentimento nazionale vedeva quasi una misura di perequazione dei sacrifici dati alla nazione" (44).

L'altro serio problema della politica finanziaria dell'epoca era, come si diceva, la struttura fortemente sbilanciata del Debito Pubblico verso il debito fluttuante e a breve termine. Da elaborazioni risulta che tali forme di debito, dopo aver raggiunto il 42,3% del totale al 30 giugno 1919, se erano declinate al 33,7% il 30 giugno 1920 per effetto del sesto Prestito Nazionale, erano tornate al 36,5% l'anno dopo (30 giugno 1921). Come notava acutamente l'ispettore superiore del Tesoro Giuseppe Cotticelli nel riepilogare le operazioni di Debito Pubblico effettuate negli anni 1919-1936, dopo il successo del VI Prestito Nazionale, si dovettero innalzare i tassi d'interesse dei BOT, il che fece notevolmente abbassare il corso dei prestiti nazionali. "In complesso - scriveva Cotticelli - può dirsi che l'operazione fu poco felice perché accrebbe l'inflazione, concorse a provocare il rialzo dei prezzi e l'aggravarsi del deficit del bilancio, fece precipitare il corso dei titoli di Stato, costrinse il Tesoro a pagare i capitali occorrenti ad un tasso molto più elevato e determinò un'ingente perdita non solo ai privati ma alle Casse di Risparmio, ed agli Istituti assicurativi e di credito, ciò che fu indubbiamente una delle cause dei successivi gravi dissesti bancari". Mentre tale comportamento del Tesoro fu reso inevitabile dalla già illustrata persistenza dei deficit di bilancio, esso fu alla base dunque sia dell'impossibilità per molti anni da parte del Tesoro di tentare un allungamento della vita del Debito, sia dell'insuccesso del primo tentativo effettuato in questo senso il 28 febbraio 1924, in un clima di ripresa dell'inflazione. Si trattava dell'emissione di un prestito redimibile 4,75%, venticinquennale, che doveva servire al rimborso di BOT con l'obiettivo di sostituirli completamente. La prima emissione era stabilita in 5 miliardi di lire, ma a mala pena si riuscì a raccogliere un miliardo e mezzo di capitale nominale. Fu un duro colpo per la politica di De Stefani, che cercò di riparare con l'istituzione, il 26 dicembre 1924, dei buoni postali fruttiferi, una misura che darà risultati, però, soltanto in seguito. "Si disse allora - continuava Cotticelli che la Tesoreria era in balia dei suoi creditori, cosa che avveniva anche in Francia presso a poco nella stessa epoca" (45). Fu questa situazione che Volpi ereditò quando subentrò a De Stefani al portafoglio delle Finanze (12 luglio 1925).

(44) Soleri (1926).

(45) Per un'analisi degli sviluppi del "consolidamento" dei debiti di guerra all'estero, cfr. il saggio di A. Confalonieri in A. Confalonieri - E. Gatti, cit.

L'insieme delle misure che vennero adottate durante il suo ministero possono veramente essere considerate l'episodio finale del ciclo finanziario innescato dalle spese causate dalla partecipazione italiana alla prima guerra mondiale (46). In primo luogo, Volpi aprì una trattativa con gli americani per la sistemazione del debito di guerra, come preludio per una ripresa degli investimenti stranieri in Italia che in quell'epoca non si potevano che sperare dagli americani. Poiché tale ripresa veniva subordinata al pagamento dei debiti di guerra, a Volpi non restava che cercare di raggiungere l'accordo più favorevole possibile. Va detto che la questione era stata precedentemente rimandata, non solo per le difficoltà finanziarie in cui si dibatteva il Tesoro italiano, ma anche perché i governi prefascisti erano stati sempre assai riluttanti a riconoscere come debito "somme spese per causa comune", come si era espresso Giolitti nel 1920.

I negoziati, avvenuti nell'autunno del 1925, non furono facili. Gli interessi non pagati del debito vennero incorporati nel capitale, che raggiunse quindi 2042 milioni di dollari, da pagarsi in annualità crescenti fino al 1986/7, con valori particolarmente bassi nei primi 5 anni (5 milioni di \$) e a un tasso di interesse anch'esso crescente a partire dal 1931. In termini assoluti, fu l'accordo più favorevole fra quelli raggiunti da paesi europei con gli USA, anche se alcuni sottolinearono che, in termini relativi alla situazione economica del paese, l'Italia risultava più duramente colpita dei suoi alleati europei. Il negoziato terminò con l'emissione negli Stati Uniti attraverso la Casa Morgan di un prestito di 100 milioni di dollari collocato al 94,5 % con un tasso d'interesse nominale del 7% ed effettivo del 7,48% (19 novembre 1925) (47). Assai più favorevole fu il successivo negoziato con l'Inghilterra, conclusosi il 27 gennaio 1926, in base al quale il debito di 611 milioni di sterline fu ridotto a 276,7 milioni.

Poiché il governo italiano aveva anche fatto valere il principio che al pagamento dei debiti di guerra dovessero corrispondere gli incassi derivanti dalle riparazioni tedesche (secondo il piano Dawes l'Italia riceveva il 10% del totale delle indennità pagate dalla Germania), venne istituita il 3 marzo 1926 una Cassa Autonoma di ammortamento dei debiti di guerra per provvedere alle operazioni relative. Tale Cassa pagò in totale, prima della moratoria decretata da Hoover, 39,8 milioni di \$ e 23,8 milioni di sterline, pari a circa 3 miliardi di lire, mentre il totale delle riparazioni tedesche incassate ascesero a 750 milioni di marchi (3,4 miliardi di lire circa) (48). La Cassa cessò di funzionare nel 1932.

(46) È stato qui omissis, per amore di brevità, di illustrare l'assunzione da parte dell'Italia di una parte del debito dell'ex impero austro-ungarico (in ragione del 40% del suo controvalore), per un totale nominale di 165,6 milioni di lire; il ritiro dei Buoni della Cassa Veneta (per 40,5 milioni di lire) e il collocamento con RD del 10 maggio 1923 delle obbligazioni venticinquennali 3,50% delle Venezie per l'indennizzo dei danni di guerra alle popolazioni locali (per 1,4 miliardi di capitale nominale).

(47) Il prestito fu poi ripreso dopo la Seconda Guerra Mondiale con un "Memorandum d'intesa" fra il Governo Italiano e il Governo degli USA che prevedeva entro il 1° gennaio 1977 la conversione dei vecchi debiti in titoli esteri trentennali, emessi in nome della Repubblica Italiana. Un decreto del 15.12.1947 affidava alla Banca Morgan di New York l'incarico di agente finanziario per l'emissione delle nuove obbligazioni estere trentennali.

(48) In base a calcoli di Répaci, le spese pagate prima del 1926 per i debiti di guerra ascesero a 7,9 miliardi di lire, mentre le riparazioni incassate a 1,9 miliardi. In totale, quindi, i debiti di guerra esteri "costarono" all'erario italiano 5,6 miliardi di lire.

Ma il problema più preoccupante era certamente la situazione monetaria del paese, di ancor più urgente sistemazione dopo le pressioni esercitate su Volpi dagli ambienti anglo-americani per una stabilizzazione della lira ed un ritorno al "gold standard", un passo al quale anche il Belgio e la Francia alla fine si erano adattati. E' in questa cornice che si deve vedere il consolidamento forzoso del Debito a breve termine effettuato con R.D.L. 26 novembre 1926. Furono gli effetti della stretta monetaria con cui Volpi accompagnò la fissazione della lira a "quota 90" a precipitare tale decisione. Infatti, come scrisse Cotticelli : "E' ovvio che ne seguisse una scarsità del medio circolante, che non poteva mancare di riflessi sulla economia creditizia del paese, stanti gli impegni preesistenti che si riteneva di poter soddisfare attingendo, come prima, al credito bancario, sia pure a carissimo prezzo. Avvenne così che molte grandi imprese e privati commercianti ed industriali che avevano impiegato in BOT le loro disponibilità liquide, impossibilitati di rifornirsi a fonti bancarie, come prima avevano fatto, del circolante necessario pei bisogni ricorrenti delle loro industrie o commerci, si fecero agli sportelli della Tesoreria di Stato per chiedere non più il rinnovo, come i più solevano prima, ma il rimborso dei buoni via via scadenti. E fecero lo stesso anche in più larga misura gli Istituti bancari liberi che si trovavano ad avere impiegato essi pure in BOT le disponibilità eccedenti l'ordinario loro fabbisogno".

L'operazione di consolidamento prevedeva la conversione obbligatoria dei Buoni, quinquennali e settennali, e volontaria dei Buoni novennali in circolazione in un consolidato 5% denominato del Littorio, con un premio di conversione scalare rispetto alla data di scadenza del titolo presentato per la conversione. Il capitale nominale del nuovo prestito raggiunse i 27,5 miliardi di lire. Ma non si può certo parlare di "successo" dell'operazione, perché il risultato venne raggiunto con una grave caduta del corso del consolidato e con conseguente grave perdita dei risparmiatori che ingenerò sfiducia nei titoli di Stato per molti anni a seguire.

L'istituzione di un'altra Cassa di Ammortamento, il 5 agosto 1927, avrebbe dovuto provvedere alla graduale estinzione del Debito Pubblico interno con le eccedenze delle entrate sulle spese di bilancio. Tale Cassa aveva un precedente nella istituzione a Torino, nel 1866, per iniziativa della Gazzetta del Popolo, di un Consorzio Nazionale per il riscatto del Debito Pubblico, sulla base di contributi privati; nel 1927 il Consorzio possedeva titoli per un capitale nominale di 173 milioni di lire, che vennero conferiti alla Cassa, comportando quindi lo scioglimento del Consorzio (22 maggio 1930). La Cassa di Ammortamento ricevette, inoltre, vari altri conferimenti di fondi, fra cui notevole quello proveniente da un sostanzioso aumento nel prezzo dei tabacchi introdotto il 28 aprile 1930 (per 500 milioni di lire). Al 30 giugno 1939 la Cassa aveva annullato titoli di Stato per un valore nominale di 1850 milioni di lire. In seguito la sua attività fu trascurabile, finché venne soppressa nel 1945.

CAPITOLO 4

DALLA GRANDE CRISI ALLA CADUTA DEL FASCISMO. 1929-1943

Furono ben pochi gli anni in cui si poté godere dell'ordine finanziario restaurato con provvedimenti tanto "eroici" quanto forieri di difficoltà per il Tesoro, perché ben presto le necessità di bilancio tornarono ad incalzare. L'unico episodio degno di nota di tali anni fu la convenzione finanziaria conseguente ai Patti Lateranensi (11 febbraio 1929) ratificata il 27 maggio 1929. In essa lo Stato italiano si obbligava a versare 750 milioni di lire in contanti e 1 miliardo di consolidato 5% (al valore nominale), preso a prestito dalla Cassa DDPP. La rendita di 3,2 milioni annui che era stata assegnata il 13 maggio 1871 "in nome della S. Sede" e che non era mai stata da essa ritirata, venne cancellata (49).

La temporanea crisi provocata dalla stabilizzazione della lira, gli effetti della grande crisi del '29, che si fece pesantemente sentire sul bilancio italiano a partire dal 1932, ed infine le avventure belliche di Mussolini saldate poi con la II Guerra Mondiale provocarono disavanzi di bilancio crescenti fino al collasso finale (si veda la tab. 8). Benché la politica fiscale di Mussolini sia stata pesantemente criticata dagli storici (50), si può notare nella col. 4 che la pressione fiscale non subì durante il periodo bellico quel tracollo che invece aveva sperimentato durante il primo conflitto mondiale; anzi, nel 1936-38 ci fu un notevole attivismo che aumentò l'incidenza dell'imposizione sul PIL di un paio di punti percentuali, con successivo ritorno, però, ai livelli precedenti. Naturalmente, con la caduta del regime nel 1943 e la disorganizzazione della compagine statale, anche l'apparato fiscale si disgregò. Durante gli anni di guerra solo circa il 35% delle spese fu coperto dalle entrate. Il resto dovette essere finanziato da debiti che furono, naturalmente, tutti interni (51).

Ritornando al Debito con una elencazione più minuta dei guasti prodotti dal consolidamento forzato del debito effettuato nel 1926, avvalendoci, ancora una volta, del rapporto Cotticelli: "In conclusione, l'operazione finanziaria, a prescindere dal suo costo, portò al seguente bilancio: - 405 miliardi di lire perdute dai possessori del "Littorio" proveniente da Buoni del Tesoro convertiti; e qualche altro miliardo perduto dai possessori di altri titoli di Stato che, invasati da panico pei

(49) Questo accordo, come recitava il testo unico della convenzione, impegnava lo Stato Italiano per una somma la quale è in valore di molto inferiore a quella che a tutt'oggi lo Stato avrebbe dovuto sborsare alla Santa Sede medesima, anche solo in esecuzione dell'impegno assunto con la legge 13 maggio 1871".

(50) Si veda per esempio G. Maione (1979) e S. La Francesca (1972); V. Zamagni (1981).

(51) Il "costo" delle guerre di Mussolini, calcolato da Répaci fu di 5275 miliardi di lire correnti, pari a 387,5 miliardi di lire 1938 e 21965 miliardi di lire 1952 (usando il deflatore implicito del PIL). Si noti che il costo di queste guerre fu superiore di 2/3 circa a quello della I guerra mondiale, più la conquista della Libia, mentre il PIL era aumentato di 1/3.

Tabella 8

La situazione del bilancio dello Stato e dell'inflazione 1929-1945.

	Entrate in % delle spese	Disavanzo totale in milioni di lire	Disavanzo totale in % del PIL	Entrate in % del PIL	Spesa pubblica in % del PIL	Indice del deflatore implicito del PIL 1929 = 100	Indice del PIL a prezzi costanti 1929 = 100
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1928/29	86	3421	2,4	14,8	17,2	100	100
1929/30	95	979	0,7	14,8	15,5	96	93
1930/31	96	825	0,7	16,7	17,8	86	94
1931/32	87	2945	2,6	17,2	19,4	80	98
1932/33	82	4100	3,7	16,9	20,3	75	98
1933/34	75	6153	5,8	17,2	22,6	76	98
1934/35	86	3213	2,8	17,0	19,5	77	108
1935/36	60	14154	11,3	16,9	27,8	83	109
1936/37	68	12482	8,8	18,8	27,2	92	116
1937/38	73	10647	6,7	17,9	24,5	99	116
1938/39	71	11876	6,8	16,7	23,2	102	123
1939/40	61	21025	10,7	17,0	27,2	124	118
1940/41	36	62768	25,3	15,6	42,4	147	115
1941/42	36	74468	26,5	15,5	41,8	187	114
1942/43	34	98558	27,0	13,9	40,6	264	108
1943/44	36	78465	13,5	7,8	21,4	603	85
1944/45	18	292698	28,0	6,1	34,3	1440	64

ribassi susseguentisi dopo la conversione, si disfecero dei titoli stessi; - falle enormi in conseguenza della generale flessione dei titoli di Stato, nei bilanci delle Casse di Risparmio, dei Monti di Pietà ed in genere degli Istituti di Credito che avevano impieghi ingenti in tali titoli, falle che si dovettero dissimulare consentendo una valutazione di bilancio dei titoli in parola non conforme alla effettiva quotazione; - grave menomazione del credito dello Stato, tanto che si dovette per circa 10 anni rinunciare ad emettere Buoni ordinari del Tesoro; - mancato conseguimento dello scopo per il quale fu fatto luogo alla conversione. Infatti, per non poter più emettere Buoni ordinari, il Tesoro fu costretto a premere sulla circolazione attraverso il suo conto corrente con la Banca d'Italia per il servizio di Tesoreria provinciale. Esaurito il fondo di cassa, il Ministro dell'epoca dovette ricorrere a celate ed indirette forme di prestiti (Buoni della Cassa Depositi e Prestiti, Buoni della Cassa di ammortamento, debiti larvati accesi per tramite del Comune di Roma e Milano), forme queste che furono vivacemente criticate dalla Camera e dal Senato". Così Coticelli, scriveva nel 1941. In assenza dei BOT, un ruolo assai più consistente che nel passato venne ad assumere la Cassa DDPP, il cui c/c col Tesoro passò ad incidere sul totale del Debito Pubblico da meno dell'1 % ad un massimo del 14,9% nel 1939. In corrispondenza, la percentuale della raccolta della Cassa DDPP messa a disposizione direttamente del Tesoro passò dal 2% (1913) a più del 50% (1939) (52), mentre gli

(52) Contrariamente a quanto era prassi in precedenza, tuttavia, il c/c del Tesoro con la Cassa DDPP veniva a costare al Tesoro non meno del 6%, che era il tasso di remunerazione dei Buoni postali fruttiferi dal cui collocamento la Cassa DDPP traeva prevalentemente i fondi che poi metteva a disposizione del Tesoro.

investimenti della Cassa DDPP in titoli pubblici passarono dal 50% al 21 % tra le medesime date. Tuttavia, il Debito a breve (BOT e fluttuante) incominciò a salire a livelli preoccupanti solo dal 1937/38 in poi, raggiungendo i livelli della I Guerra Mondiale nel 1941/42 e terminando al 69% del Debito totale alla fine della guerra. Il rapporto del Debito sul PIL, dopo essere caduto sotto l'unità con la ripresa dell'inflazione dal '35 in poi, riprese a salire tra il 1940 e il 1943, per poi flettere bruscamente. In termini relativi, non siamo distanti, comunque, dalla performance del Debito Pubblico durante la I Guerra Mondiale, con una pressione nettamente più elevata solo negli anni 1941-43.

Nel 1931, '32 e '34 si fecero alcune emissioni di Buoni del Tesoro novennali, per rimpiazzare titoli analoghi in scadenza, che furono bene accolte dal pubblico data la forte deflazione di quegli anni, e raccolsero alcuni miliardi di lire aggiuntivi. Nel 1934, dopo anni di caduta dei prezzi, parve infine giunto il momento di adeguare il tasso d'interesse del consolidato in circolazione con una grande operazione di conversione. Nel 1932 si era verificata in Gran Bretagna e in Francia, una grandiosa conversione del Debito consolidato; mentre, però, l'operazione inglese di conversione al 3,50% era stata un grande successo e aveva dato il segnale per quella politica di "easy money" che caratterizzò gli anni '30 inglesi e fu alla base della pronta ripresa dopo la grande crisi cominciata nel '29, la manovra francese di conversione al 4% aveva mostrato vari segni di debolezza, anche se era tecnicamente riuscita, con la caduta della quotazione del nuovo titolo a 91 ed il permanere di elevati saggi di interesse.

In Italia, con l'operazione di conversione del 3 febbraio 1934 si offrì un titolo redimibile al 3,50%, tasso di rendimento che il mercato ritenne subito inadeguato. Non solo il diritto di scelta tra conversione e rimborso non si poté di fatto esercitare (così che si trattò di una conversione solo apparentemente volontaria), ma anche lo scambio in Borsa del nuovo titolo era praticamente impossibile perché l'unico compratore risultava il Tesoro che, ovviamente, procedeva col contagocce. Cotticelli commentò: "parve che il titolo non si potesse più commerciare e avesse perduta grandissima parte del suo valore. Cominciarono a funzionare le "borse nere", dove il titolo rapidamente scendeva a prezzi di fallimento. Nella conversione del 1934 vi fu questo di peggio rispetto a quella del 1926, che mentre, dopo di quest'ultima, se il risparmio vendeva a rovina, trovava almeno assorbimento, sia pure stentatissimo da parte della speculazione, nel 1934 vendevano tutti: i risparmiatori, a cui pareva che i loro titoli si fossero ridotti a valere poco più di nulla, e vendevano anche peggio gli speculatori".

Non solo il modo in cui l'operazione fu congegnata produsse grave turbamento sui mercati finanziari, ma ebbe un costo elevatissimo per lo Stato: 610 milioni per premi da sorteggiare, 100 milioni per premi di collocamento e ben 2745 milioni quale differenza di interesse tra il vecchio e il nuovo titolo per il residuo periodo di inconvertibilità del consolidato (ossia fino al dicembre 1936) pagati anticipatamente. Se a ciò aggiungiamo che il 20 settembre 1935 si lanciò un prestito nazionale 5%

praticamente rivolto a convertire il redimibile 3,50% in consolidato (53) (il che avvenne per il 60% circa del capitale del redimibile 3,50% in circolazione), non si può fare a meno di concludere che non vi fu nella storia del Debito Pubblico italiano operazione più disgraziata di quella del 1934.

Con lo scoppio della guerra di Etiopia, i bisogni del Tesoro subirono un'impennata improvvisa, cui si fece fronte con varie imposte straordinarie e con un prestito che, data la situazione dei mercati finanziari, non poteva non essere interamente forzoso (54). Con decreto-legge 5 ottobre 1936 si obbligava i possessori di beni immobili (terreni e fabbricati), ad eccezione degli enti pubblici, ecclesiastici e di beneficenza, a sottoscrivere un prestito venticinquennale 5% nella misura del 5% del valore degli immobili. Inoltre, per il servizio del prestito, veniva istituita un'imposta immobiliare straordinaria del 3,5% per 25 anni, che avrebbe fruttato la somma necessaria per il pagamento degli interessi e il rimborso del prestito dopo 25 anni. Come commentava G. Borgatta: "Sottoscritto il prestito, le altre partite si compensano e si annullano; il prelievo netto è costituito dalla somma coattivamente versata per il prestito". Per evitare ulteriori oneri ai proprietari che si fossero trovati a corto di liquidità, la legge concedeva notevoli facilitazioni per le concessioni di crediti che fecero sì che una parte dell'onere del prestito (che raccolse 8,6 miliardi di lire) si scaricasse su di un aumento della massa monetaria (55).

I successivi prestiti furono tutti sotto forma di Buoni del Tesoro novennali o quinquennali, per lo più assorbiti da investitori istituzionali, per un gettito di circa 146 miliardi di lire correnti, fino alla metà del 1945. Vale la pena di ricordare anche un altro strumento di cui il regime si avvalse largamente durante la guerra per graduare le spese nel tempo e che diede luogo a forme di prestiti larvati da parte di privati e di banche, naturalmente non registrati nel Debito Pubblico, ossia i cosiddetti pagamenti differiti. Tale sistema venne usato già negli anni '30 per il pagamento di opere pubbliche e di bonifica, ma trovò istituzionalizzazione attraverso il CSVI (Consorzio Sovvenzioni su Valori Industriali) a partire dal novembre 1935 per forniture di guerra. Il CSVI era autorizzato a concedere sovvenzioni cambiarie agli assuntori di contratti, garantite dalla cessione dei crediti derivati dalla commessa statale, riscontabili per intero presso la Banca d'Italia oltre i limiti del sconto ordinario concesso al CSVI. Il ricorso al consorzio poteva anche avvenire, a condizioni più vantaggiose, attraverso un ente intermedio (Ente Finanziamenti Industriali). In ultima istanza, l'onere del finanziamento, così imposto dal sistema delle annualità differite, ricadeva sulla Banca d'Italia.

(53) Si noti che si è trattato dell'ultimo consolidato emesso dallo Stato italiano. Consistenti furono gli incentivi offerti ai possessori di redimibile 3,50%, quasi a guisa di riparazione per i danni economici subiti dall'operazione di conversione del 1934, in modo da riconciliare il risparmio con i titoli di Stato. Il consolidato 5% (chiamato Rendita 5%) è anche l'unico consolidato ancora esistente per un valore nominale di circa 40 miliardi.

(54) G. Borgatta espresse un giudizio negativo su questo prestito, ritenendo che "Terroro più grave di questa contaminazione fra l'istituto del prestito e quello dell'imposta fosse d'ordine psicologico: far intervenire la coazione nel rapporto di credito, significa ferire il credito, far sparire quella fiducia che è l'elemento essenziale nel giudizio sull'utilità dei beni futuri".

(55) G. Borgatta ricorda che a fine 1937 le aziende di credito erano esposte per questo scopo per 1438 milioni di lire e la Banca d'Italia per 1552 milioni, ridotti a 1/3 circa di tali somme alla fine del 1939. Al che il Borgatta commenta: "In complesso, il sistema ha funzionato soddisfacentemente come leva" del capitale".

CAPITOLO 5

IL DOPOGUERRA. 1945 - 1950

5.1. *Le dinamiche di fondo.*

Nel vasto e intricato complesso di problemi che all'indomani della seconda guerra mondiale si prospettò all'Italia, quello del Debito Pubblico non si segnalava tra i più difficili e assillanti. L'inflazione, dato che tutto il debito era a tasso fisso, aveva reso meno pesante il servizio del debito. Il risparmio privato, in mancanza di alternative, affluiva verso il Tesoro, agevolandone le nuove emissioni.

"La piccola mole del Debito Pubblico ha tolto asprezza al problema della sua amministrazione. I disavanzi di bilancio sono stati finanziati sostanzialmente con l'emissione continuata di Buoni del Tesoro a un anno, e con la loro conversione volontaria, in operazioni succedutesi di regola a intervalli di un anno, in titoli a media scadenza. La relativa facilità di collocamento di tali titoli deve ancora ascriversi al bisogno di ricostituire le attività finanziarie distrutte dalla inflazione, che, manifestatosi dapprima per le attività più liquide (biglietti e depositi a vista), si è venuto poi estendendo ai depositi a risparmio, ai titoli del mercato monetario e a quelli del mercato dei capitali" (56).

Nel giugno del 1939 il debito dello Stato era pari all' 86% del prodotto interno lordo; alla fine dell'esercizio finanziario 1945-46 il rapporto debito/prodotto cadeva al 33% (rispetto al prodotto 1946) per poi ridursi ulteriormente nel corso dell'esercizio successivo fino al 21%. Tuttavia, nel corso degli anni finanziari dal 1947-48 al 1949-50 il rapporto ritornò al 30% circa.

Parallelamente anche le spese per interessi, nell'ambito del bilancio dello Stato, subirono un forte ridimensionamento: dal 17% della spesa effettiva totale dell'esercizio di competenza 1938-39 al 4,3% dell'esercizio 1946-47 e al 5,8% dell'esercizio 1949-50.

Il Tesoro, tra l'aprile e il maggio del 1945, cioè prima della fine della guerra, con un Governo che controllava solo una parte della penisola, poté emettere nell'Italia centro-meridionale Buoni quinquennali al 5%. L'emissione, che assunse la denominazione di "Prestito Soleri", dal nome del Ministro del Tesoro di allora, successivamente fu reiterata per le zone a nord della linea gotica, fruttando complessivamente 106 miliardi grazie al concorso di quasi due milioni di sottoscrittori. E alla fine "Il prestito (risultò) un plebiscito dei risparmiatori a favore del governo dell'Italia risorta" (57).

(56) Baffi (1961).

(57) Banca d'Italia (1946) p. 108.

L'opinione pubblica non giudicò ugualmente brillanti i risultati ottenuti con il "Prestito della Ricostruzione", che venne lanciato alla fine del 1946 nella forma di titoli redimibili in trenta anni ad un tasso, 3,5%, nettamente inferiore rispetto al tasso di mercato (circa il 6%), ma giustificato con l'esenzione da ogni imposta "presente e futura", tra cui in particolare l'istituenda imposta straordinaria sul patrimonio. Il prestito realizzò 231 miliardi, sottoscritti per 112 miliardi in contante (compresi 10 miliardi forniti dalla Cassa Depositi e Prestiti): una cifra inferiore a quella attesa. Tuttavia, nella Relazione ai Partecipanti per il 1946, il Governatore della Banca d'Italia, Luigi Einaudi, formulò un giudizio positivo circa gli esiti del Prestito della Ricostruzione (58). I connotati definitivi deliberati per l'imposta patrimoniale, con la rinuncia all'accertamento analitico della ricchezza liquida, ridussero la portata dell'esenzione specifica concessa al Prestito della Ricostruzione. Pertanto, nell'aprile del 1947 si dispose la conversione volontaria dei titoli al 3,5% in titoli al 5%. La trasformazione fu operata per un importo pari a 125 miliardi.

Nel corso del successivo triennio, 1948-50, il Tesoro non si impegnò in ulteriori emissioni di titoli statali (stricto sensu); la gestione del Debito Pubblico si orientò invece verso altre aree.

Difatti, nel 1948 la sola emissione di passività a lungo termine nell'interesse dello Stato fu costituita da 25 miliardi di obbligazioni del Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche, destinate alla elettrificazione delle Ferrovie.

Nel 1950, per provvedere al rimborso di parte dei Buoni Poliennali in scadenza e per consentire la trasformazione di una parte del debito fluttuante in debito a medio termine, si offrirono in sottoscrizione Buoni Novennali al 5%. L'emissione venne effettuata esclusivamente contro Buoni del Tesoro Poliennali con scadenza negli anni 1950 e 1951 e contro Buoni Ordinari del Tesoro emessi entro il 31 dicembre 1949. L'operazione permise di convertire 107 miliardi di vecchi Buoni Poliennali e 194 miliardi di BOT. Nel periodo di sottoscrizione dei Buoni Novennali, l'ammontare complessivo di BOT in circolazione, al netto delle nuove sottoscrizioni, si ridusse di solo 88 miliardi. Questa circostanza, unitamente alla larga prevalenza nel loro possesso degli istituti bancari, che continuavano a vedere aumentare i depositi, consentì di "affermare che la massa dei Buoni del Tesoro Ordinari in circolazione, sebbene formalmente a breve scadenza, di fatto ha un notevole grado di stabilità" (59).

E' anche grazie a questa caratteristica dei BOT che, nonostante l'attivismo profuso nel settore del debito patrimoniale, i più elevati tassi di espansione si registrarono nel comparto del debito fluttuante. Questo, tra il 1945 e il 1950, passò dal 63,8 al 75,4% del Debito Pubblico.

(58) Banca d'Italia (1947) pp. 182-186.

(59) Banca d'Italia (1950) p. 156.

Persino nei mesi che corsero dall'Armistizio alla Liberazione la consuetudine del pubblico verso i BOT non conobbe pause: la loro consistenza aumentò di più di tre volte, superando al 30 giugno 1945 i 157 miliardi.

Il disavanzo di cassa di parte corrente nel primo esercizio dopo la Liberazione, pari a 258 miliardi, venne coperto, in misura del 31%, con una vendita di BOT pari a 81 miliardi, malgrado la diminuzione di mezzo punto apportata nel settembre 1944 ai relativi tassi. Per mezzo di questa rettifica si stabilì un minimo del 2,75% per i BOT a 1-2 mesi e un massimo di 4,5% per i BOT a 10- 12 mesi. Successivamente, dal settembre 1946 al gennaio 1947, si manifestò invece un andamento "sfavorevole" delle sottoscrizioni di BOT. Il fenomeno può attribuirsi alla concorrenza del Prestito della Ricostruzione, emesso in quei mesi. Ma già nell'esercizio successivo la copertura a mezzo BOT di tale saldo si avvicinò al 50% e addirittura al 70% nel bilancio 1948-49.

Nonostante la modesta contrazione subita dai BOT nell'esercizio finanziario 1949-50, lo sviluppo segnato da questa passività dello Stato nel primo quinquennio dalla guerra, dal dicembre 1945 al dicembre 1950, rimane notevole e può stimarsi in una più che quadruplicazione degli importi assoluti. In pari tempo, i BOT rafforzarono la propria incidenza nel Debito fluttuante (costituito dalle anticipazioni della Banca d'Italia, dai conti correnti con la Cassa Depositi e Prestiti, con gli Istituti di Previdenza, con il Banco di Napoli e altri istituti, oltre che dagli stessi BOT) passando dal 30% della fine del 1945 al 41% della fine del 1950.

Nell'ambito del Debito a breve, tuttavia, l'accelerazione più intensa fu impressa alla componente Cassa Depositi e Prestiti, in virtù dei risultati realizzati dal risparmio postale. Nel periodo 1945-50, in termini assoluti le esposizioni del Tesoro verso la Cassa Depositi e Prestiti aumentarono di circa undici volte, passando da 59 miliardi a 659 miliardi, corrispondenti rispettivamente al 10 e al 33% del debito di tesoreria. La crescita dell'apporto della Cassa è parallela all'andamento del risparmio postale che, favorito da rendimenti nettamente più elevati dei tassi bancari di cartello (tab. 9), nei cinque anni moltiplicò la propria consistenza di 7,5 volte passando da 92 a 689 miliardi.

Dunque, considerati insieme, BOT e Cassa Depositi e Prestiti accrebbero la propria incidenza nel Debito fluttuante dal 40 al 74%. Di conseguenza, è altrettanto significativa la perdita d'importanza del finanziamento con base monetaria attuato dalla Banca d'Italia per mezzo delle anticipazioni ordinarie e straordinarie e dello scoperto del conto di tesoreria provinciale. A fine dicembre 1945 questa fonte di approvvigionamento del Tesoro registrò un saldo creditore per la Banca Centrale di 331 miliardi e a fine 1950 di 470 (dopo aver toccato una punta di 549 miliardi nel 1948), corrispondenti al 55 e al 24% del debito fluttuante.

Tabella 9

TASSI DEL MERCATO MONETARIO E FINANZIARIO

	BANCA D'ITALIA		AZIENDE DI CREDITO		AMMINISTRAZIONE POSTALE			B.O.T.					RENDIMENTO DEI VALORI MOBILIARI	
	riserve bancarie	aggio ufficiale di sconto	c/c liberi	c/c vincolati a 12 mesi	libretti	buoni fruttiferi a 12 mesi	c/c	(tassi posticipati)					titoli di Stato	obbligazioni non di Stato
								1-2 mesi	3-4 mesi	5-6 mesi	7-9 mesi	10-12 mesi		
1945.....	0,64	5,00	0,50	—	2,52	5,00	1,50	2,83	3,36	3,90	4,44	4,71	5,95	—
1946.....	0,50	4,00	0,50	2,75	2,52	5,00	1,50	2,83	3,36	3,90	4,44	4,71	5,85	—
1947.....	1,89	4,48	0,50	2,00	2,52	5,00	1,50	2,98	3,51	4,05	4,59	4,86	6,43	6,29
1948.....	4,75	5,50	0,50	2,00	2,52	5,00	1,50	3,36	3,90	4,44	4,99	5,26	6,22	6,56
1949.....	4,82	4,77	0,50	2,00	2,52	4,75	1,50	2,97	3,50	4,04	4,59	4,86	5,68	6,69
1950.....	4,75	4,14	0,50	2,00	2,52	4,50	1,50	2,83	3,36	3,90	4,44	4,71	5,83	6,83
1951.....	4,75	4,00	0,50	2,00	2,52	4,50	1,50	2,83	3,36	3,90	4,44	4,71	6,12	7,23
1952.....	4,43	4,00	0,50	2,00	2,52	4,50	1,50	2,49	3,02	3,55	4,09	4,36	5,97	6,98
1953.....	4,25	4,00	0,50	2,00	2,52	4,40	1,50	2,30	2,83	3,36	3,90	4,17	6,16	6,98
1954.....	4,25	4,00	0,50	3,83	2,52	3,75	1,50	2,30	2,83	3,36	3,90	4,17	6,21	6,98
1955.....	4,25	4,00	0,50	4,00	2,52	3,75	1,50	2,30	2,83	3,36	3,90	4,17	6,39	6,90
1956.....	4,25	4,00	0,50	4,00	2,52	3,75	1,50	2,30	2,83	3,36	3,90	4,17	6,90	6,96
1957.....	4,25	4,00	0,50	4,00	2,52	3,75	1,50	2,30	2,83	3,36	3,90	4,17	7,19	7,05
1958.....	3,97	3,72	0,50	4,00	2,52	3,75	1,50	2,00	2,53	3,06	3,59	3,86	6,17	6,70
1959.....	3,75	3,50	0,50	3,75	2,52	3,75	1,50	1,78	2,30	2,83	3,36	3,63	5,41	5,66
1960.....	3,75	3,50	0,50	3,75	2,52	3,75	1,50	1,78	2,30	2,83	3,36	3,63	5,24	5,28
1961.....	3,75	3,50	0,50	3,75	2,52	3,75	1,50	1,78	2,30	2,83	3,36	3,63	4,98	5,30
1962.....	3,75	3,50	0,50	3,75	2,52	3,75	1,50	1,78	2,30	2,83	3,36	3,63	5,06	5,78
1963.....	3,75	3,50	0,50	3,75	2,52	3,75	1,50	—	—	—	—	3,59	5,20	6,07
1964.....	3,75	3,50	0,50	3,75	2,52	3,75	1,50	—	—	—	—	3,63	5,79	6,97
1965.....	3,75	3,50	0,50	3,75	2,52	3,75	1,50	—	—	—	—	3,63	5,42	6,67
1966.....	3,75	3,50	0,50	3,75	2,52	3,75	1,50	—	—	—	—	3,58	5,48	6,37

Il drastico ridimensionamento di questa voce di passività del Tesoro si inquadra nella politica attuata dai governi del periodo della Ricostruzione per contenere le tensioni inflazionistiche, manifestatesi sin dall'estate del 1946. Per quanto riguarda l'indebitamento statale, tale politica visse gli episodi di maggior rilievo nei decreti legislativi del dicembre 1947 e del maggio 1948, che vietarono al Tesoro di ricorrere alle anticipazioni della Banca d'Italia in assenza di una specifica legge di autorizzazione per importi determinati e che limitarono lo sbilancio nel conto di tesoreria provinciale, prima a 50 miliardi e quindi al 14% della spesa effettiva (indicata nei bilanci di previsione e successivi bilanci di variazione).

Di fatto, l'importo delle anticipazioni temporanee (100 miliardi) e straordinarie (343 miliardi), in essere nel 1947, non fu superato neppure in seguito e, nel periodo fino al 1950, il conto corrente per il servizio di tesoreria segnò soltanto nel 1948 e nel 1949 un saldo debitore, rispettivamente di 77 e 75 miliardi.

5.2 La politica di bilancio.

Se non vi è dubbio che il peso del Debito Pubblico poté essere nettamente ridotto rispetto al periodo anteguerra grazie unicamente all'inflazione, la lenta dinamica imposta al medesimo nei cinque anni dal 1946 al 1950 fu soprattutto frutto di una scelta deliberata in materia di politica finanziaria e monetaria.

Malgrado le impellenti necessità di spesa connesse con la ricostruzione, in un clima sociale tanto difficile, e nonostante le difficoltà di espansione delle entrate ordinarie, il rifiuto delle autorità all'indebitamento, come mezzo ordinario di copertura delle uscite di bilancio, suonava netto e programmatico; come risulta evidente, per esempio, dalla Relazione per il 1948, dove il nuovo Governatore della Banca d'Italia, Donato Menichella, benché con un'intonazione equilibrata e attenta a distinguere tra erogazioni pubbliche correnti e in conto capitale, dichiara espressamente il suo disfavore verso il "deficit spending". "Esiste (...) una relazione meno immediata, ma alla lunga non meno significativa, tra la tenuta della moneta ed il carattere produttivo o consuntivo delle spese finanziate con il deficit di bilancio. In breve si tratta di ciò: che quando lo Stato fa appello al risparmio volontario per coprire spese correnti, esso trasforma una somma di decisioni individuali a risparmiare in una decisione sociale a consumare, cioè modifica surrettiziamente la distribuzione dei consumi nel tempo, riducendo il tasso di formazione del capitale che gli imprenditori e i padri di famiglia avevano ritenuto appropriato; e accumula, per tal modo, un potenziale d'inflazione" (60).

In concreto, il Debito Pubblico che a fine dicembre 1945 uguagliava il 53% del PIL, scese al 23% nel corso dei due anni successivi, giovandosi anche dell'impennata inflazionistica del biennio 1946-47, per poi salire a fine 1950 soltanto al 30%.

(60) Banca d'Italia (1949) p. 121.

La caduta del rapporto Debito/PIL che si ottenne complessivamente dal gennaio 1946 al dicembre 1950, a differenza di quella registrata alla fine del quinquennio precedente, va ascritta soltanto per una piccola parte a merito dell'inflazione. Anzitutto perché la lievitazione dei prezzi sviluppatasi nel quinquennio dopo la guerra si manifestò forte ma non epocale. Posto uguale a 100 il livello dei prezzi all'ingrosso e quello dei prezzi al consumo del 1940, l'indice di fine 1945 raggiunse rispettivamente 1692 e 1963. Invece, fissato a 100 il livello dei prezzi 1945 gli indici del 1950 salirono a 238 e 264. Inoltre, tra lo scoppio della guerra e il ritorno della pace, con il mutamento della struttura dello stock che vedeva un aumento del Debito a breve, diminuì la capacità del Debito Pubblico di approfittare dell'inflazione. Il prestito patrimoniale, costituito da titoli a medio e lungo termine non indicizzati, rappresentava nel 1939 il 68% dell'indebitamento complessivo dello Stato, ma non più del 36% del medesimo totale nel 1945.

Soprattutto, però, dopo la guerra si divaricarono i ritmi di espansione del Debito e del prodotto interno lordo. La consistenza nominale delle passività statali di fine 1950 fu pari a 2,8 volte quella di fine 1945, mentre il prodotto 1950 corrispose a oltre 6 volte il prodotto del 1945. In termini reali, d'altra parte, l'incremento del Debito Pubblico, nei cinque anni, non superò il 17%, mentre la dilatazione del prodotto raggiunse il 160%.

Nel periodo in esame, infatti, lo stock di Debito assorbì disavanzi dei Tesoro che, dopo la fase di rapida crescita dei primi esercizi postbellici, furono riportati sotto controllo a partire dall'esercizio 1948-49 (tab. 10), grazie anche agli aiuti americani contabilizzati come entrate.

Oltre che nella riduzione degli importi assoluti del deficit, il rigore della politica di bilancio seguita negli anni della Ricostruzione può essere valutato anche nel tendenziale equilibrio che si volle mantenere tra indebitamento e spesa in conto capitale. Per quel periodo, in verità, quest'ultima è difficile da identificare compiutamente, sia per l'incertezza delle contabilizzazioni in bilancio sia perché nel triennio 1945-47 non si può parlare di un programma di investimenti ma piuttosto di interventi frammentari, rivolti a fronteggiare le più gravi necessità del paese e a dare un primo sollievo alla massa dei disoccupati. Tuttavia, nel bilancio di competenza dei soli tre esercizi dal 1947-48 al 1949-50 comparvero 1133 miliardi di erogazioni in opere pubbliche e strade ferrate. La cifra corrisponde all'81% dell'incremento del Debito Pubblico nei quattro anni dal 1947 al 1950, e rappresenta altresì la quasi totalità degli investimenti realizzati nel periodo dalle amministrazioni pubbliche italiane. Infatti, il forte ricorso del Tesoro al conto corrente con la Cassa Depositi e Prestiti privò la spesa in conto capitale degli enti locali dell'apporto del risparmio postale, suo principale sostegno.

Tabella 10

Risultati di Bilancio: 1945-46, 1949-50*(miliardi di lire a prezzi correnti)*

	1945-46	1946-47	1947-48	1948-49	1949-50
Spese dello Stato	569	916	1695	1634	1716
Percentuale delle entrate sul totale della spesa	28.2	41.7	50.2	69.6	82.7
Percentuale delle spese sul prodotto interno lordo	17.7	14.6	22.8	20.8	19.6
Percentuale delle entrate sul prodotto interno lordo	5.0	6.1	11.4	14.5	16.2
Disavanzo di cassa di parte della tesoreria statale	258	332	416	370	200
Percentuale del disavanzo di cassa sul prodotto interno lordo	8.0	5.3	5.6	4.7	2.3
Fabbisogno di tesoreria	268	473	496	424	393
Percentuale del fabbisogno di tesoreria sul prodotto interno lordo	8.3	7.5	6.7	5.4	4.5

Il rapido recupero di un tendenziale equilibrio tra entrate e uscite, il sostanziale rispetto del limite al debito rappresentato dalla spesa di investimento e il massiccio utilizzo delle risorse postali per le necessità della tesoreria statale sono aspetti di una politica finanziaria certamente molto cauta.

Gli indirizzi seguiti, tuttavia, non impedirono alla spesa pubblica complessiva di risalire nei cinque anni dopo la guerra al 30% del prodotto nazionale, una quota già sfiorata in Italia nel 1938 e analoga a quella tedesca del 1950, ma superiore alla quota di Francia, Giappone, Olanda e Stati Uniti di quell'anno. Nello stesso 1950, tra i paesi comparabili con l'Italia, soltanto la Gran Bretagna registrava un'incidenza della spesa pubblica sul prodotto, 34%, superiore alla nostra. Dunque, questi confronti internazionali, benché soltanto parzialmente significativi, valgono ad attenuare l'immagine di rigore e severità di solito associata alla politica finanziaria della Ricostruzione.

5.3 Il collocamento del Debito e la politica monetaria.

La gestione tradizionale e ortodossa del Debito Pubblico richiede di privilegiare gli strumenti a medio e lungo termine, riservando il debito fluttuante alla copertura di transitorie necessità di tesoreria. Tale impostazione, nel secondo dopoguerra, entrò in crisi, e non soltanto in Italia, poiché "di fatto la scelta del Tesoro tra i vari tipi di buoni e di titoli già da tempo rispecchia assai più la preferenza dei sottoscrittori che non le esigenze della tesoreria" (61).

Sul piano empirico, infatti, il sospetto con cui erano guardati l'indebitamento a breve e specificamente i BOT, nella seconda parte degli anni '40, dovette scendere

(61) Parravicini (1951).

a patti con il bisogno di finanziare deficit ampi e perduranti in scenari caratterizzati da instabilità dei tassi e lievitazione dei prezzi: due fenomeni che resero difficile l'indebitamento a lungo anche per lo Stato, impossibili eventuali conversioni, se ancora la voglia di ricorrervi esisteva nonostante le cattive esperienze fatte nel passato prima della seconda guerra mondiale.

Sul piano della riflessione teorica, già il Colwyn Committee del 1927 aveva raccolto tesi di operatori e studiosi, tra cui Keynes, favorevoli ad una gestione del Debito Pubblico fondata sulla diversificazione degli strumenti e, quindi, comprensiva di una quota rilevante di titoli a breve per meglio aderire alle preferenze e alle esigenze dei sottoscrittori. Anche in Italia, del resto, un nome prestigioso come Einaudi, nel suo manuale di Scienza delle Finanze del 1940, aveva riproposto l'immagine del BOT come Debito provvisorio del quale "alla fine dell'anno più non resterà traccia", ma aprendo altresì estesi varchi al suo impiego, nei casi di tassi a breve inferiori ai tassi a lunga e di emissioni "preparatorie" di prestiti patrimoniali, e riconoscendo l'esistenza di una clientela, composta da privati o da banche, "affezionata" a quel tipo di titolo.

Per di più, dopo la guerra, fu la politica monetaria stessa a incaricarsi di rafforzare la propensione delle banche verso i titoli a breve del Tesoro. Infatti, tra i provvedimenti di stabilizzazione decisi nel 1947, rientrarono quelli connessi con l'applicazione della riserva bancaria e destinati a influire, in una certa misura, anche sulla gestione del Debito Pubblico.

Alle aziende di credito, con l'eccezione delle Casse di Risparmio, venne imposto di versare una riserva, entro il settembre di quell'anno, in titoli di Stato o garantiti dallo Stato o in contante, del 20% dell'eccedenza dei depositi rispetto al decuplo del patrimonio con un limite massimo del 15%. Inoltre, i depositi raccolti dopo il 1^a ottobre furono assoggettati a una riserva in contante o titoli pari al 40%, fino ad un massimo del 25% della consistenza complessiva dei depositi stessi.

L'aver inserito i titoli del Tesoro tra gli strumenti di assolvimento degli obblighi di riserva, contribuì a creare un mercato per titoli a tasso di interesse contenuto e introdusse nella gestione del Debito elementi di stabilità destinati a durare a lungo. E proprio questo carattere di stabilità nel possesso anche dei BOT l'aspetto che più tranquillizzava le autorità monetarie italiane. Il debito fluttuante tra il 1945 e il 1950, al netto delle anticipazioni della Banca d'Italia, crebbe da 269 a 1468 miliardi, ovvero dal 29 al 56% del Debito Pubblico.

Se si eccettuano le pur rilevanti fluttuazioni mensili, il rischio di improvvise e forti richieste di monetizzazione dei BOT era limitato, anzitutto, grazie all'ampiezza della quota detenuta dagli istituti di credito. A fine 1949, su un totale di BOT di 782 miliardi, le aziende di credito ne detenevano il 44%, il 26% congiuntamente la Banca d'Italia e la Cassa Depositi e Prestiti e il 30% il settore "privati ed istituti non bancari". Per giunta, il provvedimento di inclusione dei BOT nella riserva obbligatoria ne ridusse in qualche modo la negoziabilità, ma non ne alterò la rispondenza agli obiettivi di una gestione redditizia della tesoreria delle banche.

Accanto a questi ridotti pericoli di instabilità di domanda, i BOT potevano offrire al Tesoro vantaggi abbastanza sensibili in termini di costo rispetto alle emissioni a medio e a lungo termine. Nel periodo, per adeguarsi ai rendimenti di mercato, il Tesoro avrebbe dovuto offrire titoli a medio termine a tassi poco sotto il 6%; invece, i BOT a 10-12 mesi furono emessi al 4,50% dal settembre 1944 al settembre 1947, e al 5% fino all'aprile 1949 per poi tornare al 4,50, e quelli a più breve durata a tassi ancora inferiori.

D'altra parte, tra il 1948 e il 1950, i tassi dei BOT a un anno erano abbastanza vicini ai tassi di remunerazione della riserva obbligatoria. Di conseguenza, per la salvaguardia di buoni livelli di redditività nei bilanci bancari, il rispetto degli obblighi di riserva mediante depositi in contante, piuttosto che per conferimento di BOT (a 12 mesi), non assunse grande significato. Cosicché si può forse dedurre che l'eleggibilità dei BOT per la riserva obbligatoria sia stata allora voluta e sia servita unicamente, o prevalentemente, per rafforzare la stabilità della loro diffusione sul mercato e non anche, come avveniva o si consigliava nel dopoguerra in altri paesi, per rendere la riserva obbligatoria meno punitiva per la redditività delle imprese bancarie.

Una differenza di tasso, invece, esisteva tra riserva obbligatoria in contante e in titoli diversi dai BOT. Il differenziale indusse a uno spostamento dalla prima verso i secondi tra gli anni '40 e '50, rendendo manifesto che l'inclusione dei titoli tra i mezzi per ottemperare la riserva obbligatoria riduceva per quest'ultima la capacità di regolare la dinamica del credito e dei depositi bancari. Talché nel 1953, si riservò l'abilitazione per la riserva ai soli depositi in contante e ai BOT, unificandone i tassi.

Prima di quella data, comunque, pur in presenza dell'incentivo insito nella normativa sulla riserva, la quota di titoli di Stato nei portafoglio delle banche non raggiunse valori simili alla corrispondente quota di BOT. Si passò, infatti, dall'11-12% del triennio 1947-49 al 20% del biennio 1950-51 e al 24% del 1952. In pari tempo, la porzione di titoli pubblici assegnabile al comparto "privati, società e estero" risultava molto più rilevante, benché in calo dal 64 al 58%.

Se per il Tesoro il collocamento di BOT, facilitato dai vincoli di riserva obbligatoria, rappresentava un'occasione di risparmio rispetto ad eventuali vendite di titoli patrimoniali, non per questo i BOT costituirono il canale di indebitamento meno oneroso. La loro emissione, "a rubinetto", sempre aperta, per quantitativi illimitati e a tasso fisso, privava il Tesoro dell'effettivo controllo sui diversi canali di approvvigionamento, costringendolo in particolare a contenere il ricorso allo scoperto di conto corrente con la Banca d'Italia: la fonte di finanziamento meno onerosa di tutte.

Inoltre, il tasso prefissato dei BOT, in determinate fasi, stazionava al di sopra del tasso a breve di mercato e imponeva allo Stato costi superiori al dovuto. In condizioni di abbondante liquidità, i BOT diventarono per le aziende di credito

allettanti sostituti dei crediti ordinari. Infine, in regime di offerta illimitata e continua di BOT, la politica monetaria perdeva lo strumento delle operazioni di mercato aperto e la capacità di influire rapidamente, con questo mezzo, sui tassi a breve.

Tuttavia, gli inconvenienti arrecati dal metodo di emissione dei BOT all'attività di indebitamento del settore pubblico e alla politica monetaria apparivano di poco conto e deliberatamente accettati. Di fatto, gli effetti dannosi sulla gestione e l'onerosità del debito si mantennero tollerabili, anche nel corso degli anni '50, grazie alle dimensioni dell'indebitamento. I riflessi negativi, per lo più deflazionistici, emersero con una certa gravità soltanto nei primi anni '60, quando, per l'appunto, si giunse alla riforma dei metodi di emissione.

Prima di allora, comunque, le conseguenze del metodo di diffusione dei BOT e, in particolare, il sottodimensionamento dell'esposizione del Tesoro verso la Banca d'Italia erano visti come normali corollari del finanziamento non inflazionistico del fabbisogno, assunto come obiettivo prevalente. Con l'emissione sempre disponibile, i BOT provvedevano più a rastrellare continuamente mezzi liquidi che non a finanziare il deficit, secondo le effettive esigenze e le possibili convenienze.

Non era tanto la preoccupazione per la liquidità esistente nel sistema in varie forme (tra cui i BOT), quanto piuttosto l'intenzione di evitare al Tesoro rischi di eccessivi e improvvisi smobilizzi a consigliare, ove ne ricorressero le possibilità, la trasformazione dei BOT in debiti a più lungo termine. Per svolgere la manovra di allungamento si ricorse ai Buoni Poliennali, presenti nello strumentario del Tesoro dal 1892 e da allora considerati un "quid tertium" dopo i prestiti consolidati e i BOT. Il programma di assestamento del Debito fluttuante prese avvio con la già ricordata emissione di Buoni Novennali del 1950 e si sviluppò con le emissioni di Buoni della medesima durata, che si ripeterono fino al 1956.

CAPITOLO 6

GLI ANNI DELLO SVILUPPO STABILE. 1951 - 1963.

6. 1. *La politica di bilancio.*

Il ciclo espansivo dell'economia europea e mondiale, gli aiuti internazionali, la stabilità dei prezzi, l'ampia offerta di manodopera, il vigore del processo di investimento, l'elevata crescita della produttività sono tutti elementi che introdussero l'economia italiana negli anni '50 e che le consentirono di svilupparsi fino al 1963 secondo ritmi tra i più elevati dell'intera storia nazionale.

Dal 1951 al 1963 il prodotto interno lordo (ai prezzi di mercato) quasi raddoppiò in termini reali, con incrementi medi annui del 5,8% (del 7% tra il 1961 e il 1963). Nei dodici anni la produzione industriale aumentò del 160%, grazie anche all'applicazione di nuove tecnologie e alla creazione, nel corso dei soli anni '50, di un milione e 800 mila nuovi posti di lavoro.

Nel decennio degli anni '50, tuttavia, l'occupazione complessiva s'accrebbe soltanto di 700 mila unità, in conseguenza del forte esodo dalle attività agricole, che persero più di due milioni di addetti, e del limitato incremento dell'impiego pubblico (230 mila addetti). Tra il 1961 e il 1963 l'occupazione rimase stabile in valore assoluto (pur scontando un incremento di 160 mila addetti nella pubblica amministrazione), ma si ridusse il tasso di partecipazione al mercato del lavoro tanto che, per l'appunto nel 1963, si registrò un minimo storico, 2,5%, nella forza lavoro in cerca di occupazione.

Alla capitalizzazione dell'economia partecipava anche il settore pubblico, attuando un volume di investimenti superiore all'eccesso dell'entrata corrente sulla spesa corrente. Gli investimenti lordi della pubblica amministrazione, nel decennio dal 1951 al 1960, si svilupparono con una media annua, 9,2%, molto vicina a quella degli investimenti totali: 9,6%. Successivamente, gli investimenti fissi nel settore industriale ebbero un'impennata vicina al 19% (in termini reali) nel 1961 e un ulteriore consolidamento nel biennio successivo. Nei medesimi anni, la pubblica amministrazione continuava ad erogare un flusso di spesa in conto capitale allo stesso livello raggiunto nel 1960.

Al rafforzamento e all'ammodernamento dell'apparato produttivo il settore pubblico partecipava anche con programmi di incentivi e sussidi agli investimenti privati, ma in definitiva è l'intera spesa pubblica che, unitamente alle esportazioni, va considerata tra i fattori essenziali della rapida crescita attuata in Italia in condizioni di contenimento dei consumi privati tra la fine della Ricostruzione e l'apparire delle difficoltà congiunturali nei primi anni '60.

La presenza nei dati di contabilità nazionale di un risparmio pubblico positivo, permanente a partire dal 1951 per l'amministrazione pubblica e dal 1953 per l'amministrazione centrale, indica che l'indebitamento effettuato nel periodo trova sbocco sostanzialmente nel finanziamento della spesa in conto capitale.

Negli esercizi finanziari 1951-52 e 1952-53 il movimento di cassa del Tesoro dello Stato sfociò in disavanzi complessivi (come somma della parte corrente e di investimento) ancora abbastanza elevati: 335 e 234 miliardi, pari al 2,9 e all'1,8% del prodotto interno lordo del 1952 e del 1953. Nondimeno, a partire dall'esercizio 1953-54 il tasso di incremento delle entrate ordinarie superava quello delle spese, così da determinare per tutti i residui bilanci degli anni '50 una reiterata riduzione del disavanzo di parte corrente e un contenuto disavanzo complessivo. Infine, negli esercizi 1959-60 e 1960-61 si formava un avanzo (tab. 11).

In un contesto siffatto è ovvio che il Debito Pubblico si sia dilatato in valore assoluto, rimanendo tuttavia costante, o accrescendosi di poco, come quota sul prodotto interno lordo. Di fatto, il debito sul mercato e verso la Banca Centrale dell'aggregato formato da Stato, Cassa Depositi e Prestiti e Crediop (obbligazioni per conto del Tesoro) tra il 1951 e il 1960 si dilata in circa 2,4 volte in valore assoluto, del 90% in termini reali e di soli 5 punti nell'incidenza sul prodotto interno. Questi ultimi, però, furono riassorbiti dall'eccezionale crescita, non solo reale ma anche nominale, del prodotto interno lordo dei primi anni '60, talché alla fine del periodo qui considerato, cioè nel 1963, il rapporto Debito del settore statale/prodotto nazionale ritornava ai livelli minimi raggiunti durante il periodo della Ricostruzione (24%).

Tabella 11

TESORO DELLO STATO. MOVIMENTO DI CASSA. ESERCIZI 1944/45 - 1964.*(miliardi di lire a prezzi correnti)*

Esercizi	Parte corrente			Parte capitale			Saldo	Variazione nei debiti e crediti di Tesoreria	Variazione nel fondo di Cassa
	Incassi	Pagamenti	Saldo	Incassi	Pagamenti	Saldo	totale		
1944/45	56	364	-308	39	4	35	-273	381	108
1945/46	149	407	-258	85	43	42	-215	202	-14
1946/47	364	697	-332	303	177	127	-206	194	-12
1947/48	765	1182	-416	57	146	-89	-505	459	-46
1948/49	989	1359	-370	31	81	-50	-420	376	-44
1949/50	1260	1460	-200	344	227	116	-84	184	100
1950/51	1477	1688	-211	140	88	51	-159	212	53
1951/52	1687	2007	-320	256	271	-15	-335	325	-10
1952/53	1891	2266	-374	416	276	140	-234	131	-103
1953/54	1953	2210	-258	268	144	124	-132	194	62
1954/55	2163	2400	-236	334	118	217	-20	20	—
1955/56	2396	2664	-268	259	145	114	-155	156	2
1956/57	2662	2863	-200	170	137	32	-168	170	2
1957/58	2868	3039	-171	94	133	-39	-210	212	2
1958/59	3140	3235	-95	423	543	-120	-214	214	—
1959/60	3460	3585	-125	924	590	334	209	-208	2
1960/61	3906	3846	60	334	338	-4	56	-59	-2
1961/62	4337	4376	-39	425	497	-72	-111	113	2
1962/63	4963	5109	146	192	420	-228	-374	372	-2
1963/64	5572	5589	-17	485	395	90	73	-70	3
1964 (luglio-dicembre)	3068	3377	-309	102	214	-112	-420	419	—

6.2. Debito e liquidità.

Fino ai primi anni '60, la tendenza a ridurre la liquidità del Debito in essere si manifestava prima di tutto in un limitato ricorso al finanziamento diretto della Banca d'Italia. Mentre le anticipazioni temporanee al Tesoro subirono un modesto decremento (13 miliardi) nel biennio 1952-53, il conto corrente di tesoreria partecipò al finanziamento del fabbisogno soltanto dal 1953 al 1955 e nel 1957.

Inoltre i BOT in possesso della Banca Centrale, in crescita fino al 1955, vennero praticamente ridotti a zero tra il 1959 e il 1960. Durante l'intero decennio, invece, aumentarono nel portafoglio dell'Istituto di Emissione, con crescita costante sebbene contenuta, i titoli di Stato con scadenza superiore all'anno e le obbligazioni per conto del Tesoro. Dal 1950 al 1963 la quota di tali titoli classati presso la Banca d'Italia passava dal 7 al 10% del totale.

Pur nella modestia degli importi coinvolti, la preferenza accordata al classamento di BOT e di altri titoli presso la Banca d'Italia, a scapito dello scoperto del conto corrente di tesoreria, si rifletteva in un aumento di costo per il Tesoro, data la maggiore onerosità per quest'ultimo per il finanziamento monetario attuato indirettamente con la vendita di titoli alla Banca Centrale rispetto a quello diretto realizzato con lo scoperto di conto corrente. L'aggravio apportato al servizio del Debito, a parità di finanziamento con base monetaria, si adatta difficilmente ad una logica "aziendalistica" del Tesoro e, forse, non trova giustificazione neppure nelle operazioni di mercato aperto che, nel periodo, la Banca d'Italia compiva in modo del tutto sporadico. Probabilmente, il limitatissimo impiego del conto corrente di tesoreria, cui si è assistito anche nella prima parte degli anni '60, va collegato con il fatto che la gestione del Debito era, in pratica, nelle mani della Banca Centrale, la quale manteneva il baricentro della politica del Debito Pubblico nella sua sfera di azione discrezionale, evitando l'uso automatico da parte del Tesoro del canale del c/c di Tesoreria.

Però, più del mutamento nel mix interno del finanziamento con base monetaria, è significativo il suo calo complessivo. La quota del debito del Tesoro verso la Banca d'Italia sul totale delle passività del settore statale si dimezzava nel corso degli anni '50, passando dal 25% del 1950 al 12% del biennio 1959-60, e risaliva bruscamente, ma a meno del 15%, nel 1963.

Tuttavia, il processo di stabilizzazione del Debito, e di assorbimento degli effetti espansivi derivanti dalla finanza pubblica, andava oltre l'uso ridotto di copertura con base monetaria per esplicarsi anche in una ricomposizione degli strumenti emessi a danno di quelli più liquidi. I BOT, infatti, si ridussero dal 31 % del 1950 al 27% nel 1959 e, ulteriormente, nei quattro anni successivi al 21 % del totale delle passività del settore statale.

Riguardo ai BOT, l'aspetto più interessante è che alla fine del decennio si rafforzò considerevolmente la loro quota detenuta dalle aziende di credito arrivando a toccare l'85% nel 1959 e a superare il 90% nei due anni successivi.

Il classamento proprio dei titoli più liquidi e più facilmente monetizzabili presso le banche, di fatto le grandi banche, dove i BOT erano sottoposti al congelamento dovuto alla riserva obbligatoria (estesa dal 1958 anche alle Casse di Risparmio), accentuò la stabilità nel possesso di tale tipo di Debito.

La posizione di preminenza che, per tutto il decennio degli anni '50, gli operatori non bancari mantennero nel possesso di titoli diversi dai BOT non fu di ostacolo al processo di stabilizzazione del Debito. Sul totale dei titoli di Stato, delle obbligazioni delle aziende autonome e delle obbligazioni per conto del Tesoro, la parte di "privati, società e estero" pari al 58% nel 1950 si fissava al 54% nel 1959 e al 57% nel 1960. Successivamente, per qualche anno, si ridimensionava leggermente soprattutto nel comparto delle obbligazioni per conto del Tesoro.

Verso la fine del periodo, nel novembre 1962, fu introdotta un'importante riforma del metodo di emissione dei BOT che sostituì il sistema di emissione "a rubinetto" fino ad allora seguito. Unificata la scadenza in quella a 12 mesi, i BOT vennero separati in quelli utili per la riserva obbligatoria delle banche e in quelli liberi. I primi vennero assegnati al prezzo "base" corrispondente al tasso anticipato del 3,5% e i secondi al prezzo meno elevato tra quelli offerti dai partecipanti all'asta rimasti aggiudicatari, cioè col metodo dell'asta marginale ("dutch auction") che era anche il metodo d'asta adottato in quegli anni dal Tesoro degli Stati Uniti.

Con la riforma del sistema di collocamento dei BOT fu possibile modificare anche la disciplina della riserva obbligatoria ponendo fine, in particolare, alla facoltà prima concessa alle banche di utilizzare i BOT. Si stabilirono precisi limiti alla quota di riserva costituibile in BOT, per dare alla Banca Centrale, prima costretta a emettere biglietti quando le aziende di credito decidevano di depositare BOT come riserva obbligatoria, il potere di controllare più da vicino la creazione di base monetaria.

L'insieme di questi provvedimenti valse a costituire le condizioni per lo svolgimento delle operazioni di mercato aperto. Di fatto, tuttavia, anche dopo il 1962 (fino al 1969) la Banca d'Italia s'impegnò a rinegoziare senza sovrapprezzo i BOT, che in conseguenza risultavano assimilabili alla base monetaria, e così le operazioni di mercato aperto non assunsero dimensioni significative e non si sviluppò un vero e proprio mercato secondario per questo tipo di titoli.

6.3. Il ruolo della raccolta postale.

Le vicende della raccolta postale che si svilupparono nel dopoguerra trovano in parte spiegazione negli indirizzi seguiti dalle autorità nel periodo precedente. Nella seconda parte degli anni '30, il regime fascista, pressato dalle necessità finanziarie del riarmo e più tardi della guerra, favorì lo sviluppo della Cassa Depositi e Prestiti fissando tassi di remunerazione del risparmio, raccolto dalla Posta, superiori ai tassi praticati dalle Casse di Risparmio. In relazione a ciò, l'importo del risparmio postale (libretti e buoni) tra il 1938 e il 1940 superò il 50% dei depositi di ogni tipo presso le aziende di credito. Nel periodo bellico, tuttavia, i fondi convogliati verso la

posta subirono un dimezzamento rispetto agli altri depositi, ma nel dopoguerra, sempre con un differenziale di tassi a loro favorevole, essi ripresero ad espandersi fino a superare, nel biennio 1950-51, il 30% dei depositi bancari.

Il risparmio postale, che nel 1947 rappresentava il 13% del debito complessivo del settore statale, iniziò da quell'anno una ascesa che lo condusse nel 1953 a toccare il 30%.

Nonostante l'importanza quantitativa dei fondi raccolti (che apparirebbe ancora maggiore se potessimo aggiungere ai libretti e ai buoni anche i conti correnti "di servizio" dei quali, però, per il periodo manca una conoscenza esatta), la Cassa Depositi e Prestiti fu in grado di rispondere in misura molto limitata alla sua finalità prevalente e caratterizzante, che è quella di convogliare fondi agli enti locali. Come nel periodo bellico e nel dopoguerra, anche nei primi anni '50 la raccolta postale venne incanalata in prevalenza verso la tesoreria statale. Infatti, mentre il risparmio postale passa dai 199 miliardi del 1947 ai 1146 del 1953, il saldo del conto corrente di Tesoreria intestato alla Cassa Depositi e Prestiti, irrobustito anche dall'apporto dei conti correnti al lordo di quelli "di servizio", cresce in pari tempo da 159 miliardi a 1065 miliardi. Di conseguenza lo spazio riservato ai prestiti agli enti locali rimane angusto, benché in rapida crescita.

Per il Tesoro il risparmio postale costituisce un canale di approvvigionamento alternativo ai BOT, come appare chiaro in particolare nel 1952. Il calo della raccolta a mezzo BOT che si registra in quell'anno, a seguito della correzione verso il basso apportata ai relativi tassi, trova compenso nella crescita del risparmio postale tanto che la Banca d'Italia (62) può concludere "che la riduzione del tasso di interesse corrisposto sui BOT, non soltanto non ha condotto ad una contrazione del risparmio affluito nelle sue varie forme al Tesoro dal settore privato, ma ha procurato al Tesoro un notevole sollievo sotto forma di riduzione del carico d'interesse derivante dal Debito Pubblico." Nel 1953, però, si assiste ad una svolta. Nel novembre il Governo riduce il tasso sui buoni postali fruttiferi dal 4,50% al 3,75%, dissolvendo il differenziale a sfavore dei tassi bancari sui depositi vincolati precedentemente in atto nonostante la pratica, perdurante dall'arresto dell'inflazione (settembre 1947), delle aziende di credito di corrispondere alla clientela remunerazioni superiori a quelle previste nell'accordo interbancario (63). Giudicato con favore dalla dottrina più sensibile agli interessi delle Casse di Risparmio (64), ma criticato da altri autori soprattutto per la penalizzazione degli enti locali in esso implicita (65), il provvedimento rallenta subito la formazione del risparmio postale. Il suo ritmo di crescita, tuttavia, nel corso del decennio scende a livelli inferiori al tasso di sviluppo del prodotto interno lordo soltanto dal 1955 al 1957.

(62) Banca d'Italia (1953) p.255.

(63) Baffi (1965) p.180.

(64) Dell'Amore (1953).

(65) De Cecco (1968) pp.58--64.

A partire dal 1954, il saldo del conto corrente della Cassa Depositi e Prestiti presso la Tesoreria soffre una stasi che, nella seconda parte degli anni '60, sfocia in un forte regresso. Inoltre, dopo i significativi aumenti del precedente quinquennio, dal 1955 si stabilizza anche l'importo di titoli pubblici in possesso della Cassa. Il loro collocamento nel portafoglio di quest'ultima riprende con vigore nel biennio 1962-63, talché per il resto degli anni '50 il blocco dei finanziamenti al Tesoro favorisce il finanziamento agli enti locali, pur nei limiti di disponibilità frenate nella loro espansione dal provvedimento sui tassi ora ricordato. I mutui impegnano la maggior parte degli incrementi che si manifestano nel risparmio postale e, particolarmente nel 1956 e nel 1958, assorbono anche la maggior parte dei movimenti erratici dei conti correnti postali (compresi quelli "di servizio").

CAPITOLO 7

DALLA CRISI DI "CONGIUNTURA" FINO ALLA PRIMA CRISI PETROLIFERA. 1963-1973

7. 1. Caratteri generali.

L'ottobre del 1963 segnò il culmine di una fase espansiva durata un dodicennio, ma già da qualche tempo l'economia italiana aveva perso i caratteri di stabilità che l'avevano precedentemente contraddistinta. Il periodo tra il 1959 e il 1962, infatti, fu caratterizzato dalle prime cospicue rivendicazioni salariali nell'industria. Il conseguente aumento del costo del lavoro ridusse i margini di profitto e l'autofinanziamento delle imprese, spingendole a ricorrere al finanziamento bancario per la realizzazione degli investimenti.

A partire dal 1959 gli impieghi bancari segnarono tassi di incremento dell'ordine del 20%, superiori a quelli verificati nel decennio precedente. Nel 1961, in presenza di sintomi di cedimento degli investimenti, il coefficiente di riserva obbligatoria venne ridotto dal 25 al 22,5% liberando risorse per un ulteriore rapido accrescimento degli impieghi.

All'aumento degli investimenti si sovrappose una netta espansione dei consumi, determinando effetti moltiplicativi accelerati sulla domanda globale e dando luogo a un'inflazione da eccesso di domanda, fenomeno fino a quel momento sconosciuto nell'economia italiana. Di fatto, l'indice dei prezzi alla produzione che ancora nel 1962 era inferiore al 4% del corrispondente indice del 1951, si accrebbe del 5% nel solo 1963, mentre i prezzi al consumo, lievitati in misura del 32% dal 1951 al 1961, aumentarono del 5% e del 7% nel 1962 e nel 1963, rispettivamente.

Inoltre peggiorarono i conti con l'estero. Nel 1962 il movimento dei capitali assunse un saldo negativo per la prima volta dal 1950 e nel 1963 divenne passiva anche la bilancia corrente.

La stabilizzazione fu attuata principalmente con provvedimenti monetari e, dal 1964, con un inasprimento della pressione fiscale. Si ottenne anche un credito "stand-by" dalla Riserva Federale degli Stati Uniti che rimpinguò le riserve valutarie. A queste misure reagì più prontamente la bilancia dei pagamenti che tornò in attivo nel 1964, grazie soprattutto alla ripresa delle esportazioni. Il processo inflazionistico, invece, andò smorzandosi solo nel corso del 1965.

Dopo la fase congiunturale del 1963-64, l'economia italiana riprendeva a svilupparsi con tassi particolarmente elevati, superiori al 6% in termini reali, dal 1966 al 1969, ma con un netto rallentamento del ritmo di espansione nel 1971 e 1972. Essa, fino al 1972, si giovò di una lievitazione dei prezzi limitata, benché contrassegnata da tassi annui altalenanti, e dalla tenuta della bilancia commerciale.

L'intero periodo, però, fu attraversato da una crescente turbolenza interna e internazionale che impose alle autorità di assumere provvedimenti riequilibratori frequenti e con un approccio "stop and go".

Tra il 1964 e il 1965, in presenza di una crescita del rapporto tra emissioni nette e prodotto interno lordo, sorsero dubbi sulla possibilità di collocare ingenti importi di titoli, pubblici e privati, senza generare una pressione sui tassi. Di conseguenza, con un provvedimento che equivale a una riduzione del coefficiente di riserva, si autorizzarono prima le Casse di Risparmio e successivamente le altre banche a utilizzare titoli a lungo termine per gli obblighi di riserva obbligatoria a fronte dei depositi.

Per favorire il collocamento presso il pubblico e le aziende di credito, nel 1966 la Banca d'Italia iniziò una politica di stabilizzazione dei corsi, garantendo con operazioni sul mercato secondario rendimenti attorno al 6,5% per le obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale e del 5,5% per i titoli di Stato. Questa politica di stabilizzazione dei rendimenti servì ad aumentare il grado di liquidità delle emissioni, ampliando così il mercato dei titoli a reddito fisso (66).

Gli acquisti da parte della Banca Centrale divennero particolarmente imponenti nel 1969, quando per loro mezzo, e con il rifinanziamento delle aziende di credito, si compensò parzialmente la distruzione di base monetaria che avveniva attraverso il canale estero, dovuta alle ingenti uscite di capitali richiamati sui mercati internazionali dai forti differenziali di rendimento in atto già dal 1968.

Tuttavia, nel luglio del 1969, l'intervento sul mercato dei titoli dovette abbandonare la salvaguardia dei tassi fissati nel 1965 e ciò equivalse alla fine della politica di stabilizzazione dei corsi. Ne derivarono una caduta nella domanda dei titoli, un restringersi dei finanziamenti a medio e lungo termine (erogati dagli Istituti di Credito Speciale) e un effetto depressivo sugli investimenti. Prese inoltre a delinearsi il fenomeno, inverso a quello prodottosi nel 1965, dell'incremento dell'intermediazione bancaria.

Nel 1969 venne anche sospesa la prassi operante dal 1962 di acquisto e vendita di BOT da parte della Banca Centrale senza limiti e a prezzi corrispondenti al tasso ufficiale di sconto. Si autorizzò la Banca d'Italia ad acquistare e alienare BOT nei quantitativi e ai tassi opportuni per il controllo della liquidità. La manovra, però, non pervenne a risultati consistenti.

(66) Fazio (1979).

Nel 1970, mentre i consumi privati subivano un'accelerazione dovuta anche agli aumenti retributivi conseguenti alle vaste controversie di lavoro dell'anno precedente, i prezzi al dettaglio e ancor più quelli alla produzione manifestarono segni di tensione. Nel 1971, in presenza di una vivace crescita dei prezzi e di un peggioramento delle prospettive occupazionali, si produsse un aumento sensibile della propensione al risparmio delle famiglie: un fenomeno che doveva ripetersi successivamente, facilitando l'assorbimento dell'imponente Debito Pubblico che si andava preparando. Influenzata dal ciclo internazionale, alla fine del 1972, la produzione segnò una netta ripresa. Erano però in via di deterioramento i conti con l'estero, tanto che nel 1973 il saldo delle partite correnti assunse un valore negativo vicino ai 1500 miliardi, risultato inusitato per la nostra economia di allora.

In quell'anno, anche in conseguenza dell'entrata in vigore della prima parte della riforma tributaria (imposte indirette), s'accentuarono le difficoltà a contenere il disavanzo del Tesoro.

D'altra parte, il collocamento di titoli del Debito Pubblico incominciò ad essere in una certa misura agevolato dalle forme che la politica monetaria dovette assumere.

Per preservare la compatibilità tra equilibrio esterno, inflazione e crescita interna, inducendo una crescita dei tassi a breve e stabilizzando i tassi a lunga, nel giugno 1973 si introdusse un vincolo di portafoglio per tutte le banche (ad eccezione delle Casse rurali) volto ad accrescere la richiesta di titoli a medio e a lungo termine. Inoltre, in luglio entrò in vigore anche un massimale sull'espansione degli impieghi bancari. Congiuntamente e prontamente, i due mezzi di controllo determinarono effetti positivi sui movimenti di capitale a breve termine con l'estero, ma senza aggiungere alla politica monetaria un'impronta eccessivamente restrittiva. Ed in effetti, in quello stesso 1973, il reddito nazionale e gli investimenti poterono crescere in termini reali al di sopra delle previsioni (del 5,9% il primo e del 22% gli investimenti in macchinari e in costruzioni).

7.2. La fine dell'equilibrio della finanza pubblica.

La tab. 12 compendia la traiettoria seguita dalla finanza pubblica dal 1960 (primo anno per il quale sono disponibili i dati di contabilità nazionale secondo lo schema SEC).

L'indebitamento netto (saldo relativo alle entrate e alle spese finali al netto delle partite finanziarie) della pubblica amministrazione (colonna 1) e del settore pubblico, comprensivo quest'ultimo delle aziende autonome diverse da Anas e Foreste (colonna 2), inaugurarono gli anni '60 in condizione di sostanziale pareggio.

Il parametro fondamentale che denota la stabilità della finanza pubblica di quel momento può essere individuato nella perdurante prevalenza delle entrate correnti della pubblica amministrazione sulle uscite correnti del medesimo aggregato. Nell'intero decennio degli anni '60, il risparmio pubblico divenne limitatamente

Tabella 12

SALDI DELLA FINANZA PUBBLICA. 1960 - 1987.*(migliaia di miliardi a lire correnti)*

	Indebitamento netto della pubblica amministrazione	Indebitamento netto del settore pubblico	Differenza	Fabbisogno del settore pubblico comprensivo partite finanziarie	Differenza (4)-(2)	Fabbisogno del settore statale	Differenza (4)-(6)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1960	- 0.2	- 0.2	0.0	- 0.4	- 0.1	- 0.4	0.0
1961	- 0.2	- 0.2	0.0	- 0.4	- 0.2	- 0.3	-0.1
1962	- 0.3	- 0.3	0.0	- 0.7	- 0.4	- 0.5	-0.2
1963	- 0.4	- 0.4	0.0	- 1.0	- 0.6	- 0.8	-0.2
1964	- 0.3	- 0.5	-0.2	- 1.1	- 0.6	- 0.8	-0.3
1965	- 1.5	- 1.8	-0.3	- 1.8	0.0	- 1.5	-0.3
1966	- 1.6	- 1.9	-0.3	- 2.3	- 0.4	- 1.8	-0.4
1967	- 1.0	- 1.2	-0.2	- 1.7	- 0.5	- 1.2	-0.4
1968	- 1.4	- 1.8	-0.4	- 2.8	- 1.0	- 2.0	-0.8
1969	- 1.7	- 1.9	-0.2	- 2.2	- 0.2	- 1.7	-0.5
1970	- 2.2	- 2.2	0.0	- 4.0	- 1.8	- 3.2	-0.8
1971	- 3.5	- 4.2	-0.6	- 6.1	- 1.9	- 4.7	-1.3
1972	- 5.6	- 5.7	-0.1	- 7.7	- 1.9	- 5.9	-1.8
1973	- 6.3	- 6.7	-0.5	- 10.1	- 3.4	- 8.0	-2.1
1974	- 7.8	- 8.3	-0.5	- 11.0	- 2.7	- 9.0	-2.0
1975	- 14.6	- 15.6	-1.0	- 18.3	- 2.7	- 16.4	-1.9
1976	- 14.1	- 15.2	-1.1	- 17.7	- 2.5	- 14.9	-2.8
1977	- 15.1	- 16.6	-1.5	- 19.4	- 2.8	- 22.6	+3.1
1978	- 21.6	- 23.6	-1.9	- 33.7	-10.1	- 34.3	+0.6
1979	- 25.7	- 27.4	-1.6	- 32.5	- 5.1	- 30.4	-2.1
1980	- 33.0	- 34.5	-1.5	- 37.7	- 2.9	- 37.0	-0.6
1981	- 53.0	- 54.0	-1.0	- 53.8	+ 0.8	- 53.3	-0.5
1982	- 61.6	- 63.8	-2.2	- 76.6	-12.5	- 72.7	-3.9
1983	- 67.2	- 70.1	-2.9	- 90.7	-20.0	- 88.2	-2.4
1984	- 84.0	- 85.4	-1.4	-102.2	-16.8	- 95.7	-6.5
1985	- 101.7	-104.4	-2.7	-119.3	-14.9	-122.6	+3.3
1986	-103.3	-103.8	-0.5	-110.1	- 6.3	-110.2	+0.1
1987	-102.9	-106.5	-3.6	-114.3	- 7.8	-114.2	-0.1

negativo soltanto nel 1965, anno congiunturalmente avverso, e nel successivo 1966 (tab. 13). La comparsa del disavanzo di parte corrente nel 1965 fu dovuta, più che alla stasi delle entrate, alla crescita subita dalle prestazioni sociali, pari a 1,6 punti di prodotto interno lordo rispetto al 1964, che costituì un incremento eccezionale rispetto alla norma di un periodo, quale quello degli anni '60, nettamente caratterizzato da una crescita lenta e regolare delle principali grandezze finanziarie (tabb. 14 e 15).

**ENTRATE E SPESE CORRENTI DELL'AMMINISTRAZIONE PUBBLICA
IN PUNTI PERCENTUALI DEL PRODOTTO INTERNO LORDO. 1960 - 1987.**

	Entrate correnti		Spese correnti		Saldo (Risparmio pubblico)		Saldo al netto spesa per interessi		Saldo del conto capitale	
1960	29.5		26.7		2.8		4.4		-3.7	
1961	28.9		26.0		2.9		4.3		-3.8	
1962	29.8		27.0		2.8		4.2		-3.8	
1963	30.2		28.1		2.1		3.4		-3.3	
1964	31.3		28.7		2.6		3.8		-3.4	
1965	30.7		31.2		-0.5		0.7		-3.5	
1966	30.7		31.3		-0.6		0.8		-3.3	
1967	31.7		30.7		1.0		2.6		-3.5	
1968	32.2		31.6		0.6		2.2		-3.6	
1969	31.3		31.2		0.1		1.8		-3.4	
1970	31.2		30.9		0.3		2.1		-3.9	
1971	31.8		33.8		-2.0		—		-3.3	
1972	31.5		35.7		-4.2		-1.9		-3.5	
1973	31.0		35.0		-4.0		-1.5		-3.2	
1974	31.4		35.0		-3.6		-0.5		-3.5	
1975	31.8		38.9		-7.1		-3.1		-4.7	
1976	33.6		38.6		-5.0		-0.5		-4.1	
1977	35.2		39.1		-3.9		1.0		-3.7	
1978	36.5		42.3		-5.8		0.1		-4.1	
1979	36.1		41.6		-5.0		0.8		-4.2	
1980	38.5	33.4	43.6	37.8	-5.1	-4.4	1.1	1.0	-4.6	-4.0
1981	40.1	34.2	48.1	41.1	-8.0	-6.9	-0.8	-0.8	-5.2	-4.4
1982	43.0	36.3	50.4	43.3	-7.4	-7.0	1.0	0.1	-4.9	-4.2
1983	46.0	38.2	52.8	44.9	-6.8	-6.8	2.1	0.7	-4.5	-3.8
1984	45.3	37.9	53.2	45.0	-7.9	-7.1	1.6	0.9	-5.1	-4.5
1985	45.8	38.4	53.5	45.2	-7.7	-6.8	1.8	1.2	-6.5	-5.6
1986		39.3		45.8		-6.5		2.0		-4.9
1987		39.7		45.4		-5.6		2.5		-4.9

All'inizio del decennio, appena più accentuati si mostravano i deficit misurati in termini di fabbisogno, comprensivo delle partite finanziarie, del settore pubblico (tab. 12 colonna 4) e di fabbisogno del settore statale (colonna 6). Quest'ultimo è il saldo più rilevante per la copertura con mezzi tipici del Debito Pubblico.

Tabella 14

**ENTRATE CORRENTI DELLA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE.
QUOTE PERCENTUALI DEL PRODOTTO INTERNO LORDO. 1960 - 1986.**

	Imposte dirette		Imposte indirette		Contributi erariali (effettivi e figurativi)		Vendita di beni e servizi e altre entrate correnti		Entrate correnti totali	
1960	5.5		12.1		9.8		2.0		29.5	
1961	5.2		12.0		9.7		2.0		28.9	
1962	5.8		12.0		10.2		1.9		29.8	
1963	5.6		11.5		11.2		2.0		30.2	
1964	6.1		11.6		11.8		1.7		31.3	
1965	6.1		11.5		11.2		1.9		30.7	
1966	6.1		11.4		11.0		2.2		30.7	
1967	5.9		12.0		11.5		2.3		31.7	
1968	6.3		11.7		12.1		2.0		32.2	
1969	6.2		11.4		11.5		2.1		31.3	
1970	5.5		11.2		11.9		2.6		31.2	
1971	5.7		10.9		12.4		2.8		31.8	
1972	6.3		10.1		12.4		2.6		31.5	
1973	6.0		9.8		12.6		2.6		31.0	
1974	6.0		9.8		12.8		2.8		31.4	
1975	6.7		8.7		14.0		2.3		31.8	
1976	7.7		9.6		14.0		2.4		33.6	
1977	8.6		10.3		13.8		2.6		35.2	
1978	10.0		10.1		14.0		2.5		36.5	
1979	9.8		9.4		14.5		2.4		36.1	
1980	11.0	9.6	9.9	8.6	14.7	12.7	2.9	2.5	38.5	33.4
1981	12.7	10.9	9.5	8.2	14.9	12.8	3.0	2.5	40.1	34.2
1982	13.7	11.8	9.9	8.6	15.9	13.7	3.4	2.2	43.0	36.3
1983	14.5	12.3	10.7	9.2	16.5	14.0	4.2	2.6	46.0	38.2
1984	14.8	12.6	11.0	9.2	16.1	13.5	3.4	2.5	45.3	37.9
1985	15.3	12.9	10.6	8.9	16.1	13.5	3.7	3.0	45.8	38.4
1986		12.8		9.0		13.9		3.5		39.3
1987		13.3		9.5		13.9		3.1		39.7

Nel decennio tra il 1963 e il 1972, i quattro saldi andarono aumentando in modo all'incirca parallelo e, nelle fasi recessive del 1965 e del 1971-72, subirono tutti incrementi superiori a quelli di trend, manifestando così come abbiamo già notato per il risparmio pubblico, l'esistenza della dipendenza del bilancio pubblico dalla evoluzione economica sottostante. Nello stesso lasso di tempo, assunsero valori più vari e instabili i "saldi" ottenuti per differenza, riferibili rispettivamente alle aziende autonome, alle partite finanziarie e agli enti locali. In particolare, partite finanziarie e fabbisogno degli enti locali impegnarono quantità notevoli del fabbisogno complessivo nei primi anni '70.

Tabella 15

**SPESE CORRENTI DELLA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE.
QUOTE PERCENTUALI DEL PRODOTTO INTERNO LORDO. 1960 - 1986.**

	Retribuzioni		Acquisto beni e servizi		Prestazioni sociali		Contributi alla produzione		Interessi		Altre uscite correnti		Uscite correnti Totali	
1960	8.9		3.9		10.3		1.4		1.6		0.6		26.7	
1961	9.0		3.9		10.2		1.0		1.4		0.5		26.0	
1962	9.3		4.0		10.6		1.2		1.4		0.6		27.0	
1963	10.0		4.1		11.2		1.0		1.3		0.6		28.1	
1964	10.3		4.2		11.1		1.2		1.2		0.6		28.7	
1965	11.1		4.2		12.7		1.3		1.2		0.7		31.2	
1966	11.0		4.1		12.9		1.3		1.4		0.7		31.3	
1967	10.7		4.0		12.3		1.4		1.6		0.7		30.7	
1968	10.7		4.0		12.9		1.7		1.6		0.7		31.6	
1969	10.5		4.0		12.6		1.7		1.7		0.6		31.2	
1970	10.3		3.8		12.7		1.5		1.8		0.8		30.9	
1971	11.5		4.4		13.4		1.6		2.0		0.9		33.8	
1972	11.9		4.5		14.3		1.9		2.3		0.8		35.7	
1973	11.6		4.2		14.0		1.6		2.5		1.0		35.0	
1974	11.2		4.3		14.0		1.6		3.1		0.9		35.0	
1975	11.3		4.5		16.0		2.2		4.0		1.0		38.9	
1976	10.9		4.1		16.0		2.1		4.5		0.8		38.6	
1977	11.4		4.2		15.5		2.3		4.9		0.8		39.1	
1978	11.8		4.3		16.7		2.5		5.9		1.0		42.3	
1979	12.0		4.5		16.0		2.5		5.8		0.8		41.6	
1980	12.6	10.9	4.4	3.8	16.2	14.1	3.3	2.8	6.2	5.4	0.8	0.7	43.6	37.8
1981	14.0	12.0	4.7	4.0	18.2	15.5	3.3	2.8	7.2	6.1	0.7	0.6	48.1	41.1
1982	13.9	12.0	4.9	4.2	18.9	16.2	3.6	3.1	8.4	7.1	0.8	0.7	50.4	43.3
1983	14.1	12.0	5.2	4.5	20.3	17.3	3.3	2.9	8.9	7.5	0.9	0.8	52.8	44.9
1984	14.0	11.9	5.3	4.6	19.8	16.7	3.5	3.0	9.5	8.0	1.0	0.8	53.2	45.0
1985	13.9	11.7	5.6	4.8	20.3	17.1	3.1	2.8	9.5	8.0	1.0	0.8	53.5	45.2
1986		11.6		4.7		17.2		3.0		8.5		0.8		45.8
1987		11.9		4.9		17.0		2.7		8.1		0.7		45.3

Il succedersi di deficit, dovuti essenzialmente alle spese in conto capitale, determinava nell'arco del decennio dei '60 una crescita del Debito Pubblico complessivo contenuta nell'ambito di alcuni punti di prodotto interno lordo (circa cinque tra il 1960 e il 1970). Nel triennio dal 1971 al 1973, invece, il debito nazionale si impennò accrescendo la propria incidenza sul prodotto di ben undici punti. Era il primo scossone alla lenta salita del Debito apportato dal deficit "finanziario", ovvero dal saldo di parte corrente (risparmio pubblico) al netto degli interessi (tab. 13), in via di formazione nella prima metà degli anni '70.

7.3. La nuova distribuzione del possesso del Debito Pubblico.

Il possesso di strumenti del Debito Pubblico da parte delle famiglie imprime, *coeteris paribus*, a un dato stock di debito, una minore carica di instabilità. Lo spostamento della quota di titoli dal settore delle famiglie alle aziende di credito, che si verificò a partire dagli anni '70, poneva le premesse di accentuate difficoltà nella politica economica del successivo periodo e nella stessa gestione dell'indebitamento pubblico, difficoltà che si sarebbero aggiunte a quelle direttamente connesse con le dimensioni in rapida crescita dei flussi e delle consistenze.

Il ridimensionamento della quota spettante agli investitori del "settore privato ed estero" nell'acquisizione di titoli pubblici alla vigilia della prima crisi petrolifera, e in un contesto con venature già inflazionistiche, si ricollegava alle spinte in atto verso l'intermediazione bancaria. Questa, generalmente, non ostacola la fornitura di credito allo Stato, ma può rivelarsi costosa per il prenditore, rispetto all'accesso diretto al risparmio, e "non appare utile, poiché la trasformazione bancaria delle scadenze e dei rischi, necessaria per il debito privato, lo è in misura molto più ridotta per quello pubblico" (67).

L'accelerazione dei prezzi incominciava ad orientare le scelte finanziarie delle famiglie verso le forme di impiego più liquide, quali i depositi bancari, tanto più che i tassi di altri tradizionali mezzi di impiego, quali il risparmio postale, non subivano nel periodo alcun adeguamento.

In effetti, all'interno delle attività finanziarie delle famiglie, che nel periodo 1969-1979 hanno rappresentato in media il 70% delle attività finanziarie totali, la componente costituita dai depositi bancari iniziò nel 1970 una progressione piuttosto lenta fino al 1972 ma destinata ad impennarsi tra il 1973 e il 1976-1977. Per le caratteristiche istituzionali sia del metodo di collocamento dei titoli a breve, sia del mercato, nonché per la lentezza nell'apprendimento di un pubblico vasto come quello delle famiglie dei risparmiatori, il Tesoro non era ancora in grado di rispondere direttamente alla domanda di liquidità. A ciò si addivenne, dopo una fase inflazionistica protratta, con la riforma dell'emissione dei BOT del 1975 e con il varo dell'indicizzazione finanziaria del 1977 (emissione di CCT a rendimento indicizzato).

7.4. L'abbandono del sostegno al mercato finanziario. Riflessi sul Debito.

Nella prima parte del periodo 1963-1973 non emergono forti e repentini segnali di cambiamento nella composizione del Debito Pubblico. Tra le passività del settore statale, i BOT declinavano lentamente; i titoli a medio e lungo termine e il risparmio

(67) Banca d'Italia (1982) p. 409.

postale conservavano, all'incirca, quasi inalterata la propria quota, complessivamente ben superiore alla metà del totale. Il finanziamento diretto della Banca d'Italia quasi raddoppiò nel 1963 e, poi, cedette nettamente nel 1966, ma sempre nell'ambito di movimenti congiunturali che non si tradussero in mutamenti strutturali del peso relativo del Debito creatore di base monetaria. Questo, costituito dalla somma di tutte le passività del Tesoro assorbite dalla Banca Centrale, in tutto il decennio degli anni '60 variò dai 2 ai 5 punti di prodotto interno lordo e dall'11 al 19% del Debito Pubblico totale.

Nel biennio 1969-1970, si registrò un cambiamento nella politica delle operazioni di mercato aperto da parte della Banca Centrale. Infatti, ci fu l'abbandono, realizzato con una certa gradualità nella seconda parte del 1969, della politica di sostegno dei titoli a reddito fisso. La scelta di porre fine a questo tipo di intervento, che apriva le porte all'allineamento dei tassi interni ai tassi d'interesse esteri, più elevati già da qualche tempo, "si inquadra nel complesso di provvedimenti presi dalla Banca d'Italia per esercitare un più diretto controllo sulla creazione di base monetaria. In un periodo nel quale si manifestavano crescenti tensioni nei prezzi e aspettative di un inasprimento di essi, in seguito agli aumenti dei costi di produzione, è sembrato opportuno sopprimere la possibilità per l'economia di procurarsi base monetaria in quantità teoricamente illimitata per mezzo di cessioni di titoli" (68).

Il mutamento introdotto nel mercato obbligazionario dall'abbandono della politica di stabilizzazione limitava le convenienze del suo accesso per tutti e, quindi, rendeva difficile il ricorso al mercato anche per lo Stato. Parte delle emissioni previste nei piani di spesa pluriennali, in particolare finalizzate all'edilizia scolastica, agli investimenti nel Mezzogiorno, al Piano Verde e ad altro ancora furono rinviate.

In quel periodo, inoltre, si esplicitava l'intenzione delle autorità monetarie di "creare un diaframma tra i titoli a lungo termine e il resto del sistema finanziario, affinché la pressione della domanda di fondi del Tesoro trovi espressione in un aumento dei tassi sui titoli a breve senza ripercuotersi immediatamente sui rendimenti di tutte le altre attività finanziarie. Occorre, cioè, accrescere il grado di indipendenza del mercato dei capitali dal disavanzo del Tesoro, allo scopo di impedire che al disavanzo spetti l'iniziativa nella determinazione dei tassi a lungo termine" (68). Quali principali strumenti volti alla protezione del mercato dei capitali, con vantaggio anche per il Tesoro (data la diseguale distribuzione nel tempo dei suoi disavanzi), il Governatore della Banca d'Italia indicava i titoli a breve termine, ovvero i BOT per investimenti liberi, nonché i "titoli intermedi" a tassi variabili. Al riguardo, come esempio positivo di emissione a rendimenti sensibili alle condizioni di mercato, e per questo appetita sui mercati internazionali, egli citava il prestito Enel collocato all'estero nel maggio 1970.

(68) Banca d'Italia (1970) p.408-409.

In quel periodo, tuttavia, varie caratteristiche istituzionali (unidirezionalità dei flussi interbancari, modi del rifinanziamento alle aziende di credito, remunerazione dei depositi di conto corrente bancario) ostacolavano ancora il formarsi di un mercato monetario. Inoltre, va anche ricordato che, come causa e insieme come effetto dell'assenza di un mercato monetario, i quantitativi di BOT offerti all'asta tra il 1969 e il 1972 risultavano modesti.

Soltanto nella seconda metà del 1973 le emissioni di BOT acquisivano proporzioni più ragguardevoli, mentre la loro scadenza, rimasta fissa sino ad allora ai 12 mesi, veniva accorciata ai 6 mesi e successivamente ai 3 mesi.

7.5. I titoli a medio e lungo termine e le obbligazioni per conto del Tesoro.

Il comparto dei titoli del Tesoro a medio e lungo termine rappresentò per tutti gli anni '60 una quota variante dal 21 al 24% del totale delle passività del settore statale.

Successivamente, tra il 1971 e il 1973, con l'abbandono del sostegno del mercato finanziario e con l'affacciarsi dell'inflazione, esso subì un drastico ridimensionamento che lo ridusse al 14%, la quota più bassa dalla fine della seconda guerra mondiale.

Nel settore del prestito a medio e lungo termine, tra la seconda parte degli anni '60 e la prima degli anni '70, le innovazioni più significative prendevano corpo al di fuori del complesso dei titoli di Stato. Dal 1967, le Ferrovie accedevano direttamente al mercato obbligazionario con ripetute emissioni che conducevano questa fonte di finanziamento a sfiorare nel 1972 il 5% del totale delle passività del settore statale. Nel 1971, inoltre, la Cassa Depositi e Prestiti iniziava a collocare le cartelle per il credito comunale e provinciale, reiterando successivamente l'iniziativa fino a far assumere al titolo nel 1977-1978 una certa rilevanza (6-7%) tra le passività complessive del settore statale.

D'altra parte, nel secondo lustro del decennio acquisiva un deciso rilievo un genere già presente nel menù offerto dal Tesoro, le obbligazioni del Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche (Crediop) emesse con garanzia dello Stato (costituita dall'iscrizione nel bilancio statale delle rate di ammortamento dei relativi mutui erogati dal Crediop allo Stato, con distinta imputazione e specifico vincolo a favore del Crediop stesso). Tali "obbligazioni per conto del Tesoro", già più che triplicate nel 1965 rispetto al 1960, raggiunsero il 25% del totale delle passività del settore statale nel biennio 1969-1970.

Anche prima degli anni '60, con la concessione di mutui a fronte dell'emissione di obbligazioni garantite dal Tesoro, il Crediop era stato chiamato a soddisfare le necessità del settore statale e, più in generale le necessità infrastrutturali del paese. Nel secondo dopoguerra, il Consorzio partecipò al finanziamento di opere realizzate dall'Anas e dalle Ferrovie. Successivamente, e sino al 1972, fu particolarmente

rilevante il suo apporto ai programmi di elettrificazione, ammodernamento e potenziamento della rete ferroviaria. Il suo sostegno alle iniziative delle Ferrovie dello Stato si mantenne elevato anche dopo il 1967, anno in cui questa Azienda autonoma iniziò a ricorrere senza intermediari al mercato obbligazionario.

Il Crediop fu chiamato a intervenire, direttamente a favore del Ministero del Tesoro, soltanto a partire dal 1961. I principali settori di impiego della sua raccolta "girata" alle casse statali sono stati quelli agricoli, in particolare il programma di sviluppo noto come "Piano verde". Fu questa la prima deroga al principio, stabilito dall'art. 81 della Costituzione, del pareggio di bilancio. "Fu una deroga ai principi ai quali Einaudi e Vanoni si ispirarono, ma temperata da due ordini di vincoli. Il Consorzio di Credito avrebbe emesso obbligazioni ventennali e ne avrebbe effettuato il collocamento quando fosse stato autorizzato dalla Banca d'Italia. L'iscrizione in bilancio degli stanziamenti sarebbe avvenuta dopo che il Consorzio avesse versato in tesoreria il ricavato delle emissioni" (69). Questo sistema manteneva il controllo della spesa nelle mani della Banca d'Italia e del Tesoro; alla prima apparteneva discrezionalmente la decisione sui tempi del ricorso al mercato, al secondo l'avvio delle procedure contabili di spesa.

(69) Carli (1988).

CAPITOLO 8

LA SCALATA DEL DEBITO. 1974 - 1987.

8. 1. *La grande inflazione, la crescita bloccata e la nuova espansione.*

La ripresa del reddito e degli investimenti nel 1973 dopo un quadriennio di ristagno, accentuò le condizioni di precarietà della bilancia dei pagamenti. La crisi energetica di quell'anno (i prezzi del petrolio triplicarono in tre mesi) intervenne su un assetto economico non ancora riequilibrato provocando, oltre all'inevitabile peggioramento dei conti con l'estero, una spinta inflazionistica difficilmente contenibile nel breve periodo.

La politica economica fu principalmente orientata al contenimento del deficit della bilancia dei pagamenti e al raffreddamento dei prezzi. Si convenne sulla necessità di un programma di stabilizzazione, teso a eliminare l'eccesso di domanda precedente la crisi energetica, che si concretizzò negli impegni assunti nel 1974 con il Fondo Monetario Internazionale per la stipula di un prestito "stand-by": correzione del disavanzo della bilancia dei pagamenti non dovuto al petrolio, da raggiungersi in diciotto mesi, mediante contenimento del deficit del Tesoro e del credito all'economia. Nell'occasione fu elaborato il concetto di credito totale interno, nell'ambito del quale fu posto un massimo alla quota destinata al finanziamento del Tesoro.

Allo strumentario della politica monetaria, già forte del vincolo di portafoglio e del massimale sugli impieghi, nel 1974 fu aggiunto l'obbligo di un deposito pari al 50% delle merci importate.

Sempre in quell'anno, nel tentativo di spostare l'onere dell'aggiustamento sui consumi, si varò un programma di inasprimenti nel settore delle imposte indirette e delle tariffe, che se agì sfavorevolmente sull'inflazione (il tasso dei prezzi al consumo nel 1974 superò il 19%), consentì di ridurre il disavanzo del Tesoro al di sotto del limite pattuito con il Fondo Monetario.

Fu, invece, superiore alle previsioni il deficit del 1975, anno in cui per la prima volta dalla seconda guerra mondiale il prodotto interno lordo subiva una forte riduzione in termini reali.

Nel 1976, anno di profonda crisi valutaria, furono prese misure di controllo severe per il contenimento del credito e della spesa. Fu imposto un deposito vincolato sulle importazioni e si arrivò a stabilire che i pagamenti relativi alla "contingenza" fossero vincolati in titoli dello Stato emessi ad hoc. In pratica, fu emesso così un prestito forzoso, l'ultimo in ordine di tempo nella storia del Debito Pubblico italiano.

Il nuovo accordo per un prestito "stand-by" con il Fondo Monetario, stabilito nel 1977, non prevedeva il ricorso a strumenti qualitativamente diversi da quelli già in atto, costituiti essenzialmente dal controllo diretto del credito, dai vincoli valutari e dalla fissazione di un tetto massimo al deficit pubblico. Il loro effetto complessivo nel lungo periodo e sulla struttura dell'economia può aver manifestato aspetti negativi, ma fu tale da consentire all'economia italiana di superare la fase dell'aggiustamento conseguente alla prima crisi petrolifera con esiti accettabili almeno in termini di crescita. Si calcola, infatti, che dal 1974 al 1978 il prodotto interno lordo reale, nonostante l'arretramento del 1975, sia cresciuto del 7%.

In pari tempo, però, l'economia italiana doveva reggere il fardello di un'alta inflazione e scontare il mancato ammodernamento dell'apparato produttivo dovuto alla stasi degli investimenti.

Il 1979 fu un anno, soprattutto dal punto di vista della politica monetaria, volutamente permissivo, e, dal 1979 al 1980 si ebbe un biennio di ripresa della crescita, frenata però dall'insorgere di nuove forti tensioni inflazionistiche, causate anche dai prezzi petroliferi che subirono un raddoppio. Sulla scia degli andamenti internazionali, la politica monetaria dovette così assumere un orientamento restrittivo, sia nei tassi che nelle quantità (ancora fissate in termini di credito totale interno). Tuttavia, la cautela degli indirizzi monetari soltanto in parte fu di ostacolo al processo di investimento che, nel periodo, riprese con un buon ritmo, date le urgenze della ristrutturazione troppo a lungo rinviate negli anni precedenti. Alla ripresa degli investimenti, probabilmente, contribuiva l'accentuarsi della funzione di intermediazione finanziaria svolta dallo Stato.

Nei primi mesi del 1981, l'Italia entrava in una nuova fase di rallentamento dell'economia internazionale con un livello ancora sostenuto della domanda interna. Ne conseguì la necessità di ulteriori restrizioni della politica monetaria, che si espressero in forti aumenti dei tassi, mentre il credito totale, sotto la pressione del fabbisogno dello Stato, superava l'importo preventivato all'inizio dell'anno. A consuntivo, la variazione del prodotto interno lordo reale del 1981 fu ancora positiva, sebbene limitata, ma nel 1982 e nel 1983 il prodotto ristagnò sui livelli del 1981 (anche secondo le nuove serie di contabilità nazionale).

Nei primi anni '80, il nostro sistema economico condivideva con quello internazionale le forti difficoltà nella crescita del reddito e dell'occupazione, ma non i successi ottenuti nella lotta all'inflazione. Nei trentasei mesi dal gennaio 1980 al dicembre 1982 i prezzi interni al consumo (per l'intera collettività nazionale) salivano di oltre il 60%, cioè in misura nettamente più elevata che nelle altre principali economie. Queste, in particolare tra il 1982 e il 1983, riducevano alla metà o a un terzo o anche a meno, rispetto al precedente biennio (tab. 16), il saggio di crescita dei prezzi al consumo. Invece, in Italia il tasso d'inflazione del 1983 fu inferiore a quello massimo indotto dalla seconda crisi petrolifera del 1980 soltanto di un terzo, mentre il differenziale medio con gli altri paesi della Comunità Europea raggiungeva gli otto punti.

Tabella 16

**Prezzi al consumo
nei principali gruppi di paesi**
(variazioni percentuali rispetto all'anno precedente)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Paesi industriali	13,1	11,1	8,3	8,4	7,2	9,0	11,7
di cui: Stati Uniti	11,0	9,1	5,8	6,5	7,6	11,3	13,5
Canada	10,9	10,8	7,5	8,0	8,9	9,2	10,2
Giappone	24,4	11,8	9,3	8,0	3,8	3,6	8,0
Germania Federale	7,0	5,9	4,3	3,7	2,7	4,1	5,5
Francia	13,7	11,7	9,6	9,5	9,3	10,6	13,3
Regno Unito	16,0	24,2	16,5	15,8	8,3	13,5	17,9
Italia	19,1	17,0	16,7	17,0	12,1	14,8	21,2
Totale sette maggiori paesi industrializzati	13,2	11,0	7,9	7,9	6,9	9,2	12,0
CEE	13,1	13,4	11,0	11,0	7,6	10,4	14,3

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Paesi industriali	9,9	7,4	4,9	4,6	4,1	2,3	3,5
di cui: Stati Uniti	10,3	6,2	3,2	4,3	3,5	2,0	4,0
Canada	12,5	10,8	5,9	4,3	4,0	4,1	4,0
Giappone	4,9	2,6	1,9	2,2	2,1	0,6	0,3
Germania federale	5,9	5,3	3,3	2,4	2,2	-0,2	0,8
Francia	13,3	12,0	9,6	7,4	5,8	2,7	3,0
Regno Unito	11,9	8,6	4,6	5,0	6,1	3,4	3,3
Italia	17,8	16,5	14,7	10,8	9,2	5,9	4,6
Totale sette maggiori paesi industrializzati	9,8	7,0	4,4	4,4	3,8	1,9	2,9
CEE	12,8	11,0	7,8	6,7	5,8	3,3	3,0

Il 1983, tuttavia, preparava le condizioni per un buon recupero dell'economia italiana. Pur con un'inflazione in lenta diminuzione e tassi d'interesse sugli elevati livelli perduranti dal 1981, nel terzo trimestre le imprese incominciavano a inserirsi nel flusso delle esportazioni attivato dal risveglio dell'economia mondiale. Era in parte il frutto dell'opera di rinnovo dei processi e dei prodotti compiuta nel periodo precedente. Riguardo ai mezzi della politica economica, quell'anno si caratterizzava per il maggior affidamento al parametro della base monetaria nel controllo della moneta e per l'uscita guidata dal massimale.

Le premesse, poste nel 1983, sfociarono, nell'anno successivo, in una crescita consistente del prodotto interno lordo (3,4% in termini reali, secondo la nuova serie di contabilità nazionale), favorita dal rafforzamento della ripresa nell'economia internazionale e dall'ulteriore calo dell'inflazione, connesso anche alla politica dei redditi avviata dal febbraio.

Nel 1985, il ritmo di sviluppo dell'economia internazionale ebbe una netta caduta, ma per l'economia italiana si offrì l'occasione del ribasso dei prezzi petroliferi. Alla flessione della domanda estera si contrappose l'espansione di quella interna, alimentata dagli investimenti in attrezzature e macchinari e dai consumi privati. Tuttavia, i risultati dell'anno furono inferiori alle attese; il prodotto interno lordo crebbe del 2,7% e la discesa del tasso d'inflazione, inferiore all'obiettivo, non accorciò nettamente il differenziale (di circa quattro punti) con gli altri paesi della Comunità Europea rispetto all'anno precedente.

Nel 1986, con una crescita reale del prodotto di poco sotto il 3% e un'inflazione ridotta a meno del 6% su base annua e poco più del 4% dicembre su dicembre, si chiudeva un lungo periodo di disinflazione caratterizzato da una dinamica giudiziosa del costo del lavoro e da tassi d'interesse idonei a gestire il cambio e a prevenire eccessi di domanda. Nello stesso arco di tempo, il paese svecchiava e rinnovava il suo apparato produttivo, specie industriale, ma non effettuava su larga scala investimenti di ampliamento. Migliorava la capacità di competere sui mercati internazionali, ma rimaneva precario o in peggioramento lo stato dell'occupazione.

Il 1987 ha mostrato che il trend del 1986 poteva sostanzialmente continuare. Riguardo all'inflazione, i risultati ottenuti sono da attribuirsi soprattutto agli sviluppi positivi provenienti dall'estero. Sull'interno, la domanda è risultata più alta del previsto, per il rinnovo di alcuni contratti e per la decisione di ricorrere ad elezioni anticipate, che ha influito sui programmi della spesa pubblica.

8.2. La riforma tributaria e l'esplosione della spesa.

Nel 1973-74, all'entrata in vigore del nuovo sistema tributario, in una situazione economica interna e internazionale incerta e perturbata, il tasso di sviluppo del reddito era molto più basso e il saggio d'inflazione era molto più elevato di quanto previsto nell'ambito degli studi e della elaborazione della riforma fiscale. Divenivano gravose e preminenti le esigenze di finanziamento della spesa pubblica che il nuovo sistema, di fatto, ha potuto soddisfare garantendo una forte impennata del gettito, grazie all'elevata inflazione e ai numerosi espedienti tecnici di anticipo della riscossione.

Le entrate correnti della pubblica amministrazione stazionarono tra il 30 e il 32% del prodotto interno lordo dal 1963 al 1975. Al loro interno, nella prima parte del decennio degli anni '70, le imposte dirette mantennero all'incirca lo stesso peso relativo e le imposte indirette manifestarono segni di regresso.

Nei primi anni '70 si determinava una prima impetuosa crescita della spesa pubblica. Le uscite correnti superarono le entrate correnti nel 1971 e aumentarono

di quasi cinque punti sul prodotto interno nel biennio 1970-71 e di altri quattro punti nel solo 1975. Ne derivava una serie di disavanzi che, a causa del crescente onere degli interessi sul Debito Pubblico e della modesta crescita del reddito nazionale, cominciava ad autoalimentarsi e a differenziare la situazione italiana da quella degli altri paesi industrializzati.

La recessione del 1975 produsse una riduzione della quota delle imposte indirette sul prodotto interno lordo, ma dall'anno successivo e fino al 1980 le entrate correnti della pubblica amministrazione, grazie al contributo delle imposte dirette e indirette e in condizioni di stazionarietà dei contributi sociali, svilupparono un incremento, pari a 4,7 punti di prodotto interno, superiore alla crescita delle spese correnti, pari a 3,4 punti di prodotto.

I deficit che si produssero nella seconda metà degli anni '70, dunque, non furono dovuti ad una irrimediabile incapacità delle entrate correnti, a regime in quel momento, di adeguarsi al ritmo di espansione delle spese correnti, ma allo squilibrio tra le due voci ereditato dal precedente quinquennio e alle erogazioni in conto capitale che consolidarono la propria incidenza sul prodotto interno lordo di circa un punto.

La recessione dei primi anni '80 rinnovava la tendenza alla divaricazione tra entrate e uscite correnti. Nel biennio 1981-82, essa raggiungeva i sei punti di prodotto interno lordo (secondo la nuova serie di contabilità nazionale) e superava nel successivo triennio i sei punti. Questi scarti tra spese e entrate discendevano da una dinamica molto intensa sia delle entrate che delle spese. Tra il 1980 e il 1983, in particolare, le entrate correnti accrescevano la propria incidenza sul prodotto interno lordo (nuova serie) di 5,9 punti e le spese di 7,4 punti.

Naturalmente, in termini di saldi contabili questa evoluzione delle entrate e delle uscite si è riflessa in un trend crescente dei deficit. La tendenza subiva degli strappi in corrispondenza delle fasi basse del ciclo, nel 1975 e nel 1981-82.

Rispetto all'anno precedente, nel 1975 l'indebitamento netto della pubblica amministrazione quasi raddoppiò in valore assoluto, accrescendo la propria incidenza sul prodotto interno lordo dal 7 all'11,7%. Nel 1981-82 il medesimo saldo s'accrebbe dell'86% in valore assoluto e di 3,3 punti di prodotto nazionale (vecchia serie, o di 2,8 punti secondo la nuova serie) rispetto ai livelli del 1980.

Negli anni seguenti il 1975, l'indebitamento della pubblica amministrazione, espresso in quantità di prodotto interno lordo, recuperava abbastanza prontamente valori vicini a quelli precedenti la crisi recessiva. Negli anni '80, invece, il saldo negativo stentava a ridursi e permaneva sui valori raggiunti nel 1982. È evidente, in questo spostamento e aggravamento del disavanzo, l'effetto della spesa per interessi che, scaturendo dal debito accumulato nella parte discendente del ciclo, limita la riduzione del deficit complessivo nelle fasi di recupero dell'espansione. D'altra parte, negli anni '80, mentre il risparmio pubblico negativo presentava proporzioni prima sconosciute, il saldo di parte corrente al netto degli interessi evidenziava (tranne che nel 1981) valori positivi.

8.3. Il "sorpasso" del debito.

Nel periodo che va dalla prima crisi petrolifera al 1987, il Debito Pubblico italiano è cresciuto in modo impetuoso e ha modificato considerevolmente la propria composizione e in parte le caratteristiche dei suoi strumenti, sviluppando altresì alcune sue potenzialità quale mezzo di intervento della politica economica, ma divenendo per questa anche un vincolo formidabile.

Nei quattordici anni che sono fluiti dal 1974 al 1987, il Debito Pubblico complessivo è aumentato di diciassette volte in valore assoluto, e di circa 60 punti di prodotto interno lordo, di cui ben 40 punti soltanto nei sette anni 1981-87.

Durante il periodo 1974-1987, i titoli pubblici si sono affermati come la parte prevalente e maggiormente idonea per diffondere e sostenere un Debito Pubblico che, nel suo complesso, cumulando a fine 1987 un importo di circa 840 mila miliardi (esclusi i debiti verso la Banca d'Italia) si avviava a "sorpassare" velocemente il prodotto interno lordo, nonostante la revisione del PIL effettuata dall'ISTAT.

A fronte dello scenario prevedibile per il prossimo futuro, che si è andato conformando sugli assetti istituzionali della spesa pubblica e delle entrate sviluppatasi in Italia negli ultimi anni, nel giugno del 1986 il Ministro del Tesoro presentava un piano tendente a stabilizzare il rapporto Debito/prodotto nel 1990 (70). Tale piano riprendeva, sostanzialmente, le principali raccomandazioni contenute nel rapporto di un gruppo di esperti sull'evoluzione, le prospettive e i problemi dell'indebitamento pubblico, presentato alla Camera dei Deputati (V Commissione) nel settembre 1984 (71). Il documento del Ministro del Tesoro, programmaticamente, rifiutava ogni ipotesi di operazione da "finanza straordinaria" sul Debito, ma demandava il compito ad una strategia, da attuare in un quadro macroeconomico sostanzialmente equilibrato, mirante all'azzeramento del fabbisogno "primario" nel 1990.

L'obiettivo avrebbe dovuto essere conseguito agendo non tanto sul versante della pressione fiscale, quanto su quello della spesa, consentendo uno sviluppo delle erogazioni in conto capitale entro i limiti dello sviluppo reale del prodotto nazionale e bloccando la dilatazione degli esborsi correnti entro le percentuali di inflazione.

Questo schema di programma è stato, sostanzialmente, ripreso da parte del Ministro del Tesoro, con l'intenzione di arrivare agli stessi risultati entro il 1992: *il nuovo programma*, oltre a limitare la spesa, cerca di aumentare anche le entrate.

8.4. Nuovi metodi. Nuovi prodotti.

Negli ultimi 12-13 anni alla gestione del Debito Pubblico sono state apportate importanti innovazioni nei metodi di collocamento e nei prodotti proposti al pubblico dei risparmiatori, degli investitori istituzionali e degli intermediari.

(70) Ministero del Tesoro (1986); Maresca et alii (1987).

(71) Camera dei Deputati (1984).

Dalle modifiche introdotte nel 1969 per il collocamento dei BOT non prese impulso un attivo e efficiente mercato monetario. Il sistema dell'asta mista, in funzione fin dal 1962 (quantità fissa e offerta ad un tasso massimo stabilito) mostrò notevoli limiti, particolarmente nel biennio 1973-74. In varie occasioni, il tasso massimo previsto per decreto non fu ritenuto remunerativo dal sistema bancario che, quindi, partecipò in misura ridotta alle aste, costringendo la Banca d'Italia a intervenire pesantemente. Anche in relazione all'ampiezza degli importi di BOT esistenti (cresciuti dai 126 miliardi del dicembre 1970 ai 10750 del febbraio 1975), "appariva sempre più necessaria una revisione del meccanismo di offerta in modo da renderlo idoneo a rispecchiare più prontamente le condizioni della domanda e dell'offerta e le aspettative su liquidità e tassi: questa condizione era necessaria per coinvolgere i vari operatori del mercato e per permettere alla Banca Centrale una partecipazione più diretta ed efficace" (72).

Nell'aprile del 1975 si provvide a ridisegnare la disciplina di emissione dei BOT, ponendo la Banca d'Italia non più come acquirente residuale, ma in concorrenza con gli altri operatori ammessi all'asta. La rosa di questi veniva ampliata includendovi, oltre alle Aziende di Credito e agli Istituti Centrali di Categoria, gli Istituti di Credito Speciale, gli Istituti di Previdenza, le Assicurazioni, le Società Finanziarie e ogni altro soggetto operante tramite gli agenti di cambio.

L'estensione del novero degli operatori ammessi rispondeva all'esigenza di aumentare e rendere più stabile la domanda di BOT sul mercato primario. Lo scopo dell'intera riforma era anche quello di creare un mercato monetario che esprimesse oscillazioni dei tassi più ampie delle escursioni ritenute desiderabili per i tassi a lunga. Di fatto essa rimuoveva uno dei principali ostacoli fino ad allora esistenti ad una larga copertura in titoli del deficit pubblico, evitando di dovere ricorrere a massicci sostegni da parte della Banca Centrale. Un'innovazione fondamentale fu quella di offrire i titoli con un prezzo base largamente inferiore a quello di mercato. Questa innovazione permise l'avvio del finanziamento del Tesoro con BOT, che venivano collocati soprattutto presso le banche. I tassi d'interesse erano, così lasciati alla responsabilità della Banca Centrale. "Il Tesoro, d'altra parte, ne risultava pericolosamente deresponsabilizzato. Al Tesoro si chiedeva ancora di essere il "custode" della spesa, ma nei confronti di pressioni sociali all'espansione della spesa stessa, a questo custode si toglieva, in fondo, una motivazione in proprio: quella di essere il responsabile del finanziamento della spesa, ed in particolare della struttura, e del costo di tale finanziamento" (73).

Nel 1980 la Banca d'Italia per favorire il collocamento dei titoli presso il sistema bancario diede l'avvio a rifinanziamenti con operazioni di "pronti contro termine", operazioni che furono utilizzate soprattutto dopo il cosiddetto "divorzio" fra Tesoro e Banca Centrale. Infatti, nell'estate del 1981, fu deliberato, dal Ministro del Tesoro di allora, che all'Istituto di emissione venisse tolta la responsabilità di

(72) Monti, Onado (1985).

(73) Salvemini (1983).

un collocamento totale dell'ammontare dei titoli offerti a un prezzo base e con quantità predeterminata. Il "divorzio" fu completato, sul finire dello stesso 1981, dall'adozione di un meccanismo di rifinanziamento parziale dei BOT acquistati in asta e dall'introduzione di emissioni due volte al mese. Il primo strumento era inteso a scongiurare la mancata partecipazione alle aste di operatori che si fossero trovati in condizioni di temporanee carenze di liquidità. L'istituzione di aste inframensili di BOT permetteva di attenuare, distribuendoli nel corso del mese, gli sbalzi di liquidità provocati dal regolamento dell'asta, di cercare di adeguare con maggiore frequenza (cosa che di fatto non è riuscita pienamente) i rendimenti e di compensare tempestivamente eventuali mancate sottoscrizioni alle aste di fine mese (74).

Smentendo timori espressi da più parti al momento del "divorzio", la scissione di ruoli tra Tesoro e Banca d'Italia non diede luogo a consistenti quantitativi di BOT non collocati (nel primo anno di applicazione solo il 6% dell'offerta non fu assegnata in sede d'asta). A questo esito cooperarono l'atteggiamento elastico assunto dalla Banca Centrale nell'assorbimento dei quantitativi offerti, tassi di rendimento finalmente positivi in termini reali, e l'ascesa quantitativa dei Certificati di Credito del Tesoro a cedola variabile, indicizzata ai rendimenti dei BOT, che incominciavano a sostituirsi ai Buoni Ordinari del Tesoro come principale mezzo di ricorso al mercato.

Dopo la metà degli anni '70, soprattutto per effetto della riforma del loro collocamento realizzata nel 1975, i BOT diventarono la forma caratterizzante del Debito Pubblico italiano (una sorta di "monocoltura"), nonché il suo strumento quantitativamente prevalente. Nel 1976, i BOT rappresentarono un terzo delle passività del settore statale e nell'anno seguente quasi uguagliarono i titoli pubblici (di ogni tipo) a medio e lungo termine sul mercato. Pertanto, veniva emergendo l'esigenza di allungare la vita media del Debito in un contesto inflazionistico che, perdurando ormai da anni, annullava progressivamente l'illusione monetaria rendendo diffidenti sia i debitori che i creditori verso strumenti finanziari a scadenza più lunga e a tasso fisso.

L'interesse ad evitare che si accumulasse un importo ingente di titoli a scadenza ravvicinata è strettamente legato all'obiettivo di una corretta politica del Debito Pubblico. Il sovrapporsi dei rimborsi in particolari periodi complica la gestione: "non a caso, gli anni critici come il 1975 e il 1979-80 hanno coinciso con il concretarsi di scadenze per ammontari cospicui" (75).

Di fatto, la vita media residua dei titoli sul mercato (BOT compresi) già nel 1976 era di 4,4 anni, la metà della durata media del 1973. Nel 1977 si registrò un ulteriore dimezzamento e ulteriori cedimenti dell'indice di vita residua del Debito si manifestarono fino al 1981. In quell'anno, l'intero debito sul mercato ebbe una scadenza media di soli 9 mesi.

(74) Banca d'Italia (1982) p.226.

(75) Morcaldo, Salvemini (1984).

Il recupero dell'allungamento della vita media del Debito iniziò nel 1982, e fu in gran parte dovuto allo strumento che fece la sua prima apparizione nel 1977, i CCT a tasso variabile. Voluti per procedere ad un allungamento della durata del Debito e ritenuti validi per consentire di riequilibrare la struttura per scadenze dei portafogli bancari (senza introdurre elementi di eccessiva rischiosità che le aspettative di inflazione elevata impedivano di assumere) (76), inizialmente questi titoli ebbero durata biennale e cedola semestrale variabile in funzione del rendimento medio ponderato dei BOT delle tre scadenze. Superata la freddezza con cui il settore bancario accolse il debutto del titolo ad indicizzazione finanziaria, nel biennio 1978-79 furono soprattutto le aziende di credito ad impiegare il nuovo strumento sia come mezzo per una più dinamica gestione della tesoreria, che come investimento delle risorse eccedenti le necessità d'impiego.

"Il grosso pubblico dei risparmiatori guardava al nuovo titolo ancora con una certa diffidenza dettata più dalla non piena comprensione del meccanismo dell'indicizzazione che da valutazioni di convenienza finanziaria" (77).

Nel luglio 1979 si introdussero CCT indicizzati triennali e offerti sotto la pari che incontrarono, per tutto quell'anno, il favore di un ampio numero di risparmiatori. Nel biennio 1980-1981, in una fase di rialzo dei tassi, la diffusione di CCT patì un rallentamento dovuto anche al ritardo con cui la cedola semestrale tendeva ad adeguarsi ai parametri di mercato. Conseguentemente, nel marzo del 1981, si collegò la variabilità della cedola al rendimento del solo BOT semestrale, il più idoneo ad esprimere le condizioni di mercato a breve, corredandola di una maggiorazione semestrale (0,40 e 1,0 punti per le emissioni rispettivamente biennali e quadriennali). Negli anni successivi il Tesoro ha intensificato il processo di allungamento del Debito Pubblico emettendo CCT a scadenza progressivamente più remota (fino a 10 anni) e ha potuto approfittare dell'allentamento delle tensioni inflazionistiche riducendo in qualche misura le maggiorazioni rispetto al rendimento dei BOT. Inoltre ha avviato, dal gennaio 1985 l'emissione di CCT a cedola annuale (legata ai BOT a 12 mesi) per lasciare alla Banca Centrale maggiore possibilità di manovra nella gestione dei tassi a più breve termine. Nel corso del 1986 e 1987, inoltre, sono state effettuate emissioni di CCT con diritto di conversione in titoli a tasso fisso.

Grazie soprattutto ai CCT di vario tipo e anche ad una certa ripresa dei Buoni Poliennali, la vita media dei titoli pubblici sul mercato, vicina a 1,5 anni alla fine del 1983, è passata a 3 anni e 4 mesi alla fine del 1985 e ha superato i quattro anni all'inizio '87, per poi ritornare a circa tre anni e mezzo all'inizio del 1988.

A partire dal febbraio 1982, il Tesoro ha dato un consistente stimolo anche al mercato primario dei titoli con indicizzazione valutaria, collocando buoni quantitativi di CCT indicizzati in ECU, in parte anche emessi direttamente all'estero.

(76) Banca d'Italia (1978) p. 236.

(77) Monti, Onado (1985).

A fine 1987 la loro consistenza era di circa 12 mila miliardi di lire. Inoltre alla fine del 1987 sono stati introdotti anche i BTE, cioè titoli in ECU con durata annuale che hanno incontrato il favore del pubblico, soprattutto di investitori residenti all'estero.

Nel luglio 1983, il Tesoro ha emesso, un prestito di obbligazioni ad indicizzazione reale, che non ha avuto successo. L'insuccesso è da attribuire più alla scelta del momento e delle modalità di emissione, che alla mancanza di un vero interesse da parte degli investitori. Infatti il prestito fu lanciato, improvvisamente, sul mercato senza informazione adeguata nei confronti dei sottoscrittori e durante il periodo delle ferie di agosto. Inoltre il tasso reale offerto, 2,5%, fu troppo basso in relazione a quello offerto dal mercato. Il ricorso all'indicizzazione reale era stata originariamente proposta nel Rapporto sulla Difesa del Risparmio Finanziario dall'Inflazione predisposto dalla Commissione Baffi (78) e successivamente ripreso nel Rapporto della Commissione Monti sul sistema creditizio e finanziario italiano (79). Si stima che il mercato domestico italiano possa dar luogo a una domanda per questo tipo di titolo soprattutto se emesso per durate piuttosto lunghe.

Ultimamente, un maggiore e più regolare ricorso ai CTR è stato raccomandato dalla Commissione Sarcinelli nel suo rapporto sulla Ricchezza Finanziaria, il Debito Pubblico e la Politica Monetaria (80).

Più di recente, incoraggiato dall'ampliarsi dei differenziali di rendimento rispetto ai depositi bancari, il mercato ha mostrato rinnovato interesse per i sempre esistiti buoni fruttiferi postali: prodotti finanziari con caratteristiche simili agli "zero coupon bonds". La percentuale di copertura del fabbisogno del settore statale garantita dal risparmio postale è cresciuta dai 5,6 punti del 1983 ai 10,3 del 1986.

Sempre allo scopo di adeguare l'offerta ad ogni segmento di mercato, il Tesoro da ultimo ha anche emesso i Certificati a Sconto (CTS) che, costituiti in parte da un'attività finanziaria a tasso fisso e in parte a tasso variabile, consentono all'acquirente di perseguire una strategia di diversificazione del portafoglio. L'esito non è stato incoraggiante, sebbene anche in questo caso, l'insuccesso è in parte attribuibile alla scelta del momento dell'emissione, che, caratterizzato da aspettative di rialzi dei tassi di interesse, non è stato certo il più adatto per il lancio di questo nuovo tipo di titolo. Dopo le prime emissioni che non avevano ottenuto il successo sperato, il Tesoro, per la prima volta nella storia del Debito Pubblico del periodo dopo la Seconda Guerra Mondiale, ha tentato la possibilità di accedere al mercato per via diretta, affidando il collocamento delle successive emissioni di CTS a un "lead-manager" insieme a un gruppo qualificato di "co-managers". Il "lead-manager" aveva anche l'obbligo di mantenere un mercato secondario per

(78) Ministero dei Tesoro (1981).

(79) Ministero del Tesoro (1982).

(80) Ministero del Tesoro (1987).

tutta la vita del prestito. L'esperimento, cominciato troppo tardi quando il CTS ormai era rimasto segnato come un titolo non gradito al largo pubblico, non conseguì il successo sperato.

Inoltre il Tesoro ha favorito emissioni di "zero coupon", da parte dell'ENEL e delle FF.SS., per saggiare il mercato.

Infine, sui mercati internazionali il Tesoro, a partire dall'agosto '84, ha potuto operare con strumenti innovativi e sofisticati, ma ha cercato di mantenere questo ricorso entro importi limitati. Nei prestiti esteri il perfezionamento tecnico dei prodotti offerti viene permesso dalle caratteristiche degli operatori contraenti altamente specializzati, e dal mercato che mostra un buon grado di efficienza. Invece, il mercato interno, che continua ad alimentare in misura preponderante l'approvvigionamento del settore pubblico, può essere stimolato con nuovi e più avanzati strumenti di indebitamento soltanto in modo costante e graduale. Questo vincolo, pur in un clima generalmente innovativo, dovuto anche alla presenza dei fondi di investimento, è divenuto via via più stringente con il crescere del fabbisogno annuale e degli importi di titoli da rinnovare, e ha parallelamente aggravato il rischio di accedere al mercato con strumenti non ancora entrati nelle consuetudini della vasta platea di operatori sollecitati a sottoscrivere, i quali non sono ancora abituati a una gestione attiva dei propri portafogli.

Tuttavia, dalla metà circa degli anni '70, il settore pubblico con rinnovati metodi di collocamento e con prodotti diversificati ha assunto il ruolo di protagonista nel processo di innovazione finanziaria che si è svolto nel nostro paese, processo tuttavia non equilibrato (8 1), data la sproporzione tra quanto, per l'appunto, ha tentato di realizzare il settore pubblico e quanto hanno potuto svolgere i centri finanziari e gli intermediari privati. Il sempre maggiore ruolo dei fondi di investimento mobiliare, nell'intermediazione del risparmio, sta però migliorando la situazione.

La necessità di stimolare una domanda di titoli del Debito Pubblico più stabile ha reso urgente la creazione di un più efficiente mercato secondario. Un'iniziativa è stata presa dal Ministro del Tesoro alla fine del 1987, ed è entrato in funzione a metà maggio 1988.

8.5. *La nuova struttura del Debito.*

Dalle varie innovazioni disposte nel periodo qui in esame è scaturito un marcato mutamento anche nella composizione interna del Debito Pubblico e nella sua presenza nel portafoglio dei diversi operatori.

La prima evoluzione, forse la principale per le quantità coinvolte e gli effetti prodotti, prese avvio nel 1975 con l'impetuosa crescita dei BOT. Tra le passività del settore statale, questi titoli recuperarono posizioni analoghe a quelle

(81) Caranza, Cottarelli (1986); Vaciago (1987).

raggiunte nel periodo della Ricostruzione, e da allora mai più uguagliate. Tuttavia, nei primi anni '80 essi si sono spinti anche oltre superando il 43%. Estinta nel 1975 la categoria di quelli a riserva obbligatoria, la progressione dei BOT si è sviluppata tutta sul mercato. Nel 1975-1976 la quota di BOT classati in Banca d'Italia raggiungeva i massimi storici del 59% e 65%. Nel 1977, però si ebbe una prima caduta al 23% e, nell'anno successivo, una seconda al 10%. La parte di BOT presso l'Istituto di Emissione è rimasta sotto tale livello fino al 1984; soltanto nel 1985-1987 è risalita verso circa il decimo del totale.

Alla flessione dell'assorbimento in Banca Centrale si è contrapposta la crescita della quota delle aziende di credito e dei privati. Questa diffusione lungo trend speculari ha posto in evidenza una delle trasformazioni più significative subite nel periodo dal sistema finanziario, quella riguardante il grado di intermediazione. Nella prima parte degli anni '70, il sistema italiano si caratterizzava per la vasta dissociazione tra la formazione e l'uso del risparmio e per il grande ruolo di intermediazione delle banche. Alla fine del 1979 si decise di aumentare il tasso ufficiale di sconto e gli altri tassi offerti sul Debito Pubblico.

I tassi passivi bancari stentarono ad allinearsi. Cominciò allora un processo di disintermediazione del sistema creditizio. Lo spazio liberato dai depositi bancari, in regresso di circa 9 punti percentuali dal 1978 al 1981, veniva occupato dai BOT (la cui quota più che triplicava). Negli anni successivi i depositi bancari continuavano a contrarsi e in misura accentuata, pur in presenza di una quota di BOT costante, a causa dei nuovi orientamenti delle famiglie portate a preferire diversi impieghi del proprio risparmio e soprattutto i titoli pubblici.

La crescita quantitativa dei BOT, e la loro diffusione al di fuori del settore bancario, non è valsa a costituire anche in Italia un mercato monetario sufficientemente profondo e ampio.

Nonostante questo, il suo sviluppo ha conferito alla domanda di depositi una maggiore sensibilità ai rendimenti delle attività alternative e l'aumentata elasticità ai tassi ha reso più efficace il controllo degli aggregati monetari. In questa cornice, la Banca d'Italia può "influenzare il tasso sulle operazioni pronti contro termine e quello sui BOT. Quest'ultimo influenza le scelte del pubblico fra depositi e titoli pubblici, di cruciale importanza per controllare, per dato fabbisogno statale, la base monetaria e le riserve bancarie. Il tasso sui BOT influenza inoltre le scelte delle banche fra titoli pubblici e privati, che determinano a loro volta l'offerta di credito bancario (diretto e indiretto) all'economia, per dato ammontare di depositi" (82).

L'insieme dei titoli a medio e lungo termine, prima dell'avvento dell'indicizzazione, non poteva non soffrire della forte inflazione persistente in Italia. In effetti, nell'ambito delle passività del settore statale, tali strumenti tra il 1973 e il 1975 scendevano ai minimi dell'intero quarantennio. Tuttavia, già nel 1977 si manifestava una decisa reazione, ulteriormente consolidata nel biennio successivo. Tra il 1980

(82) Caranza, Fazio (1983).

e il 1982 si registrava un certo regresso e, infine, dal 1983 la consistenza relativa del comparto dei titoli a medio e lungo termine si impennava tanto da superare nel 1986 il 56% delle passività del settore statale. Rispetto al Debito Pubblico complessivo, i titoli a medio e lungo termine segnavano il minimo (dal 1960) nel 1976, ma soltanto due anni dopo erano su livelli simili a quelli registrati nel periodo del sostegno esplicito e impegnato del mercato finanziario (1966-1969). Nel triennio 1980-1982, contrassegnato da una crescita dei prezzi estremamente pronunciata, l'importanza dei titoli collocati sul mercato diminuiva piuttosto nettamente. D'altra parte, nel quadriennio dal 1983 al 1986 la loro consistenza relativa più che raddoppiava tanto da sfiorare, nel 1986, la metà dell'intero debito.

Dal 1977-1978, le vicende del canale di approvvigionamento costituito dai titoli non a breve sono state dettate dallo sviluppo dei certificati indicizzati. Uscito da tempo di scena il consolidato e ridotto a proporzioni dapprima minime e in seguito simboliche il redimibile, nella seconda metà dello scorso decennio la categoria dei titoli di Stato a medio termine si è ridotta ai Buoni Poliennali e ai CCT.

La somma dei BOT e dei CCT indicizzati, che rivela di quanto la spesa pubblica per interessi sia legata ai tassi a breve, fu pari al 38% delle passività del settore statale nel 1978 e, grazie alla successiva persistente crescita, raggiunse il culmine nel 1984, con il 69% dell'aggregato. La vasta diffusione dei certificati a tasso variabile ha contribuito in modo decisivo ad elevare la vita residua media del Debito. Sebbene questo successo abbia agevolato la programmazione dell'emissione di titoli, nondimeno è rimasto controverso in dottrina se l'aumento della vita media sia servita per contenere la liquidità presente nel sistema rispetto a quella che sarebbe stata creata utilizzando BOT in luogo dei CCT indicizzati. Infatti, sulle caratteristiche di liquidità di questi ultimi e sulla loro sostituibilità con i BOT si riscontrano pareri non coincidenti. Taluni li ritengono fortemente liquidi, per certi aspetti anche preferibili ai BOT (83), e, invece, altri li reputano abbastanza lontani dai BOT (84). In concreto, da un lato, la loro sostituibilità con i BOT non è perfetta a causa dei vincoli di durata e del meccanismo di indicizzazione ritardato e, d'altro lato, l'ampio mercato di cui godono li rende, o li potrebbe rendere in un mercato secondario efficiente, sufficientemente liquidi, tanto da poter reggere il confronto con i titoli a breve, benché lo possano sostenere più agevolmente in caso di rendimenti costanti e, soprattutto, calanti (85). In altre parole, bisogna distinguere i problemi che i CCT pongono alla gestione del Debito, dai vantaggi o gli svantaggi che offrono agli investitori.

Per la gestione del Debito i CCT offrono il vantaggio di una scadenza più lunga (rispetto ai BOT) e quindi facilitano la gestione dei rinnovi dei titoli che vengono a scadenza. D'altra parte avendo la cedola indicizzata ai tassi a breve, costituiscono

(83) Banca Commerciale Italiana (1984).

(84) Cotula (1984)

(85) Ministero del Tesoro (1987).

un limite importante per la conduzione della politica monetaria perché ogni aumento dei tassi a breve si ripercuote sul servizio del Debito di tutto lo stock di titoli (86).

Per l'investitore, i CCT, avendo una cedola che continuamente si adatta alle condizioni del mercato monetario, offrono un investimento finanziario con un rischio di perdita in conto capitale molto limitato e, quindi, dovrebbero essere strumenti di investimento molto liquidi.

L'esperienza degli ultimi mesi del 1987 e dell'inizio del 1988 ha mostrato, però, che in un contesto di liquidità molto stringente e in particolari situazioni di mercato, anche i CCT possono andare soggetti a flessioni di prezzo molto importanti con rilevanti perdite in conto capitale. Questa recentissima esperienza è una delle cause, oggi, della forte riduzione nella domanda di CCT da parte del pubblico. I CCT sembrano non trovare più il favore soprattutto degli investitori istituzionali, delle banche e degli altri intermediari finanziari.

E classamento dei CCT indicizzati è sempre stato abbastanza equilibrato, pur risentendo delle tendenze più rilevanti in atto nell'intero Debito Pubblico. Al loro primo apparire, la parte assorbita dal "settore privato e estero" fu piuttosto elevata tenuto conto dei necessari tempi di apprendimento da parte del segmento di mercato costituito dai risparmiatori individuali.

Con il 1981 tale quota prese a salire decisamente, mentre continuarono a ridursi, senza temporanei recuperi, la porzione collocata in Banca d'Italia e, con qualche transitoria inversione di tendenza, quella classata presso le banche. Tra il 1984 e il 1986, quest'ultima è scesa dal 35 al 27% e contemporaneamente si è stabilizzata al di sotto del 10% la quota di Banca d'Italia e tra il 46 e il 48% la parte di "economia e estero". In questo triennio, più di un decimo della ricchezza finanziaria delle famiglie è stato impiegato in CCT a tasso variabile. Infine, è di un certo significato il ruolo che, nell'acquisizione di certificati a tasso variabile, hanno ultimamente svolto i fondi d'investimento.

La caduta del finanziamento con base monetaria, che si osserva nell'arco di tempo comprendente gli ultimi anni '70 e gli anni '80, fondamentale è il risultato dell'intonazione prudente assegnata nel periodo alla politica monetaria. In parte, a questa stessa causa si può far risalire anche l'espansione del classamento presso operatori privati che, sebbene già in atto anche prima del 1981, proprio in quell'anno aumentava, anche perché il sistema bancario prendeva coscienza dei vantaggi di impieghi alternativi ai titoli pubblici. Il rendimento dei titoli pubblici d'altra parte, dopo essere rimasto per quasi tutti gli anni '70 assoggettato ad un'imposta da inflazione più o meno gravosa, recuperava nella seconda parte del 1981 livelli positivi in termini reali che in seguito non avrebbe più abbandonato, ma semmai accentuato. Chiaramente, anche questa svolta nella remunerazione del risparmio ha influito positivamente sulla presenza diretta dei titoli di Stato nei

(86) Paladini (1987).

portafogli delle famiglie che, nelle forme dei CCT, BOT e dei depositi postali, cresceva tra il 1980 e il 1983 dal 19% al 29%, percentuale sulla quale (con il contributo dei BTP e degli altri titoli del Tesoro) si stabilizzava negli anni successivi.

A seguito delle tendenze sopra descritte, il Debito Pubblico ha assunto una struttura concentrata per oltre l'80% in strumenti a breve termine o in titoli il cui rendimento è indicizzato a quello a breve. I BTP, cioè i classici titoli a medio e lungo termine a tasso fisso, hanno invece progressivamente perso di peso, rappresentando ormai una quota estremamente modesta del Debito totale.

La struttura del Debito Pubblico in Italia si presenta dunque in modo del tutto anomalo rispetto all'esperienza di altri paesi industrializzati, costituendo probabilmente una delle cause principali del limitato sviluppo e della scarsa efficienza del mercato dei titoli pubblici. Secondo la moderna teoria finanziaria, infatti, l'esistenza di un mercato di titoli a tasso fisso a lungo termine, adeguatamente articolato nelle scadenze, costituisce una condizione essenziale per il funzionamento di un mercato finanziario efficiente. In assenza di tale mercato, viene meno la possibilità per gli operatori di diversificare la propria strategia di investimento e, in particolare, di porre in essere operazioni di arbitraggio, che in altri paesi rappresentano invece una componente rilevante della domanda e dell'offerta complessiva di titoli.

Mercati finanziari efficienti richiedono rendimenti a scadenza certi, che consentano agli operatori di conoscere con sicurezza le proprie posizioni a termine. Questa funzione non può essere assolta dai titoli indicizzati.

PARTE SECONDA

I TREND QUALITATIVI

CAPITOLO 1

IL DEBITO PUBBLICO IN RAPPORTO AL PRODOTTO INTERNO LORDO (PIL).

La tabella 17 mostra l'andamento del rapporto Debito/PIL per tutto il periodo considerato, cioè per quasi 130 anni.

L'ammontare del Debito Pubblico ha superato il Prodotto Interno Lordo più di una volta durante la Storia del nostro Paese dall'Unità ad oggi. Nei primi dieci anni dello stato unitario, vi fu un rapido crescere del rapporto da 45 punti percentuali a 96.

Dopo qualche anno di stasi, il rapporto superò il 100% già nel 1881, raggiungendo il 120% nel 1887 (87) e rimanendo al di sopra di 100 ininterrottamente fino al 1906, cioè per più di un quarto di secolo.

Il rapporto, dopo una discesa lenta fino al 1912, riprese a salire ininterrottamente fino al 1920, toccando il massimo a seguito degli eventi bellici. La successiva diminuzione fu lenta fino al 1925, quando il Debito estero venne eliminato, e il rapporto si abbassò, nell'anno successivo, di 33 punti percentuali. La rapida risalita del rapporto riprese nel 1928 fino a sorpassare di nuovo 100 solo nel 1941 a seguito degli avvenimenti della Seconda Guerra Mondiale. L'aumento dal 1928 al 1934, è da attribuire agli alti tassi di interesse reali pagati sullo stock del Debito, come conseguenza della deflazione di quegli anni. Negli anni 1944-47, il rapporto cadde precipitosamente per l'alto tasso d'inflazione.

All'inizio degli anni '50, il Debito Pubblico espresso come quota del prodotto nazionale lordo beneficiò della forte crescita dell'economia. Dopo un periodo di stabilità, a partire dal 1981, venendo meno l'illusione monetaria dei sottoscrittori di titoli che per tutto il periodo degli anni '70 accettarono rendimenti reali negativi, il tasso di interesse divenne positivo e, coniugato ad un aumento molto contenuto dello sviluppo del reddito, provocò una forte crescita del rapporto che aumentò dal 1980 al 1987 di circa quaranta punti percentuali. Nel 1988, il rapporto Debito/PIL potrebbe superare di nuovo l'unità, fenomeno dunque non nuovo e conosciuto a più riprese nel periodo precedente la Seconda Guerra Mondiale.

(87) Il livello massimo di tutta la serie viene toccato nel 1920 con il 125 per cento.

Tabella 17

**RAPPORTO DEBITO PUBBLICO E PRODOTTO INTERNO LORDO.
1861-1987**

(percentuali)

Anno	Rapporto %	Anno	Rapporto %	Anno	Rapporto %
1861.	45	1903	102	1945	91
1862.	46	1904	103	1946	32
1863.	60	1905	100	1947	24
1864.	70	1906	100	1948	28
1865.	78	1907	93	1949	30
1866.	77	1908	92	1950	31
1867.	78	1909	88	1951	27
1868.	82	1910	87	1952	29
1869.	86	1911	84	1953	29
1870.	96	1912	79	1954	32
1871.	87	1913	80	1955	32
1872.	79	1914	81	1956	31
1873.	70	1915	83	1957	31
1874.	75	1916	88	1958	31
1875.	84	1917	98	1959	33
1876.	95	1918	112	1960	31
1877.	85	1919	124	1961	29
1878.	90	1920	125	1962	29
1879.	92	1921	123	1963	28
1880.	87	1922	121	1964	27
1881.	104	1923	116	1965	30
1882.	107	1924	111	1966	31
1883.	114	1925	96	1967	31
1884.	110	1926	63	1968	33
1885.	107	1927	61	1969	33
1886.	104	1928	63	1970	34
1887.	106	1929	64	1971	40
1888.	111	1930	68	1972	43
1889.	116	1931	76	1973	45
1890.	111	1932	84	1974	47
1891.	109	1933	90	1975	55
1892.	114	1934	98	1976	54
1893.	115	1935	96	1977	58
1894.	116	1936	93	1978	65
1895.	118	1937	90	1979	65
1896.	119	1938	90	1980	62 52*
1897.	120	1939	88	1981	65 55*
1898.	117	1940	93	1982	69 59*
1899.	114	1941	106	1983	76 65*
1900.	111	1942	117	1984	81 69*
1901.	108	1943	118	1985	92 78*
1902.	108	1944	77	1986	83*
				1987	92*

Il rapporto Debito/PIL per il periodo compreso tra gli anni 1861-1945 si riferisce al valore del PIL relativo ai confini dell'Italia come si andavano ogni anno modificando (confini correnti).

* Rapporto ottenuto adoperando per il PIL la nuova serie di contabilità nazionale.

CAPITOLO 2

I FATTORI DETERMINANTI LA VARIAZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL

Con una procedura molto semplice si è cercato di scomporre la variazione del rapporto Debito/PIL nelle sue due determinanti principali, la variazione del fabbisogno annuale totale e la variazione del PIL nominale. La metodologia è riportata in nota (88). La tabella 19 riporta nella colonna A la variazione del rapporto Debito/PIL, mentre nelle colonne B e C sono riportate rispettivamente le sue due determinanti, cioè la variazione del fabbisogno annuale totale e del PIL nominale. La colonna D raccoglie degli sfasamenti residui dovuti all'approssimazione del procedimento.

Ad eccezione dei due periodi bellici (1916-20 e 1940-47), il livello di approssimazione dei risultati è molto buono, come si può controllare nella colonna D. Dal confronto tra le colonne B e C si può chiaramente notare che:

- negli anni fino al 1870 l'aumento del fabbisogno fu di gran lunga il responsabile dell'aumento del rapporto Debito Pubblico/PIL, mentre, generalmente, lo sviluppo del reddito servì a controbilanciare, come fu il caso nel 1867, l'enorme crescita del fabbisogno;
- la diminuzione del rapporto, negli anni 1871-73, fu l'effetto di una dinamica di aumento meno accentuata del fabbisogno, accompagnata da notevoli balzi in avanti del PIL a prezzi correnti, soprattutto a causa dell'episodio inflazionistico 1872-73, già ricordato;
- seguì un periodo in cui il rapporto Debito/PIL aumentò, con qualche oscillazione, sia per la crescita del fabbisogno che per la caduta del PIL corrente (anche se fino al 1893/94 la colonna C presenta molti segni negativi);
- la continua caduta del Debito/PIL, nel periodo 1898-1912, fu dovuta ad una dinamica in ascesa del PIL assai più sostenuta di quella del deficit che pure continuava a lievitare;
- durante la Prima Guerra Mondiale, e subito negli anni successivi, il PIL a prezzi correnti aumentò a tassi molto sostenuti. Nonostante questo, il rapporto Debito/PIL superò il 100% dal 1918 al 1924, a seguito della forte espansione del fabbisogno, verificatasi fino al 1920;
- la diminuzione del rapporto Debito/PIL, nel periodo 1921-27, fu prevalentemente dovuta prima all'inflazione, fino al 1925, mentre il notevole salto del 1926 fu in gran parte l'effetto dell'eliminazione del debito di guerra;

(88) Partendo dalla identità:

$$(D1/PY1)-(DO/PYO) = (D1-DO)/PY1-r(DO/PYO)+r(DO/PYO)-(DO/PYO). (PY1-PYO)/PYO \quad (1)$$

che può essere ridotta con ulteriore semplificazione a:

$$(D1/PY1)-(DO/PYO) = (D1-DO)PY1-(DO/PYO). (PY1- PYO)/PYO \quad (2)$$

dove D = stock di debito a prezzi correnti

PY = prodotto interno lordo (Y) a prezzi correnti (P) 1 e 0 = indicano il tempo t+ 1 oppure to.

Tabella 18

**DETERMINANTI DELLA VARIAZIONE DEL RAPPORTO DEBITO
DEL SETTORE STATALE/PIL. 1862 - 1987.**

	(A)	(B)	(-C)	(D)		(A)	(B)	(-C)	(D)
1862	1.16	3.45	-2.41	0.12	1925	-14.94	-0.21	-16.97	2.24
1863	13.56	9.63	3.62	0.31	1926	-33.08	-24.42	-9.51	0.85
1864	10.67	12.57	-1.96	0.06	1927	-2.40	-3.75	-1.32	0.03
1865	7.41	9.77	-2.44	0.08	1928	2.34	1.69	0.65	0.01
1866	-1.25	6.92	-9.12	0.96	1929	0.60	0.26	0.34	0.00
1867	1.68	11.81	-11.67	1.54	1930	4.23	0.59	3.44	0.20
1868	3.87	4.54	-0.68	0.01	1931	7.92	2.66	4.88	0.38
1869	3.75	1.57	2.12	0.06	1932	7.78	3.09	4.41	0.27
1870	9.75	6.50	3.13	0.12	1933	6.54	1.23	5.00	0.32
1871	-8.28	0.65	-9.85	0.92	1934	7.23	4.69	2.47	0.07
1872	-8.56	0.17	-9.70	0.97	1935	-1.85	2.71	-4.78	0.22
1873	-8.49	1.19	-11.04	1.36	1936	-2.75	3.20	-6.35	0.39
1874	4.76	1.13	3.45	0.18	1937	-2.93	7.61	-11.88	1.34
1875	8.73	-1.56	9.05	1.24	1938	-0.21	7.67	-8.64	0.76
1876	11.28	12.09	-0.82	0.01	1939	-1.71	6.88	-9.50	0.91
1877	-10.26	0.38	-11.99	1.34	1940	5.17	15.33	-11.49	1.32
1878	5.16	0.54	4.38	0.24	1941	12.51	24.61	-13.90	1.80
1879	1.93	-0.27	1.63	0.03	1942	11.37	29.42	-21.75	3.71
1880	-4.88	0.71	-5.95	0.36	1943	0.79	27.04	-33.82	7.57
1881	16.65	7.46	8.32	0.88	1944	-40.56	3.02	-69.08	25.50
1882	3.80	11.20	-7.97	0.57	1945	13.70	46.67	-57.37	24.40
1883	7.06	0.99	5.75	0.33	1946	-52.73	3.88	-195.86	139.25
1884	-4.89	-5.43	0.54	0.00	1947	-6.65	6.78	-26.86	13.42
1885	-2.67	0.61	-3.38	0.10	1948	3.38	6.40	-3.55	0.53
1886	-3.27	0.18	-3.56	0.11	1949	1.59	3.27	-1.81	0.13
1887	2.37	-0.32	2.02	0.04	1950	0.74	3.19	-2.71	0.26
1888	5.43	4.36	1.05	0.01	1951	-3.25	2.08	-6.71	1.38
1889	4.23	4.18	0.05	0.00	1952	1.34	2.99	-1.77	0.13
1890	-4.80	0.25	-5.28	0.23	1953	0.60	2.90	-2.55	0.24
1891	-2.09	2.56	-4.85	0.20	1954	1.99	3.51	-1.62	0.10
1892	5.07	1.77	3.20	0.10	1955	0.43	2.91	-2.73	0.25
1893	1.51	0.26	1.23	0.01	1956	-0.89	1.30	-2.39	0.19
1894	0.92	-1.27	2.15	0.04	1957	-0.30	1.49	-1.93	0.13
1895	1.66	2.11	-0.45	0.00	1958	0.35	2.13	-1.91	0.13
1896	1.01	1.23	-0.23	0.00	1959	1.30	2.83	-1.62	0.09
1897	1.44	-0.05	1.47	0.02	1960	-1.01	1.17	-2.37	0.19
1898	-3.69	2.27	-6.27	0.31	1961	-1.77	0.90	-2.97	0.30
1899	-2.52	-0.30	-2.89	0.07	1962	-0.18	2.53	-3.05	0.34
1900	-2.84	1.68	-4.71	0.19	1963	-1.43	1.68	-3.57	0.45
1901	-3.52	-0.09	-3.54	0.11	1964	-0.02	1.98	-2.19	0.19
1902	0.01	-0.84	0.85	0.01	1965	1.73	3.36	-1.76	0.12
1903	-5.33	-0.89	-4.63	0.19	1966	1.69	3.61	-2.07	0.16
1904	0.03	1.73	-1.73	0.03	1967	-0.72	1.73	-2.69	0.25
1905	-2.24	0.42	-2.74	0.07	1968	1.84	3.83	-2.17	0.17
1906	-0.39	3.62	-4.18	0.17	1969	0.31	2.91	-2.87	0.27
1907	-6.94	1.51	-9.22	0.78	1970	0.95	4.07	-3.50	0.39
1908	-1.18	0.66	-1.88	0.04	1971	4.53	6.91	-2.59	0.21
1909	-3.63	1.26	-5.16	0.27	1972	2.53	5.47	-3.23	0.28
1910	-0.90	1.14	-2.09	0.05	1973	2.12	7.98	-7.00	1.14
1911	-3.36	2.03	-5.75	0.36	1974	1.46	8.67	-8.90	1.69
1912	-4.81	-0.43	-4.62	0.24	1975	6.40	11.03	-5.23	0.61
1913	0.89	4.40	-3.67	0.16	1976	-0.26	8.91	-11.46	2.29
1914	1.26	2.99	-1.77	0.04	1977	3.39	11.42	-9.75	1.71
1915	1.49	10.82	-10.53	1.21	1978	5.37	12.47	-8.30	1.20
1916	5.67	24.72	-24.75	5.70	1979	0.00	9.66	-11.74	2.08
1917	9.56	32.00	-30.07	7.63	1980	-1.97	9.05	-13.81	2.79
1918	14.29	39.31	-33.61	8.59	1981	2.12	10.82	-10.43	1.73
1919	11.87	29.84	-21.40	3.43	1982	4.73	12.45	-8.99	1.27
1920	1.01	28.01	-34.50	7.50	1983	5.46	13.73	-9.62	1.34
1921	-2.25	12.38	-16.56	1.94	1984	4.04	12.44	-9.64	1.25
1922	-2.21	8.98	-12.31	1.12	1985	8.70	16.11	-8.30	0.89
1923	-4.34	4.47	-9.50	0.69	1986	5.29	12.73	-8.23	0.79
1924	-4.88	1.54	-6.80	0.38	1987	9.47	16.24	-7.38	0.60

Leg

enda: A = B - C + D.

A, variazione annua del rapporto debito/prodotto; B, variazione dello stock di debito come quota del prodotto interno lordo, ovvero proxy del fabbisogno complessivo; C, variazione del prodotto interno lordo per il rapporto debito/prodotto (al tempo t A); D, sfasamenti.

- l'aumento del rapporto Debito/PIL, nel 1931-33, fu prevalentemente dovuto alla diminuzione dei prezzi, e quindi del PIL nominale, mentre l'aumento del 1933-34 dipese all'aumento del deficit; all'opposto, la diminuzione del 1935-39 fu prevalentemente dovuta alla risalita dei prezzi e all'aumento del PIL nominale;

- durante la Seconda Guerra Mondiale si ebbe dapprima una dinamica più sostenuta del fabbisogno rispetto al PIL e quindi il rapporto aumentò, per poi cadere dopo la fine del regime fascista (1943);

- dal 1948 al 1950, l'espansione del deficit fornì un contributo via via minore alla crescita del rapporto Debito/Prodotto Interno Lordo. Inoltre, lo sviluppo del reddito contribuì in maniera determinante a ridurre progressivamente tale rapporto;

- dal 1950 fino al 1967, il rapporto Debito/PIL si mantenne più o meno costante, riducendosi gli incrementi annui dovuti all'aumento del deficit (colonna B), mentre rimase relativamente elevato il contributo negativo dovuto all'aumento del reddito nominale;

- a partire dal 1971, il contributo del fabbisogno è diventato sempre più importante anche se in gran parte compensato dalla crescita del Prodotto Interno Lordo nominale, dovuto soprattutto al forte aumento dei prezzi;

- con il 1982, risulta chiaro che l'aumento del rapporto Debito/PIL è spinto in alto velocemente dal deficit, nonostante il PIL nominale contribuisca a compensare l'esplosione del suddetto rapporto. Negli ultimi tre anni (1985-87), il contributo all'espansione del rapporto è dovuto soprattutto al fabbisogno, contributo che non riesce più ad essere compensato dall'aumento del reddito.

CAPITOLO 3

I FATTORI DETERMINANTI LA VARIAZIONE DEL RAPPORTO DEBITO SUL MERCATO/PIL.

Con un procedimento analogo a quello illustrato nella nota 88, la crescita del Debito sul mercato in rapporto al Prodotto Nazionale Lordo, scomposta negli impulsi dovuti al deficit statale e all'espansione dell'economia, può essere seguita separando il Debito collocato sul mercato da quello assorbito dalla Banca Centrale. La nota (89) mostra l'identità e i vari passaggi matematici, che descrivono il vincolo di bilancio del settore pubblico che ci permettono di fare tali calcoli.

La tabella 19 ci mostra i risultati di questi calcoli per il periodo 1862-1987.

Mentre le due colonne B e C ci danno la stessa informazione della tabella 18, ma con riferimento al Debito Pubblico sul mercato, la colonna D ci dice l'effetto sul rapporto Debito sul mercato /PIL, generato dalla copertura del fabbisogno con base monetaria. Se la colonna D presenta il segno positivo, vuol dire che il fabbisogno coperto con base monetaria partecipa positivamente alla crescita del Debito sul mercato (colonna A), cioè si verifica un disinvestimento in titoli pubblici da parte dell'istituto di emissione. Nel periodo considerato nella tabella 19, questa circostanza si è verificata abbastanza frequentemente.

Invece negli anni 1969-71 e 1973-76, il finanziamento con base monetaria ha contribuito in maniera importante a mantenere basso il rapporto Debito sul Mercato/PIL in corrispondenza di un disavanzo annuale piuttosto pronunciato.

(89) Partendo dalla identità, dove B è il debito sul mercato, M la base monetaria e D la somma di B e M, il vincolo di bilancio in variazioni percentuali può essere espresso nel modo seguente:

$$(B1/P1Y1) - (Bo/PoYo) = ((D1 - Do)/P1Y1) - r (Do/PoYo) + r(Do/PoYo) - (Bo/PoYo) (P1Y1 - PoYo)/PoYo \\ ((M1/P1Y1) - (Mo/PoYo)) - (Mo/PoYo) (P1Y1 - PoYo)/PoYo \quad (3)$$

Come nella (2) la spesa per interessi si elide. Pertanto, la crescita del rapporto debito/prodotto interno lordo, membro di sinistra della (3) e colonna A della tab. 19, può essere scomposta nella parte attribuibile all'incremento del rapporto Debito complessivo/prodotto (quale proxy del deficit), $((D1-Do)/P1Y1)$ cioè colonna B, in quella dovuta all'effetto della crescita del Prodotto Interno Lordo sullo stock di Debito sul mercato, $[(Bo/PoYo) ((P1Y1-PoYo)/PoYo)] + (Mo/PoYo) ((P1Y1 - PoYo)/PoYo)$ cioè colonna C, e in quella connessa con l'incremento del Debito coperto con base monetaria, $((M1/P1Y1)$

(Mo/PoYo) cioè colonna D. La tabella 19, infine, riporta nella colonna E gli sfasamenti dovuti all'approssimazione del procedimento.

Segue: Tabella 19

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)
1906	-0.37	3.62	-4.18	0.02	0.17
1907	-6.27	1.51	-9.22	0.67	0.78
1908	-1.38	0.66	-1.88	-0.20	0.04
1909	-3.85	1.26	-5.16	-0.22	0.27
1910	-1.22	1.14	-2.09	-0.31	0.05
1911	-3.03	2.03	-5.75	0.33	0.36
1912	-4.79	-0.43	-4.62	0.02	0.24
1913	0.97	4.40	-3.67	0.08	0.16
1914	1.66	2.99	-1.77	0.40	0.04
1915	3.44	10.82	-10.53	-4.94	1.21
1916	6.85	24.72	-24.75	1.18	5.70
1917	10.92	32.00	-30.07	1.35	7.63
1918	10.25	39.31	-33.61	-4.04	8.59
1919	11.81	29.84	-21.40	-0.06	3.43
1920	2.79	28.01	-34.50	1.78	7.50
1921	-1.11	12.38	-16.56	1.14	1.94
1922	-1.85	8.98	-12.31	0.36	1.12
1923	-4.13	4.47	-9.50	-0.20	0.69
1924	-4.88	-1.54	-6.80	0.00	0.38
1925	-13.14	-0.21	-16.97	1.80	2.24
1926	-31.75	-24.42	-9.51	1.33	0.85
1927	-1.26	-3.75	1.32	1.14	0.03
1928	6.12	1.69	0.65	3.78	0.01
1929	0.11	0.26	0.34	-0.49	0.00
1930	3.07	0.59	3.44	-1.15	0.20
1931	5.95	2.66	4.88	-1.96	0.38
1932	6.00	3.09	4.41	-1.77	0.27
1933	4.16	1.23	5.00	-2.38	0.32
1934	5.33	4.69	2.47	-1.89	0.07
1935	-1.10	2.71	-4.78	0.75	0.22
1936	-5.00	3.20	-6.35	-2.25	0.39
1937	-5.05	7.61	-11.88	-2.12	1.34
1938	0.09	7.67	-8.64	0.30	0.76
1939	-8.23	6.88	-9.50	-6.52	0.91
1940	2.43	15.33	-11.49	-2.74	1.32
1941	1.44	24.61	-13.90	-11.08	1.80
1942	3.41	29.42	-21.75	-7.96	3.71
1943	3.01	27.04	-33.82	2.22	7.57
1944	-22.69	3.02	-69.08	17.87	25.50
1945	-8.69	46.67	-57.37	-22.39	24.40
1946	-21.76	3.88	-195.86	30.97	139.25
1947	-3.11	6.78	-26.86	3.55	13.42
1948	3.06	6.40	-3.55	-0.32	0.53
1949	3.67	3.27	-1.81	2.08	0.13

Segue: Tabella 19

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)
1950	0.64	3.19	-2.71	-0.10	0.26
1951	-1.96	2.08	-6.71	1.30	1.38
1952	0.91	2.99	-1.77	-0.43	0.13
1953	0.97	2.90	-2.55	0.37	0.24
1954	-1.09	3.51	-1.62	-0.90	0.10
1955	0.26	2.91	-2.73	-0.17	0.25
1956	-0.04	1.30	-2.39	0.86	0.19
1957	-0.25	1.49	-1.93	0.06	0.13
1958	2.49	2.13	-1.91	2.14	0.13
1959	2.06	2.83	-1.62	0.76	0.09
1960	-1.36	1.17	-2.37	-0.35	0.19
1961	-1.21	0.90	-2.97	0.55	0.30
1962	-0.41	2.53	-3.05	-0.22	0.34
1963	-2.10	1.68	-3.57	-0.67	0.45
1964	-0.65	1.98	-2.19	-0.63	0.19
1965	1.51	3.36	-1.76	-0.22	0.12
1966	2.41	3.61	-2.07	0.72	0.16
1967	0.11	1.73	-2.69	0.83	0.25
1968	1.28	3.83	-2.17	-0.55	0.17
1969	-1.34	2.91	-2.87	-1.65	0.27
1970	-1.84	4.07	-3.50	-2.79	0.39
1971	3.50	6.91	-2.59	-1.03	0.21
1972	2.03	5.47	-3.23	-0.50	0.28
1973	-1.28	7.98	-7.00	-3.39	1.14
1974	-1.23	8.67	-8.90	-2.69	1.69
1975	1.76	11.03	-5.23	-4.64	0.61
1976	-2.35	8.91	-1.46	-2.08	2.29
1977	8.36	11.42	-9.75	4.97	1.71
1978	6.20	12.47	-8.30	0.83	1.20
1979	2.90	9.66	-11.74	2.90	2.08
1980	-2.02	9.05	-13.81	-0.05	2.79
1981	1.77	10.82	-10.43	-0.34	1.73
1982	4.80	12.45	-8.99	0.07	1.27
1983	6.88	13.73	-9.62	1.42	1.34
1984	4.56	12.44	-9.64	0.51	1.25
1985	6.86	16.11	-8.30	-1.84	0.89
1986	5.34	12.73	-8.23	0.04	0.79
1987	9.30	16.24	-7.38	-0.17	0.60

Legenda: $A = B - C - D + E$.

A, variazione annua del rapporto debito sul mercato/prodotto; B, variazione dello stock di debito complessivo (al tempo t) come quota del prodotto interno lordo (al tempo t), ovvero proxy del fabbisogno annuo; C, variazione del prodotto interno lordo per il rapporto debito/prodotto (al t , $t-1$); D, incremento del rapporto debito monetario/prodotto; E, sfasamenti.

Tabella 20

**CONDIZIONE DI STABILITÀ E RAPPORTO
DEBITO/PIL DI STATO STAZIONARIO: 1862-1987.**

	Condizione di stabilità	Rapporto Debito/PIL		Condizione di stabilità	Rapporto Debito/PIL
1862	(+)	151.2	1925	(+)	-34.8
1863	(-)	(-)	1926	(+)	-4345.4
1864	(-)	(-)	1927	(-)	(-)
1865	(-)	(-)	1928	(-)	(-)
1866	(+)	43.4	1929	(-)	(-)
1867	(+)	79.7	1930	(-)	(-)
1868	(-)	(-)	1931	(-)	(-)
1869	(-)	(-)	1932	(-)	(-)
1870	(-)	(-)	1933	(-)	(-)
1871	(+)	-97.6	1934	(-)	(-)
1872	(+)	-105.8	1935	(+)	-46.1
1873	(+)	-48.0	1936	(+)	-85.3
1874	(-)	(-)	1937	(+)	2.8
1875	(-)	(-)	1938	(+)	198.4
1876	(-)	(-)	1939	(+)	2.4
1877	(+)	-93.2	1940	(+)	101.6
1878	(-)	(-)	1941	(+)	161.5
1879	(-)	(-)	1942	(+)	92.7
1880	(+)	-607.8	1943	(+)	44.4
1881	(-)	(-)	1944	(+)	-22.7
1882	(+)	229.1	1945	(+)	58.2
1883	(-)	(-)	1946	(+)	-8.7
1884	(-)	(-)	1947	(+)	-0.8
1885	(+)	-307.5	1948	(+)	35.0
1886	(-)	(-)	1949	(+)	72.0
1887	(-)	(-)	1950	(+)	27.0
1888	(-)	(-)	1951	(+)	-0.8
1889	(-)	(-)	1952	(+)	65.0
1890	(+)	-130.2	1953	(+)	26.0
1891	(-)	(-)	1954	(+)	152.0
1892	(-)	(-)	1955	(+)	25.0
1893	(-)	(-)	1956	(+)	-7.8
1894	(-)	(-)	1957	(+)	1.0
1895	(-)	(-)	1958	(+)	31.4
1896	(-)	(-)	1959	(+)	98.0
1897	(-)	(-)	1960	(+)	-3.8
1898	(+)	-57.7	1961	(+)	-6.2
1899	(-)	(-)	1962	(+)	16.4
1900	(+)	-407.3	1963	(+)	3.7
1901	(-)	(-)	1964	(+)	15.8
1902	(-)	(-)	1965	(+)	66.1
1903	(+)	-136.9	1966	(+)	59.0
1904	(-)	(-)	1967	(+)	7.4
1905	(-)	(-)	1968	(+)	70.0
1906	(+)	-93.3	1969	(+)	24.0
1907	(+)	-36.5	1970	(+)	30.0
1908	(-)	(-)	1971	(+)	152.0
1909	(+)	-51.1	1972	(+)	86.0
1910	(-)	(-)	1973	(+)	33.0
1911	(+)	-28.4	1974	(+)	25.0
1912	(+)	-466.6	1975	(+)	156.0
1913	(+)	802.3	1976	(+)	9.4
1914	(-)	(-)	1977	(+)	75.1
1915	(+)	27.2	1978	(+)	119.7
1916	(+)	47.3	1979	(+)	27.0
1917	(+)	85.4	1980	(+)	11.0
1918	(+)	110.5	1981	(+)	54.0
1919	(+)	636.9	1982	(+)	347.0
1920	(+)	88.1	1983	(+)	414.0
1921	(-)	(-)	1984	(-)	(-)
1922	(+)	110.7	1985	(-)	(-)
1923	(+)	-39.6	1986	(-)	(-)
1924	(-)	(-)	1987	(-)	(-)

CAPITOLO 4

LA "SOSTENIBILITA" DEL DEBITO PUBBLICO

4. 1. *Il significato degli indicatori di "sostenibilità".*

Oggi che il rapporto Debito/PIL ha ormai raggiunto il cento per cento, indicatori della sostenibilità del Debito nel lungo periodo e del suo livello "stazionario" sono diventati più importanti. Senza voler attribuire a questi indicatori un potere guida per la politica economica, rimane indiscutibile che il continuo aumento del rapporto Debito/PIL fa crescere il rischio di avvicinarsi al momento critico quando potrebbe risultare impossibile continuare a collocare sul mercato titoli dello Stato.

Questi indicatori devono essere, dunque, considerati campanelli d'allarme molto importanti a cui bisogna porgere la dovuta attenzione per mettere mano, in tempo, a cambiamenti strutturali della nostra politica di bilancio.

Per quanto riguarda la politica monetaria, essa non potrà che continuare a cercare il difficile equilibrio fra controllo dell'inflazione e lo sviluppo economico, insieme alla riduzione del tasso di interesse reale, che è una delle due (l'altra essendo la crescita del reddito) variabili cruciali della stabilità del rapporto Debito/PIL. L'altra via d'uscita che viene a volte prospettata, cioè il finanziamento monetario del Debito, non è più percorribile oggi in una situazione di sempre maggiore efficienza degli operatori economici. Infatti, ogni decisione di coprire il deficit di bilancio con base monetaria non potrebbe che essere controproducente nella situazione attuale, quando gli operatori incorporano nelle proprie previsioni ogni decisione di politica economica e quando sempre più prende piede l'indicizzazione finanziaria appena si creano aspettative d'inflazione.

4.2. *I trend dell'accumularsi del Debito.*

Non è possibile stabilire "a priori" un valore critico del rapporto Debito/PIL oltre il quale l'accumularsi del Debito Pubblico non è più sostenibile. L'analisi storica delle condizioni di stabilità può fornire, però, utili elementi sulla direzione che l'accumularsi del Debito sta prendendo.

La tabella 20 riporta i risultati delle simulazioni relative alle condizioni di stabilità e al rapporto Debito/PIL di stato stazionario (90). Tali simulazioni sono state effettuate per ciascun anno dal 1862 al 1987, assumendo ogni anno che le politiche e le altre grandezze macroeconomiche rimangono invariate.

Dal 1862 fino al 1926, si sono alternati anni in cui la condizione di stabilità si è verificata ad anni in cui invece il rapporto Debito/PIL non ha raggiunto valori finiti di stato stazionario. Il continuo alternarsi del segno, riportato nella prima colonna (condizioni di stabilità), mostra che per tutto quel periodo non c'è stato un trend ben definito tale da poter trarre indicazioni per il problema della sostenibilità del Debito.

Dal 1927 al 1934, invece, le simulazioni mostrano che la condizione di stabilità non è stata rispettata per sette anni consecutivi. Infatti, in quegli anni, a seguito anche della deflazione mondiale, il tasso di interesse reale pagato sul Debito si è mantenuto più elevato della crescita dell'economia.

A partire dal 1935, inizia un lungo periodo di stabilità del rapporto Debito/PIL che continua in maniera ininterrotta fino al 1983. Dopo, la condizione di stabilità non è stata più soddisfatta. Dal 1982 inizia l'esplosione del rapporto Debito/PIL di stato stazionario che raggiunge ancora dei valori finiti negli anni 1982 e 1983, ma con cifre superiori di 3 e 4 volte l'ammontare del reddito nazionale.

I risultati appena descritti, possono essere analizzati più nei dettagli con l'aiuto della tabella 21, dove è riportato il numero degli anni necessari perché il rapporto Debito/PIL superi determinati valori (100% , 200%, 300%).

Considerando solo il periodo a noi più vicino (1982-1987), si può vedere come il numero di anni necessari perché il Debito raggiunga un multiplo del PIL continui ad abbassarsi velocemente.

(90) Il vincolo di bilancio è il punto di partenza per l'analisi della stabilità dinamica del rapporto Debito/PIL. Il vincolo di bilancio implica che l'aumento dello stock di titoli sul mercato è uguale al fabbisogno primario più la spesa per interessi sul debito fruttifero meno la base monetaria creata dal Tesoro: $dB = (G-T) + iB - dBM$ (4) dove: B = stock di debito sul mercato; G = spesa pubblica al netto degli interessi; T = entrate fiscali; i = tasso di interesse sul Debito Pubblico; BM = base monetaria del Tesoro. d = variazione.

Le variabili sono espresse al tempo t.

Presupponendo un'elasticità del fabbisogno e della domanda di base monetaria in rapporto al PIL uguale a 1 ed esprimendo tutte le variabili in percentuale del PIL, si può arrivare alla seguente soluzione di equilibrio stazionario per il

Debito sul mercato:

$$b = (g-t-dbm)/(y-r) \quad (5)$$

dove b = rapporto Debito sul mercato/PIL di equilibrio stazionario

r = tasso di interesse reale

y = tasso di crescita del PIL reale.

d = variazione.

Per una spiegazione più completa dei vari passaggi si rimanda all'articolo di Maresca et alii (1987), citato nella bibliografia.

La (5) esprime il valore di stato stazionario del rapporto Debito/PIL con la condizione che $(y-r) > 0$, perché la soluzione sia stabile.

Tabella 21

**NUMERO DI ANNI NECESSARI PERCHÈ IL RAPPORTO DEBITO/PIL
RAGGIUNGA I SEGUENTI VALORI (*):**

	100%	200%	300%		100%	200%	300%
1862.	74	(-)	(-)	1925.	(-)	(-)	(-)
1863.	2	6	9	1926.	(-)	(-)	(-)
1864.	3	12	20	1927.	6	11	14
1865.	3	16	26	1928.	14	27	35
1866.	(-)	(-)	(-)	1929.	34	50	57
1867.	(-)	(-)	(-)	1930.	4	8	11
1868.	5	22	32	1931.	3	7	10
1869.	4	16	22	1932.	3	10	14
1870.	1	8	12	1933.	3	9	13
1871.	(-)	(-)	(-)	1934.	4	16	23
1872.	(-)	(-)	(-)	1935.	(-)	(-)	(-)
1873.	(-)	(-)	(-)	1936.	(-)	(-)	(-)
1874.	5	13	17	1937.	(-)	(-)	(-)
1875.	2	6	9	1938.	21	(-)	(-)
1876.	1	9	14	1939.	(-)	(-)	(-)
1877.	(-)	(-)	(-)	1940.	38	(-)	(-)
1878.	3	10	13	1941.	5	(-)	(-)
1879.	7	23	30	1942.	(-)	(-)	(-)
1880.	(-)	(-)	(-)	1943.	(-)	(-)	(-)
1881.	1	4	7	1944.	(-)	(-)	(-)
1882.	2	66	(-)	1945.	(-)	(-)	(-)
1883.	(-)	8	13	1946.	(-)	(-)	(-)
1884.	1	(-)	(-)	1947.	(-)	(-)	(-)
1885.	(-)	(-)	(-)	1948.	(-)	(-)	(-)
1886.	(-)	(-)	(-)	1949.	(-)	(-)	(-)
1887.	(-)	8	12	1950.	(-)	(-)	(-)
1888.	(-)	15	24	1951.	(-)	(-)	(-)
1889.	(-)	18	29	1952.	(-)	(-)	(-)
1890.	1	(-)	(-)	1953.	(-)	(-)	(-)
1891.	1	(-)	(-)	1954.	68	(-)	(-)
1892.	(-)	5	8	1955.	(-)	(-)	(-)
1893.	10	(-)	(-)	1956.	(-)	(-)	(-)
1894.	(-)	21	29	1957.	(-)	(-)	(-)
1895.	8	(-)	(-)	1958.	(-)	(-)	(-)
1896.	(-)	31	44	1959.	(-)	(-)	(-)
1897.	(-)	15	22	1960.	(-)	(-)	(-)
1898.	1	(-)	(-)	1961.	(-)	(-)	(-)
1899.	(-)	58	72	1962.	(-)	(-)	(-)
1900.	1	(-)	(-)	1963.	(-)	(-)	(-)
1901.	(-)	(-)	(-)	1964.	(-)	(-)	(-)
1902.	1	13	19	1965.	(-)	(-)	(-)
1903.	(-)	(-)	(-)	1966.	(-)	(-)	(-)
1904.	3	23	32	1967.	(-)	(-)	(-)
1905.	(-)	(-)	(-)	1968.	(-)	(-)	(-)
1906.	(-)	(-)	(-)	1969.	(-)	(-)	(-)
1907.	(-)	(-)	(-)	1970.	(-)	(-)	(-)
1908.	4	14	20	1971.	28	(-)	(-)
1909.	(-)	(-)	(-)	1972.	(-)	(-)	(-)
1910.	10	30	40	1973.	(-)	(-)	(-)
1911.	(-)	(-)	(-)	1974.	(-)	(-)	(-)
1912.	(-)	(-)	(-)	1975.	19	(-)	(-)
1913.	23	106	203	1976.	(-)	(-)	(-)
1914.	8	26	37	1977.	(-)	(-)	(-)
1915.	(-)	(-)	(-)	1978.	31	(-)	(-)
1916.	(-)	(-)	(-)	1979.	(-)	(-)	(-)
1917.	(-)	(-)	(-)	1980.	(-)	(-)	(-)
1918.	2	(-)	(-)	1981.	(-)	64	165
1919.	(-)	5	11	1982.	18	64	104
1920.	3	(-)	(-)	1983.	13	47	81
1921.	(-)	12	24	1984.	15	48	29
1922.	(-)	(-)	(-)	1985.	5	17	35
1923.	1	(-)	(-)	1986.	7	23	32
1924.	(-)	(-)	(-)	1987.	5	21	

Legenda: Il segno () indica che la condizione di stabilità non è rispettata e di conseguenza non è possibile calcolare il rapporto Debito/PIL di stato stazionario. Quando il rapporto Debito/PIL di stato stazionario è negativo, significa che tale rapporto decresce fino a diventare negativo, trasformandosi quindi in un credito.

Tabella 19

**DETERMINANTI DELLA VARIAZIONE DEL RAPPORTO DEBITO
SUL MERCATO/PIL. 1862 - 1987.**

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)
1862	1.28	3.45	-2.41	-0.12	0.00
1863	12.73	9.63	3.62	-0.83	0.31
1864	10.32	12.57	-1.96	-0.35	0.06
1865	7.25	9.77	-2.44	-0.16	0.08
1866	-5.21	6.92	-9.12	-3.96	0.96
1867	2.62	11.81	-11.67	0.94	1.54
1868	3.31	4.54	-0.68	-0.56	0.01
1869	3.55	1.57	2.12	-0.20	0.06
1870	6.98	6.50	3.13	-2.76	0.12
1871	-8.51	0.65	-9.85	-0.22	0.92
1872	-8.69	0.17	-9.70	-0.13	0.97
1873	-8.21	1.97	-11.04	0.28	1.36
1874	3.96	1.13	3.45	-0.80	0.18
1875	6.76	-1.56	9.05	-1.97	1.24
1876	11.32	12.09	-0.82	0.04	0.01
1877	-8.93	0.38	-11.99	1.33	1.34
1878	4.39	0.54	4.38	-0.77	0.24
1879	1.67	-0.27	1.63	-0.27	0.03
1880	-5.91	0.71	-5.95	-1.02	0.36
1881	15.12	7.46	8.32	-1.53	0.88
1882	4.48	11.20	-7.97	0.69	0.57
1883	6.33	0.99	5.75	-0.73	0.33
1884	0.59	-5.43	0.54	5.48	0.00
1885	-1.61	0.61	-3.38	1.06	0.10
1886	-3.15	0.18	-3.56	0.11	0.11
1887	2.46	0.32	2.02	0.09	0.04
1888	5.34	4.36	1.05	-0.09	0.01
1889	4.13	4.18	0.05	-0.10	0.00
1890	4.67	0.25	-5.28	0.13	0.23
1891	-2.06	2.56	-4.85	0.03	0.20
1892	3.99	1.77	3.20	-1.08	0.10
1893	1.71	0.26	1.23	0.20	0.01
1894	-0.82	-1.17	2.15	-1.75	0.04
1895	2.51	2.11	-0.45	0.85	0.00
1896	0.66	1.23	-0.23	-0.34	0.00
1897	0.46	-0.05	1.47	-0.98	0.02
1898	-4.25	2.27	-6.27	-0.55	0.31
1899	-2.47	0.30	-2.89	0.05	0.07
1900	-2.43	1.68	-4.71	0.42	0.19
1901	-3.30	-0.09	-3.54	0.22	0.11
1902	-0.26	-0.84	0.85	-0.28	0.01
1903	-5.20	-0.89	-4.63	0.13	0.19
1904	-1.25	1.73	-1.73	-1.28	0.03
1905	-2.71	0.42	-2.74	-0.46	0.07

(*) Il segno (-) indica che il rapporto Debito/PIL non raggiunge mai il valore indicato.

BIBLIOGRAFIA

Amato A., (1941) *Sul problema finanziario della guerra*, in *Rivista italiana di scienze economiche*, marzo.

Amministrazione delle Poste e delle Telecomunicazioni, (vari anni) *Relazione sul servizio delle casse di risparmio postali*, Roma.

Andreatta N., (1967) *Il governo della liquidità*, Milano, Angeli.

Artoni R., (1986) *Debito e squilibrio strutturale della finanza pubblica* in AA.VV., *Oltre la crisi*, Il Mulino, Bologna.

Baffi P., (1961) *La lira nell'ultimo quarto di secolo*, in AA.VV., *L'economia italiana dal 1861 al 1961*, Milano, Giuffrè, pp. 453-486.

ID., (1965) *Studi sulla moneta*, Milano, Giuffrè.

Balletta F., (1983) *Per la storia della politica finanziaria in Italia. L'opera di Marcello Soleri*, Napoli, Arte Tipografica.

Banca Commerciale Italiana, (1984) *Tendenze monetarie*, n. 46

Banca d'Italia, (anni vari) *Bollettino statistico, Relazione annuale* Roma.

Bianchi B., (1968) *Valori mobiliari. Consistenze ed emissioni nette suddivise per gruppi di investitori 1944 - 1967*, in *Bollettino della Banca d'Italia*, Roma.

ID., (1979) *Appendice statistica: il rendimento del consolidato dal 1862 al 1946*, in F. Vicarelli (a cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, il Mulino, Bologna.

Borgatta G., (1946) *La finanza della guerra e del dopoguerra*, Alessandria.

Bouvier J., (1961) *Les interventions bancaires francaises dans quelques "grandes affaires" financières de l'unité italienne 1863-1870*, *Annali dell'Istituto Feltrinelli*, a.IV, pp. 224-33.

Brosio G., Marchese C., (1986) *Il potere di spendere. Economia e storia della spesa pubblica dall'unificazione ad oggi*, Bologna, Il Mulino.

Cabiati A., (1941) *Il finanziamento di una grande guerra*, Einaudi, Torino.

Camera dei Deputati, (1984) *L'indebitamento pubblico: evoluzione, prospettive e problemi*, Roma.

Caranza C., Fazio A., (1983) *L'evoluzione dei metodi di controllo monetario in Italia: 1974-1983* in *Bancaria*, pp. 819-833.

Bibliografia

Caranza C., Cottarelli C., (1986) *Financial Innovation in Italy: a Lopsided Process*, in *Temi di discussione*, n. 64, Banca d'Italia.

Carigliano R., (1977) *La Cassa Depositi e Prestiti e le casse di risparmio postali*, Angeli, Milano.

Carli G., (1988) *Vagabondaggi intorno alla finanza pubblica. Alcune ovvietà*. Non pubblicato.

Cavazzuti F., (1986) *Debito pubblico, ricchezza privata*, Il Mulino, Bologna.

Colwyn Committee, (1927) *Report on the Committee on National Debt and Taxation*, Cind, 2800, Londra.

Confalonieri A., (1974) *Banca e industria in Italia (1894-1906)*, v.I, Banca Commerciale Italiana, Milano.

Confalonieri A., Gatti E., (1986) *La politica del debito pubblico in Italia, 1919-1943*, Cariplo-Laterza, Bari.

Coppola F., D'Anna, (1946) *Popolazione reddito e finanze pubbliche dell'Italia dal 1860 ad oggi*, Roma.

Corbino E., *Annuali dell'economia italiana*, Napoli, 5 vv., s.d.

Cotula F., Masera R.S. e Morcaldo G., (1983) *Il bilancio del settore pubblico e gli effetti di spiazzamento*, in AA. VV., *Spesa pubblica e sviluppo dell'economia*, Milano, Comunità, pp. 201-294.

Cotula F., (1984) *Innovazione finanziaria e controllo monetario*, in *Moneta e credito*, pp. 31-75.

Crispo A., (1940) *Le ferrovie italiane*, Milano, Giuffrè.

Day J., (1983) *Moneta metallica e moneta creditizia*, in *Annuali della storia d'Italia* (6), Torino, Einaudi.

De Cecco M., (1968) *Saggi di politica monetaria*, Milano, Giuffrè.

De Gennaro M., (1934) *Il debito dello stato nel Regno d'Italia (1861-1932)*, Napoli, tipomeccanica.

De Mattia, (1967) (a cura di) *I bilanci degli istituti di emissione italiani (1845-1931)*,
Roma, Stab. Staderini, 2 vv.

- De Pozzo M., Felloni G., (1964) *La borsa valori di Genova nel secolo XIX*, Torino, ILTE.
- Dell'Amore G., (1953) *Un saggio provvedimento finanziario*, in *Il risparmio*, dicembre.
- Einaudi L., (1927) *La guerra e il sistema tributario italiano*, Bari, Laterza.
- ID., (1940) *Principi di scienza delle finanze*, Torino, Il ed.
- Eredia G., (1918) *I debiti pubblici per le spese di guerra e la loro sistemazione* in *Supplemento Economico del Tempo*, n. 4, Roma.
- ID., (1939) *L'ordinamento della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Rivista di Politica Economica*.
- Falco G., Storaci M., (1977) *Il ritorno all'oro in Belgio, Francia e Italia: stabilizzazione sociale e politica monetaria (1926-1928)*, in *Italia Contemporanea*, gennaio-marzo.
- Falcone G., (1986) *La Cassa Depositi e Prestiti nel panorama creditizio italiano*, in *Bancaria*, dicembre.
- Fazio A., (1979) *La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978*, in *Moneta e Credito*, n. 3.
- Fauci R., (1975) *Finanza amministrazione e pensiero economico. Il caso della contabilità di stato da Cavour al fascismo*, Fond. Einaudi, Torino.
- Fenoaltea S., (1982) Italy, in P.X. O'Brien (a cura di), *Railways and the Economic Growth of Western Europe*, Londra, Macmillan.
- Fenoaltea S., (1984) *Le costruzioni ferroviarie in Italia 1861-1913*, in *Rivista di storia economica*, giugno, n. I.
- Flora F., (1912) *Le finanze della guerra*, Roma.
- Frascani P., (1975) *Politica economica e finanza pubblica in Italia nel primo dopoguerra (1918-1922)*, Napoli, Giannini ed.
- Friani M., Spinelli F., (1985) *Currency Competition, Fiscal Policy and the Money Supply Process in Italy from Unification to World War I*, in *The Journal of Economic History*, n. 3.
- Giordana F., (1864) *Storia del Debito Pubblico nel Regno d'Italia*, Torino.
- Griziotti B., (1920) *Il difetto essenziale dell'imposta trentennale sul patrimonio*, in A. Cabiati - F. Mirmina - R. Carbonaso, *Imposta sul patrimonio*, Varese, Stab. Tip. Maj e Malnati.

Hertner P., (1986) *The Deutsche Bank in Italy on the Italian Capital Market up to the Outbreak of the First World War*, in *Studies on Economic and Monetary Problems and on Banking History*, n. 21, Mairiz, Hose & Koeffier Verlag.

Istat, (1976) *Sommario di statistiche storiche dell'Italia, 1861-1975*, Roma.

Izzo L., (1962) *La finanza pubblica nel primo decennio dell'unità italiana*, Milano, Giuffrè.

La Francesca S., (1978) *La politica economica del fascismo*, Bari, Laterza.

Luzzatto G., (1963) *Il debito pubblico della repubblica di Venezia dagli ultimi decenni del XII secolo alla fine del XV*, Varese.

ID., (1968) *L'economia italiana dal 1861 al 1894*, Torino, Einaudi.

Magliani A., (1881) *Provvedimenti per l'abolizione del corso forzoso*, Roma, Tip. Eredi Botta.

Maione G., (1979) *L'imperialismo straccione. Classi sociali e finanza di guerra dall'impresa etiopica al conflitto mondiale (1935-1943)*, Bologna, Il Mulino.

Mancardi F., (1874) *Cenni storici sulla amministrazione del debito Pubblico nel Regno d'Italia offerti al Parlamento Nazionale*, Roma, Stamperia Reale, 3 vv.

Marconi M., (1982) *La politica monetaria del fascismo*, Il Mulino, Bologna.

Maresca G., Ranuzzi P. e Roberti P., (1987) *Il problema della sostenibilità del debito pubblico: il caso italiano*, Ministero del Tesoro, pp. 207-216.

Marzano A., (1967) *Teoria e politica del grado di liquidità*, Padova, Cedam.

Masera R., (1986) *Per il risanamento della finanza pubblica in Italia: quattro argomentazioni*, in *Rivista di politica economica*, marzo.

Matteuzzi M., (1983) *Onere del debito pubblico e crescita*, in *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, dicembre.

Medolaghi S., (1911) *Cenni sulla Cassa dei depositi e dei prestiti*, Roma, Tip. Manuzio.

Migone G.G., (1980) *Gli Stati Uniti e il fascismo. Alle origini dell'egemonia americana in Italia*, Feltrinelli, Milano.

Ministero del Tesoro e Ministero del Bilancio e della Programmazione economica, (anni vari) *Relazione generale sulla situazione economica del paese*, Roma.

Ministero del Tesoro, (anni vari) *Conto riassuntivo del Tesoro*, Roma.

ID., (1981) *La difesa del risparmio finanziario dall'inflazione*, Roma.

- ID., (1982) *Il sistema creditizio e finanziario italiano*, Roma.
- ID., (1986) *Obiettivi e strumenti della manovra di bilancio per il triennio 1987-1989*, documento presentato dal Ministro del Tesoro (Goria) di concerto con il Ministro del bilancio e della Programmazione economica (Romita) e con il Ministro delle Finanze (Visentini), Roma.
- ID., (1987) *Ricchezza finanziaria, debito pubblico e politica monetaria*, Roma.
- Monti E. e Onado M., (1985) *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna, Il Mulino.
- Morcaldò G., Salvemini G., (1984) *Il debito pubblico: analisi dell'evoluzione nel periodo 1960-83 e prospettive*, in *Rivista di politica economica*, pp. 1407-1445.
- Necco A., (1915) *Il corso dei titoli di Stato in Italia dal 1861 al 1912*, Milano, Soc. Ed. Dante Alighieri.
- Pace L., (1924) *Note sul conto del Tesoro*, Roma, Libreria dello Stato.
- Paladini R., (1987) *Tassi di incremento del Debito Pubblico e inflazione* in *Note Economiche*, n. 1, Siena.
- Parker W., (1979) *Le origini della finanza europea (1500-1730)*, in *Storia economica d'Europa*, diretta da C.M. Cipolla, v.II, Torino, Einaudi.
- Parravicini G., (1951) *Debito pubblico, reddito, occupazione*, in *Rivista di diritto finanziario e scienza delle finanze*, 1, pp. 25-38, 164-179, 250-285.
- ID., (1958) *La politica fiscale e le entrate effettive del regno d'Italia 1860-1890*, in *Archivio economico dell'Unificazione italiana*, 11, v.I, Torino, ILTE.
- Passalacqua G., (1977) *Il bilancio dello Stato*, Milano, Angeli.
- Plebano A., (1960) *Storia della finanza italiana nei primi quarant'anni dell'unificazione*, ristampa, Padova, CEDAM, vv.3.
- Repaci F., (1962) *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, Bologna, Zanichelli.
- Romani M., (1976) *Storia economica d'Italia nel secolo XIX*, Parte seconda, Milano, Giuffrè.
- Romano S., (1979) *Giuseppe Volpi. Industria e finanza tra Giolitti e Mussolini*, Bompiani, Milano.
- Sachs J., (1885) *L'Italie, ses finances et son développement économique depuis l'unification du royaume 1859-1884*, Paris, Librairie Guillaumin.

Salvemini M.T., (1976) *La moneta nella politica di finanziamento del disavanzo*, Milano, Giuffrè.

ID., (1979) *Il Tesoro e la politica di bilancio*, Officina ed., Roma.

ID., (1983) *Il Tesoro e il mercato monetario. Le nuove responsabilità dopo il divorzio*, in *Economia italiana*, febbraio.

Santoponte G., (1917) *Il mercato monetario e la guerra*, Roma, Athenaeum.

Soleri M., (1926) *L'esperimento italiano dell'imposta sul capitale*, in *Nuova Antologia*, fasc. n. 1297, 10 aprile.

Spaventa L., (1984) *Note sulla sostenibilità della crescita del debito pubblico*, in AA.VV., *Moneta ed economia nazionale*, Cassa di Risparmio di Torino.

Supino C., (1929) *Storia della circolazione cartacea in Italia (dal 1860 al 1928)*, Milano, SEI.

Thaon de Revel P., (1942) *La finanza di guerra*, in *Rivista italiana di scienze economiche*, gennaio-giugno.

Tivaroni J., (1908-19 10) *Storia del debito pubblico del Regno d'Italia*, Pavia, Ed. Succ. Morelli, 2 vv..

Toniolo G., (1980) *L'economia dell'Italia fascista*, Bari, Laterza.

U.N., (1948) *Public Debt 1914-1946*, Lake Success, New York.

Vaciago G., (1968) *Aspetti della Politica del Debito Pubblico in Italia: 1961-1965*, in *Problemi di Finanza Pubblica*, Milano.

ID., (1987) *Commento*, in F. Bruni (a cura di), *Debito pubblico e politica economica in Italia*, Torino, Sipi.

Zamagni V., (1981) *Lo Stato italiano e l'economia. Storia dell'intervento pubblico dall'unificazione ai giorni nostri*, Firenze, Le Monnier.

ID., (1983) *Ferrovie e integrazione del mercato nazionale nell'Italia post-unitaria*, in *Studio in onore di Gino Barbieri*, Pisa, IPPEM ed., v.III.

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA

APPENDICI

APPENDICE I

BREVE SOMMARIO DELLE TEORIE IN MATERIA DI DEBITO PUBBLICO

1. Il Debito Pubblico, nel volgere del tempo, è stato l'oggetto di una continua oscillazione di opinioni, dalle più ottimistiche alle più catastrofiche. Magnificato da alcuni economisti, filosofi, politici e uomini di Stato in modo incondizionato, con altrettanta decisione è da altri condannato quale fonte di tutti i mali o, al più, accettato come male necessario in momenti eccezionali, come nel caso di guerre o di catastrofi naturali.

1.1 Le posizioni critiche sono, già presenti nei dottori della Scolastica, che giudicano i prestiti pubblici per loro natura immorali. San Tommaso sostiene, in particolare, la necessità per il principe, nel perseguimento del "bene comune", di non oltrepassare la misura della necessità pubblica abbandonandosi a spese eccessive e disordinate e l'opportunità di formare un tesoro per fare fronte ai bisogni straordinari. Il richiamo all'ordinata amministrazione dei beni demaniali, con contenimento delle spese, pagamento dei debiti e formazione di un tesoro per la necessità di carattere straordinario sono i temi costanti che, con argomentazioni leggermente diverse, saranno ricorrenti fino alla metà del XVIII secolo.

Non mancano tuttavia voci a favore dei prestiti pubblici, come quella di Nicola Oresine, che consiglia il principe a ricorrere ai prestiti che gli darebbero il provento necessario, permettendogli di rimettere poi tutto in ordine e farne la restituzione. Egualmente due insigni teologi come Bernardino da Siena ed Antonino da Firenze, trattando delle "prestanze", sistema vigente allora nella Repubblica fiorentina, riconoscono il diritto dell'autorità pubblica di utilizzare quello strumento finanziario e la legittimità dell'interesse percepito dai creditori.

Nei secoli successivi, la dottrina prevalente continua ad esprimere il timore di gravi difficoltà che allo Stato derivano dalla contrazione dei prestiti. I filosofi politici, come Jean Bodin, sostengono la giustificazione del ricorso a tali strumenti solo in caso di guerra. Giovanni Botero rileva l'impegno che la restituzione del prestito comporta a carico delle entrate ordinarie, costringendo quindi a far ricorso a contribuzioni straordinarie, destinate a trasformarsi in perpetue ed attivando una spirale che porta alla rovina.

Una visione più moderna si ha con Thomas Hobbes, che ammette il ricorso necessario, ma occasionale, ai prestiti pubblici, collegando questa necessità con un ampliamento degli scopi delle spese pubbliche (1).

1.2. Le tesi ottimistiche, sviluppatasi in particolare nel periodo immediatamente precedente quello che vede lo sviluppo della scuola classica, ma anche parallelamente alla stessa, auspicano l'espansione del Debito Pubblico e ne sottolineano gli effetti favorevoli sull'offerta di circolante e sulla produzione industriale.

Voltaire sostiene che uno Stato non può mai impoverirsi coi prestiti, "non dovendo che a se stesso".

Seguendo una convinzione molto diffusa, conforme alle idee del Law sul credito in generale, il Pinto, sulle orme del Necker, sostiene che "i titoli del Debito Pubblico sono una specie di moneta, di ricchezza e che i prestiti, accrescendo quei titoli, accrescono il medio circolante ed il capitale della nazione", contribuendo quindi all'aumento della ricchezza sociale con tutto il loro ammontare. Hamilton, infine, vede nel debito consolidato la parte più solida ed importante del capitale nazionale" (2).

A parte la confusione tra concetti fondamentali quali quelli di capitale, moneta circolante, ricchezza e patrimonio nazionale, le critiche a queste tesi sono nelle opere dei classici, Smith, Say e Ricardo in particolare. Da questi autori viene dimostrato che l'emissione dei titoli non accresce la ricchezza nazionale, cioè il complesso dei beni oggetto di scambio sul mercato. Oggetto dei consumi pubblici è una parte di quei beni, non la moneta prestata, che non viene semplicemente restituita alla circolazione, ma erogata nell'acquisto di nuove ricchezze (prodotti o servizi), in cui sta la vera sostanza delle pubbliche spese. Infine la "creazione di un Debito Pubblico col pagamento degli interessi che vi occorrono mercé le contribuzioni generali non equivale ad una semplice trasformazione nel riparto delle ricchezze, ma implica un vero consumo dei beni, una diminuzione della fortuna originaria, perché al diritto che i creditori hanno sopra una parte del reddito nazionale corrispondeva, o avrebbe corrisposto, una nuova fonte produttiva, che ora è scomparsa o non esiste" (3).

1.3. Queste valutazioni sull'attuabilità ed efficacia del Debito Pubblico non rappresentano l'espressione di vere formulazioni teoriche, ma affermazioni tipiche di un periodo in cui l'economia non è ancora assunta a dignità di scienza. Non si può attribuire quindi a tali formulazioni valore scientifico "o per mancanza di esatte nozioni economiche o per difetto di saldi principi finanziari" (4).

(1) Hobbes (1642).

(2) Hamilton (1814).

(3) Ricca Salerno (1879).

(4) Ricca Salerno (1879).

2. Il primo importante contributo analitico alla teoria del Debito Pubblico si deve a David Hume.

Si tratta di una vera teoria generale sviluppata in un saggio di alto livello (5), che, assieme ad altri saggi in cui vengono affrontati i problemi monetari e dell'imposizione, configura una analisi abbastanza articolata del processo economico, particolarmente delle implicazioni di carattere monetario.

Hume dà inizio alla trattazione ponendo una contrapposizione, per fare fronte ad esigenze finanziarie straordinarie, tra il sistema, adottato dagli antichi, della formazione di un tesoro e quello di far ricorso all'indebitamento pubblico. Il sistema di accumulazione e spesa cui dà luogo la formazione ed il successivo utilizzo di un tesoro presenta un duplice effetto benefico. In primo luogo, consente di far fronte al fabbisogno finanziario evitando l'emissione di Debito Pubblico o il ricorso all'imposizione straordinaria, strumenti valutati negativamente. Altro elemento positivo è dato dall'immissione eccezionale di oro ed argento nell'economia, che determina un temporaneo incoraggiamento alla industriosità e un qualche rimedio alle calamità belliche. La ragione del giudizio negativo espresso nei riguardi dell'imposta straordinaria è da ricercare nella contrarietà, espressa in altro saggio, ad ogni inasprimento subitaneo dei tributi.

Hume infatti sostiene la necessità di aumenti graduali, nell'ambito di un sistema tributario basato sulla tassazione dei consumi. E' contrario, invece, alla forma di un'imposizione patrimoniale o personale.

La giustificazione dell'esistenza di un incoraggiamento, ma temporaneo, è data mediante una formulazione della teoria quantitativa della moneta, in base alla quale la spesa del tesoro accumulato del governo ha l'effetto di far aumentare i prezzi; è cioè uno strumento di finanza inflazionistica, anche se viene spesa moneta-merce (oro, argento) non moneta cartacea. Infatti, l'emissione di nuova quantità di moneta fa rialzare i prezzi poiché questi "dipendono dalla proporzione esistente fra i beni e la moneta ed ogni notevole alterazione negli uni o nell'altra ha lo stesso effetto, quello di rialzarne o abbassarne il prezzo. Aumentate la quantità dei beni, essi divengono meno costosi; accrescete quella della moneta ed il loro valore sale. Come, d'altra parte, una diminuzione dell'una o degli altri determina la tendenza contraria".

La temporaneità di questo effetto benefico è giustificata dalla constatazione che le alterazioni nella quantità di moneta non sono immediatamente accompagnate da variazioni proporzionali nel prezzo delle merci. C'è sempre un intervallo prima che le cose si dispongano secondo questa nuova situazione". Le imprese che hanno ricevuto più pagamenti in oro ed argento "vengono quindi a trovarsi in grado di impiegare più lavoratori di prima". Viene quindi sviluppata una descrizione di questo circuito salari-prezzi, che alla fine fa aumentare la produzione in proporzione, adeguata con la nuova quantità di moneta in circolazione.

(5) Hume (1752).

Hume non si accorge che il ricorso alla spesa del tesoro come mezzo per incentivare l'economia entra in contraddizione con l'attività di accumulazione, che comporta invece una riduzione della quantità di moneta in circolazione.

Effetti egualmente positivi vengono attribuiti al Debito Pubblico, nel senso di ampliare la quantità di moneta in circolazione. "I valori garantiti dallo Stato sono diventati una sorta di moneta e circolano facilmente al prezzo corrente come l'oro e l'argento". Questa "specie di moneta" dà ai mercanti un guadagno, costituito dagli interessi, oltre al profitto del loro commercio che con essa viene effettuato. Hume individua anche la relazione fra costo del denaro e tasso di profitto. Il piccolo profitto del mercante rende la merce più a buon mercato, causa un maggior consumo, rende il lavoro del popolo più intenso e giova a diffondere le arti e l'attività produttiva nell'intera società".

Quindi, a somiglianza del tesoro, il Debito Pubblico fornisce due elementi favorevoli all'economia nazionale: accresce il volume delle attività mercantili e stimola le attività in generale.

Contro tali due vantaggi vengono però enumerati molti svantaggi: in primo luogo, gli effetti inflazionistici del Debito, dovuti non solo alle spinte salariali, ma anche al fatto che la sostituzione dei titoli fiduciari alla moneta metallica porta ad un rincaro dei prodotti. Altro elemento negativo è dovuto al fatto che il Debito Pubblico fa concentrare popolazione e ricchezze nelle aree metropolitane, sottraendole alle provincie, che debbono pagare le imposte con cui vengono remunerati i sottoscrittori.

Nella concentrazione metropolitana vengono viste minacce di "violenza giacobita o frenesia democratica". Il pagamento degli interessi richiede poi un aumento del carico tributario, che determina un innalzamento del saggio salariale, con danni conseguenti all'industria e peggioramento delle condizioni delle classi lavoratrici.

Altro fatto negativo è costituito dall'incoraggiamento ad una vita oziosa della classe dei redditieri, percettori degli interessi sul Debito Pubblico, a carico delle entrate pubbliche generali, con danno alle classi attive ed imprenditrici. Questo danno bilancia e supera il beneficio derivante dalla parte di Debito che va nelle mani dei mercanti, di cui si è detto prima e che costituisce, secondo Hume, una quota minore anche se non irrilevante.

Infine, il Debito Pubblico diminuisce la potenza dello Stato verso i propri sudditi e nei rapporti internazionali. Per i debiti contratti all'estero, in particolare, il paese diventa tributario di altri paesi con la conseguenza di possibili migrazioni di persone ed attività.

Queste proposizioni ebbero ampia diffusione nel settecento, suscitarono discussioni ed un ampio riscontro fra gli economisti, come in Genovesi, ma anche in una sfera più ampia, come per esempio in Montesquieu.

3. Per gli economisti classici, ad eccezione di Malthus, il Debito Pubblico rappresenta un onere. L'analisi condotta da Smith parte dal concetto di Stato e dalle cause del deficit pubblico.

Assegnando a questo il compito di sovvenzionare attività commerciali e creare così privilegi che danno luogo a situazioni di monopolio, si crea una attività dannosa perché si assorbono fondi da coloro che sono dediti ad attività produttive per finanziare spese pubbliche improduttive. Il Debito Pubblico conseguente a tale deficit comporta un maggiore impiego del prodotto nazionale in beni di consumo ed una corrispondente minore disponibilità di capitali privati che potrebbero essere reinvestiti produttivamente.

"Il prodotto annuo della terra e del lavoro di una nazione non può essere incrementato nel suo valore con nessun altro mezzo che aumentando il numero dei lavoratori produttivi o i mezzi di produzione a disposizione di quei lavoratori che erano già occupati. Quando compariamo, quindi, lo stato di una nazione in due differenti periodi, e troviamo che il prodotto annuo di terra e lavoro sia evidentemente maggiore nell'ultimo anno che nel precedente ... possiamo essere certi che il suo capitale debba essere aumentato nell'intervallo fra questi due periodi, e che più debba essere stato aggiunto ad esso dalla buona condotta di alcuni di quanto possa essere stato tolto o dalla cattiva condotta privata di altri o dalla pubblica stravaganza del Governo" (6).

Pur considerando l'indebitamento dannoso in tempo di pace, Smith ritiene che sia invece strumento necessario in tempo di guerra.

Da questa premessa discende la considerazione che il capitale anticipato al Governo è da considerare " ... per il momento in cui [i creditori] l'hanno anticipato, [come] una porzione del prodotto annuo distolto dal servire alla funzione di capitale per servire a quella di reddito; [distolto] dal mantenere lavoratori produttivi a mantenerne gli improduttivi, [e destinato] ad essere speso e distrutto, in genere nel corso dell'anno, senza neppure la speranza di una futura riproduzione". Smith dimostra anche come il Debito non significhi creazione di nuovo capitale.

Un aumento del Debito Pubblico, aggiunge Say non costituisce un aumento della proprietà, anzi di solito serve allo Stato per finanziare i consumi. Il consumo pubblico non è, in linea di principio, differente dal consumo privato, in quanto in entrambi i casi si ha distruzione di ricchezza (7).

Aumentando l'entità delle imposte pagate dal contribuente, a seguito del carico di interessi del debito da pagare, diminuisce il valore dei fondi produttivi e dei redditi personali e produce un duplice danno alla condizione economica della gente, oltre che per l'allargamento dei consumi improduttivi, anche per il rincaro di tutti i prodotti.

(6) Smith (1776)

(7) Say (1840).

3. 1. L'analisi di Ricardo è ancor più severa di quella di Smith e di Say, ma si sviluppa sulla stessa tematica. Anche per Ricardo l'interferenza da parte del Governo è interferenza da parte di un corpo di consumatori improduttivi: servitori, burocrati e "coloro che vivono sull'interesse del Debito Nazionale". I mali dell'industria sono dovuti alla sottrazione di capitale assorbito dal Debito Pubblico e le imposte riscosse per sostenere lavoratori improduttivi costituiscono sottrazioni alla produzione industriale. E' vero che la ricchezza complessiva non è diminuita dal pagamento degli interessi per il Debito Pubblico, perché si tratta di valori che passano dalle mani del contribuente a quelle del "creditore nazionale" ma il consumo che segue al prestito annulla un capitale che non darà un ulteriore reddito. La società viene privata non dell'ammontare dell'interesse, che si trasferisce da un soggetto all'altro, ma del reddito derivante da un capitale che è invece andato distrutto. Questo capitale, se fosse stato impiegato produttivamente da colui che lo ha dato in prestito allo Stato, gli avrebbe dato egualmente un reddito, ma, in questo caso, derivato da un fatto produttivo. E' importante per Ricardo far fronte alle spese pubbliche nell'anno in cui vengono in essere, mediante imposte prelevate nello stesso periodo anziché con prestiti. Si tratta di un metodo più favorevole sia per l'accumulazione di capitale sia per la domanda di lavoro e per il benessere generale.

"Cancellando il Debito Nazionale, il reddito di un uomo potrebbe essere aumentato ... ma quello di un altro verrebbe diminuito ... Non è, quindi, mediante il pagamento dell'interesse sul Debito Nazionale che un paese può essere danneggiato, né con l'esonero dal pagamento che può essere sollevato. E' solo risparmiando reddito e tagliando sulla spesa che il capitale nazionale può essere incrementato" (8).

La parte più nota della trattazione di Ricardo, quella su cui il dibattito ritorna periodicamente in tema di Debito Pubblico, riguarda quello che ormai è indicato come il "teorema dell'equivalenza" tra debito ed imposta straordinaria sul patrimonio.

Il ricorso al Debito significa che si fa fronte al servizio perpetuo degli interessi con un flusso annuo d'imposta sul reddito da patrimonio. Questo flusso, scontato al tasso di interesse corrisposto sui titoli emessi, ha un valore attuale pari all'ammontare delle risorse che lo Stato preleva al momento della spesa. Il ragionamento è fondato sull'ipotesi che il finanziamento straordinario ecceda l'ammontare del reddito prodotto annualmente dal sistema economico, al netto della quota necessaria al mantenimento della popolazione e della sua attività produttiva. Tanto nella messa in atto di emissione di Debito, quanto nel caso di tassazione straordinaria, verrà intaccato il patrimonio dei singoli contribuenti e dell'intera collettività.

L'argomentazione che Ricardo sviluppa per dimostrare l'equivalenza delle due forme di finanziamento al fine della distribuzione intergenerazionale dell'onere, è la seguente. Consideriamo, anzitutto, il caso del singolo contribuente che possieda esclusivamente un capitale mobiliare che può essere investito privatamente al tasso

(8) Ricardo (1986).

del 5%, eguale al rendimento che lo Stato offre per i titoli del Debito perpetuo. E' indifferente per il possessore di una somma, ad es. 20.000 sterline, che egli venga gravato di un'imposta perpetua di 50 sterline l'anno o invece in una sola volta di 1.000 sterline. Sarà egualmente indifferente per le generazioni future ereditare un capitale decurtato di 1.000 sterline o dover pagare sul capitale, nominalmente intatto, una imposta di 50 sterline l'anno. In questo secondo caso, infatti, il reddito da capitale di 1.000 sterline si ridurrebbe a 950 che, capitalizzate al tasso del 5% determinano un valore capitale di 19.000 sterline. L'onere del debito quindi è pari a quello di un'imposta straordinaria e, in entrambi i casi, grava sulla generazione attuale.

Le conclusioni di Ricardo sono valide solo se si adottano assunti molto restrittivi e, forse, poco realistici. In particolare, è stato rilevato come non sia convincente il tentativo di Ricardo di "dimostrare che un'imposta straordinaria sul capitale provocherebbe la riduzione dei redditi di lavoro in misura tale che la posizione relativa dei capitalisti e dei lavoratori non muterebbe o muterebbe assai poco" (9).

L'originaria ipotesi ricardiana è stata, tuttavia, in analisi successive arricchita di ulteriori qualificazioni, oppure come vedremo, sono state sostituite ipotesi diverse da quelle assunte implicitamente da Ricardo.

3.2. Rispetto agli altri economisti della scuola classica, Malthus, con visione molto simile a quella che sarà di Keynes, è il solo ad avere un giudizio diverso degli effetti del Debito Pubblico. La sua considerazione della domanda aggregata lo porta a prestare particolare attenzione agli effetti positivi che i percettori degli interessi del debito contribuiscono ad assicurare, fornendo un adeguato stimolo alla produzione.

L'importanza del consumo è diretta al sostegno delle forze produttive ed "un'adeguata distribuzione del prodotto è necessaria sia al continuo aumento della ricchezza, sia come mezzo per produrla". Il problema centrale sta quindi "nelle proporzioni" e "sarebbe il colmo dell'avventatezza stabilire che, in tutte le circostanze, l'improvvisa diminuzione del Debito Nazionale e l'eliminazione delle imposte devono necessariamente tendere ad aumentare la ricchezza nazionale e a dar lavoro alle classi lavoratrici". (10).

Malthus è conscio, tuttavia, dei danni che può arrecare un Debito Pubblico di notevoli dimensioni, benché possa costituire "per molti aspetti, un utile strumento di distribuzione".

Un primo pericolo si riscontra nel fatto che il reddito necessario a pagare gli interessi del Debito può essere dato soltanto da un aumento delle imposte e poiché questa imposizione che "si effettua in misura considerevole, finisce quasi sempre per colpire le forze produttive, c'è pericolo di danneggiare un elemento di ricchezza

(9) Steve (1976) p.396.

(10) Malthus (1820).

cercando di migliorarne un altro". Come altro elemento di pericolo viene indicata la convinzione, in chi non ha interesse diretto (la grande massa della popolazione"), che l'estinzione del debito comporterebbe "un immediato sollievo".

Indipendentemente dalla sua fondatezza, questo atteggiamento potrebbe incidere sul pagamento degli interessi "ed esporre il paese al rischio di una grande convulsione della proprietà, in particolare perché impedisce ogni possibile economia nella spesa, concedendo una riduzione di imposte tale da incidere sui sentimenti della popolazione". Terzo elemento di pericolo è dato dall'approvare "i mali che derivano dalle oscillazioni nel valore della moneta", la cui dinamica viene così illustrata: "quando la moneta ribassa, chi possiede rendite vitalizie, essendo possessore di redditi fissi, si trova molto ingiustamente privato di quella parte che gli spetta del prodotto nazionale; quando il valore della moneta rialza, l'imposizione delle tasse necessarie per pagare gli interessi del debito può divenire improvvisamente così onerosa da portare alla miseria le classi produttive, e questo tipo di improvvisa pressione deve accrescere moltissimo l'insicurezza della proprietà investita in fondi pubblici".

In base alla considerazione di questi tre elementi, Malthus ritiene che si debba consigliare una riduzione graduale del debito e "più in particolare scoraggiarne un possibile aumento per il futuro", benché sottolinei le conseguenze "favorevoli alla ricchezza" constatate in passato, in particolare la vantaggiosa distribuzione dei prodotti" che aveva "più che compensato gli ostacoli frapposti al commercio". Ne trae la conclusione che l'uso specifico di una massa di consumatori improduttivi serve ad incoraggiare la ricchezza mantenendo tra produzione e consumo un equilibrio tale da conferire il massimo valore di scambio ai risultati dell'operosità nazionale".

3.3. L'analisi di J. S. Mill è contro la tesi secondo la quale i prestiti pubblici, essendo "tratti dal capitale" tendono ad impoverire il paese, diversamente da quanto avviene per le imposte che, essendo pagate in generale dal reddito, vengono compensate in tutto o in parte da maggiori economie.

Il Mill rileva che "gli anni in cui le spese di questo genere si sono verificate su più larga scala, sono stati spesso, apparentemente, anni di grande prosperità: la ricchezza e le risorse del paese, invece di diminuire, hanno mostrato, in quel periodo, tutti i segni di un rapido aumento, e, alla sua conclusione, di una avvenuta considerevole espansione". Si deve quindi concludere che vengono stimolati elementi che impediscono "che queste straordinarie decurtazioni delle risorse produttive di un paese abbiano effetti disastrosi come sarebbe lecito aspettarsi" (11). Questa stessa osservazione verrà ripresa nel 1986 da Eisner, commentando l'enorme deficit degli Stati Uniti di oggi (12).

Viene avanzata quindi l'ipotesi che il Debito Pubblico possa incidere non sull'entità del capitale, bensì sulla distribuzione del reddito, in particolare sui salari dei lavoratori.

(11) Mill (1848).

(12) Eisner (1986).

Assumendo il caso estremo che tutto l'importo preso a prestito (e "distrutto dal governo") sia distolto da un impiego produttivo, "il capitale del paese risulta perciò, in quell'anno, diminuito di altrettanto; ma, a meno che l'importo così sottratto non sia veramente una somma enorme, non vi è nessuna ragione specifica per la quale l'anno seguente il capitale non debba tornare ad essere come prima. Il prestito non può avere intaccato quella parte del capitale del paese, che consiste di strumenti, di macchine e di edifici. Deve essere quindi stato tratto interamente dalla parte impiegata a pagare i lavoratori, e saranno i lavoratori a soffrirne le conseguenze. Ma se nessuno di loro si trova ridotto alla fame, se i salari possono sopportare tale riduzione, o se interviene la carità a salvarli dalla completa miseria, non c'è ragione per cui il loro lavoro debba produrre meno nell'anno successivo che nel precedente. Se producono come al solito, e ricevono in meno un certo numero di milioni di sterline, questi milioni vengono guadagnati dai loro datori di lavoro. La riduzione del capitale del paese viene così ad essere istantaneamente colmata, ma a prezzo delle privazione, e spesso della miseria vera e propria, della classe lavoratrice. E così ampiamente dimostrato come tali periodi, anche nelle circostanze più sfavorevoli, possano facilmente diventare momenti di grandi guadagni per coloro la prosperità dei quali, nella stima della società, passa generalmente per prosperità nazionale".

J. S. Mill sostiene quindi che il trasferimento di capitali dal settore privato a quello pubblico determina una perdita, ma aggiunge che un prestito pubblico potrebbe essere giustificato da un impiego improduttivo di capitali nel settore privato.

Suggerisce inoltre un criterio di giudizio per gli effetti conseguenti ad un prestito pubblico: se, a seguito del prestito, aumenta il tasso d'interesse, ne consegue che i capitali potevano essere impiegati più produttivamente nel settore privato.

3.4. Dopo J.S. Mill, gli economisti neo-classici dedicano scarsa attenzione ai problemi del Debito Pubblico, forse anche per la sostanziale stabilità del Debito in Inghilterra fino alla prima guerra mondiale.

4. La tematica del Debito Pubblico fa registrare ampiezza e frequenza di trattazione nella prima metà del secolo XIX parallelamente alla diffusione dell'indebitamento nella formazione degli Stati nazionali.

Un'inversione di tendenza nell'approccio alla tematica del Debito Pubblico implica un capovolgimento nella considerazione delle funzioni dello Stato in campo economico e, conseguentemente, della spesa pubblica. "Ove si neghi allo Stato ogni competenza economica, ove si ammetta che solo i beni materiali costituiscono la ricchezza, e si considerino le spese pubbliche come una maniera di consumo, riesce impossibile giudicare esattamente i prestiti pubblici" (13).

(13) Ricca Salerno (1879).

E' con la nascita della Scienza delle Finanze come disciplina autonoma che si determina questo mutamento. I prestiti pubblici vengono così studiati "nelle loro relazioni coi bisogni, gli scopi, i servizi dello Stato e colle condizioni dell'economia nazionale"; se ne distingue "il principio, l'ufficio, i limiti, l'opportunità" per giungere a "risultati che hanno un valore relativo, circoscritto entro confini sufficientemente definiti".

Se la base metodologica è mutata, i risultati conseguiti nell'ambito della scuola storica non sono stati di grande rilievo, in particolare perché quegli studiosi "hanno avuto della ricchezza nazionale e del credito un'idea inadeguata".

Il mutamento già preannunciato dall'affermarsi della trattazione del Debito Pubblico nell'ambito delle sessioni parlamentari si rileva chiaramente nei discorsi di uomini politici e di governo come il Cavour (14) e dalle affermazioni, come la seguente, del Messedaglia: "Quando le forze contributive dei presenti non reggono ai carichi pecuniari dello Stato, un'imperiosa necessità impone che si chiamino in sussidio di quelli le forze contributive dell'avvenire. In altri termini, quando l'imposta, che dà la misura dei mezzi attuali, riesce insufficiente, altro allo Stato non rimane che di anticipare col credito sui redditi del futuro..." (15).

La giustificazione della rottura dell'equilibrio finanziario va individuata non solo in una "ineluttabile necessità" (guerra), ma anche "nell'urgenza economica di un'opera di permanente utilità pubblica".

E il Debito Pubblico viene assunto come momento fondamentale della politica di bilancio, inserito in un quadro di vincoli decisionali, per la definizione di compatibilità con una serie di altre variabili. E' da collegare anche con l'affermarsi dell'organizzazione del credito, delle strutture bancarie e con lo svilupparsi del mercato finanziario.

5. Gli effetti intertemporali del Debito Pubblico costituiscono il tema che più ha impegnato l'attenzione degli studiosi, dalla prima elaborazione e diffusione delle tesi ricardiane. Ampia ed approfondita discussione è stata sviluppata dagli studiosi italiani di scienza delle finanze, in particolare Pantaleoni, De Viti De Marco e Griziotti.

Il principale apporto degli studiosi italiani è stato caratterizzato da un'analisi del comportamento di gruppi tipici di persone in base alla funzione economica che svolgono nella società (capitalisti, imprenditori, lavoratori, ecc.). Lo spostamento dell'attenzione dal consumo "dei beni presenti o dei beni futuri" al patrimonio ("proprio o non proprio") della generazione presente o di quella futura è al centro della analisi del Pantaleoni. Egli tiene a dimostrare l'indifferenza, al fine di stabilire su quale generazione gravi l'effettivo onere del prestito, del "fatto che una somma perpetua di interessi equivalga ad una somma di capitale attuale determinata con cui è permutabile a piacimento".

(14) Cavour (1962).

(15) Messedaglia (1850).

L'elemento essenziale consiste invece nella trasmissione alla generazione successiva "insieme con il carico delle annualità", del "capitale di cui quello è il corrispettivo" (16).

"Nulla toglie che il debito contratto dai padri sia pagato dai figliuoli, non già con un patrimonio che da quelli avrebbero ereditato ... bensì con il frutto del loro lavoro. Se la generazione che contrasse il debito aveva un patrimonio maggiore del debito contratto, questo patrimonio è passato alla generazione successiva diminuito del valore capitale del debito..., e il pagamento degli interessi, come il riscatto dell'onere che essi rappresentano, in qualunque epoca avvenga, non può costituire un onere per la generazione successiva. Ma, se la generazione che contrattò il debito aveva soltanto un patrimonio inferiore al debito assunto, o non ne aveva alcuno, potrà essere cagione di meraviglia che essa abbia ottenuto del credito, ma non può essere dubbio che gli interessi perpetui, di cui saranno gravate le generazioni avvenire saranno pagati in parte, o in tutto, con le fatiche di queste stesse, e che un riscatto dall'onere di interessi perpetui, quando avvenisse all'epoca dei posterì, consisterebbe anch'esso nella consegna di un capitale accumulato in parte, o in tutto, dalle nuove generazioni".

5.1. L'analisi del De Viti procede dalla considerazione del comportamento di alcune classi di contribuenti: possessori di capitale liquido, soggetti che dispongono di un "patrimonio immobilizzato" il cui capitale cioè è investito in terreni, case, opifici, altri che vivono di reddito personale (salariati e professionisti).

Consideriamo le prime due categorie di fronte alla richiesta da parte dello Stato di una somma a titolo d'imposta straordinaria, una tantum da un lato, e dell'equivalente annuo in forma perpetua dall'altro. Per i capitalisti è indifferente pagare nell'una o nell'altra forma, in quanto la pressione tributaria deve ritenersi eguale in entrambi i casi. "Rispetto a questa categoria di contribuenti lo Stato, può, senza tema né rimprovero di aggravare la condizione degli eredi e delle generazioni future, ricorrere alla contribuzione coattiva del valor capitale, invece che degli interessi relativi, quando il suo fabbisogno attuale richieda entrate tanto più rilevanti" (17).

La categoria dei proprietari immobiliari, invece, che dovrà sostenere lo stesso obbligo del "prelievo coattivo del valor capitale", avendo una disponibilità di terre, case, opifici, dovrà procurarsi il capitale disponibile dalla classe dei capitalisti o vendendo a questa una parte di patrimonio o soltanto ipotecandolo a garanzia di un mutuo. Nel primo caso si realizzerà una riduzione del valore capitale del patrimonio (anche per gli eredi), nel secondo questo verrà gravato in perpetuo dal debito annuo dei relativi interessi.

Le due situazioni, dal punto di vista del "valore in senso obiettivo", si equivalgono. Gli interessi, riducendo il reddito netto, vengono scontati nella stima del patrimonio.

(16) Pantaleoni (1891).

(17) De Viti (1898).

"E poiché la vendita di una parte del patrimonio corrisponde, nei rapporti con lo Stato, al pagamento del valor capitale, e la contrazione del mutuo privato con l'onere dei relativi interessi equivale al pagamento dell'imposta perpetua, è così dimostrato, anche per la categoria dei contribuenti con patrimonio immobilizzato, che lo Stato può prelevare, a mezzo d'imposta straordinaria, o con altro mezzo, il valor capitale per una sola volta, senza tema di premere sulle generazioni future, e a fortiori sulle presenti, più gravemente di come farebbe con un'imposta perpetua, eguale agli interessi di quel capitale". Dal punto di vista del "valore subiettivo", la categoria dei proprietari, posta di fronte all'alternativa di vendere una parte del patrimonio o contrarre un mutuo con onere perpetuo d'interessi, preferirà il mutuo, fruendo della facoltà di scelta accordatole. Per essa, infatti, il grado finale di utilità di un possesso fondiario è superiore a quello di una somma corrispondente da sborsare e lo stesso tipo di preferenza attribuiscono ai loro eredi. Eguale e contraria preferenza è ipotizzabile per l'altra classe, quella dei capitalisti, i quali "alle cure personali che la proprietà di terre e di case pur sempre richiede, ed all'incertezza del reddito fondiario e edilizio preferiscono il reddito sotto forma d'interesse e considerano quindi il mutuo come il più vantaggioso di tutti gli investimenti. Pertanto, è chiaro che si realizza già per questo un massimo d'utilità superiore a quello che si avrebbe se, invece del mutuo, si fosse stati costretti di fare una compravendita".

Lo Stato esercita quindi una pressione minore se fa il prelievo di capitale "in modo da non impedire che si svolga il giuoco naturale dei diversi apprezzamenti subiettivi" e da rispettare comunque le preferenze dei possessori di capitale disponibile e dei proprietari di capitali immobiliari.

Anche riguardo alla classe dei contribuenti che vivono di reddito personale (salariati e professionisti) il De Viti, diversamente dal Pantaleoni, arriva a conclusioni simili, dimostrando:

- che la generazione presente, a mezzo d'imposta straordinaria "di prestito, spende il capitale suo, di cui ha di fatto nel presente intera la disponibilità";
- "che questa verità, non soffre eccezione né rispetto alla classe dé salariati attuali, cioè dé contribuenti sforniti di patrimonio esterno, sé rispetto alla classe dé salariati futuri, e che quindi in nessun caso i presenti coprono il costo dei servizi pubblici con ricchezze che in avvenire produrranno".

Il De Viti riafferma quindi la validità del teorema di Ricardo, pur con qualche riserva e con particolari precisazioni.

Egli ritiene che il Debito Pubblico sia, comparativamente all'imposta straordinaria, uno strumento più economico per la collettività in quanto favorisce chi è detentore di un patrimonio reale e consente la diretta utilizzazione del risparmio disponibile.

5.2. Il Griziotti sottolinea come la tesi dell'indifferenza della preferenza individuale tra il debito e imposta straordinaria si basa sull'ipotesi ricardiana di conti-

nuità di interessi fra una generazione e l'altra di contribuenti, le cui condizioni si riscontrano solo in circostanze eccezionali. "Nel maggior numero dei casi è come principio per la teoria generale dei fenomeni che interessano la finanza pubblica e più corrispondente alla realtà della vita sociale ritenere che fra una categoria e l'altra di contribuenti vi sia contrasto d'interessi e fra generazioni e generazione una soluzione di continuità sociale" (18).

Per la soluzione del problema si deve studiare il calcolo di convenienza fra prestito e imposta, separatamente per ogni generazione di contribuenti, e accertare che gli interessi delle generazioni successive siano concordi o in contrasto di fronte a tale scelta.

Dopo una minuziosa analisi, il Griziotti afferma che "l'imposta straordinaria, come strumento di politica fiscale, giova a rendere massimo il sacrificio contributivo attuale (e minimo quello futuro) di una nazione o di una classe; il prestito serve a rendere massimo il contributo delle generazioni future (e minimo il sacrificio delle generazioni presenti) di una nazione o di una determinata classe di contribuenti, pel soddisfacimento di spese attuali e, in questo senso, si può dire che il prestito asservisce il futuro al presente".

L'illustrazione delle circostanze che vanno a comporre il calcolo di convenienza del contribuente tiene conto di un'ampia gamma di elementi, dalle variazioni della ricchezza ai movimenti della popolazione, per arrivare infine alla conclusione che "il prestito e l'imposta straordinaria, insieme applicati, rendono massima la potenzialità finanziaria del bilancio, la disponibilità dello Stato per le spese straordinarie".

5.3. Il Borgatta sostiene che, dal punto di vista dell'individuo è prevalente la convenienza di finanziare una spesa straordinaria facendo ricorso all'indebitamento anziché all'imposta straordinaria.

L'equivalenza tra i due strumenti è sostenibile guardando agli aspetti monetari, ma non in termini di utilità. "Infatti, a parità di prelievo, poiché l'utilità dell'ultima unità di reddito prelevata aumenta all'aumentare del prelievo, un'imposta straordinaria assorbe un'utilità maggiore (perché comporta un forte prelievo in un unico periodo) del valore attuale della somma di utilità sacrificata anno per anno dall'imposta che serve a pagare gli interessi del debito" (19).

Il Borgatta formula quindi due ipotesi fondamentali: nella prima, il fabbisogno dello Stato aggiunto a quello dei privati per il mantenimento e lo svolgimento dell'attività produttiva non supera il reddito annualmente prodotto dal paese; nella seconda, il fabbisogno totale supera il reddito prodotto e richiede il consumo di una quota del patrimonio della collettività. In quest'ultima riconosce l'ipotesi della teoria tradizionale ma la teoria "deve discutere anche l'altra ipotesi, che al costo bellico si possa far fronte col solo reddito; e quale si presenta in questo caso la

(18) Griziotti (1917).

(19) Borgatta (1946).

convenienza comparativa del prestito e dell'imposta straordinaria che abbia la funzione di provvedere alle spese di guerra e nello stesso tempo di ridurre il reddito consumato dai privati".

E' evidente per il Borgatta la preferibilità per l'imposta straordinaria, applicata in modo da prelevare la parte necessaria del reddito eccedente il minimo per il mantenimento della popolazione e del capitale produttivo. Se lo Stato riesce ad effettuare il prelievo raggiungendo questo risultato, le spese pubbliche vengono sopportate solo dal reddito nazionale senza intaccare il patrimonio. L'imposta consente allo Stato di ottenere la somma necessaria per pagare le spese straordinarie, ma anche di regolare i consumi nella misura occorrente senza ridurre il patrimonio nazionale.

"Col prestito invece questi risultati sono dubbi. Già il prestito di per se stesso è consumo di una quota del patrimonio nazionale (della quota conservata sotto forma di capitale disponibile, non investito). Per compensare questa quota sarebbe necessario che sul reddito lasciato ai privati si risparmiasse una somma per lo meno uguale, in aggiunta alle somme normalmente risparmiate: se questo non avviene, alla spesa bellica si deve far fronte col capitale, mentre il reddito viene dure consumato. Col sistema del prestito perciò l'onere della restrizione dei consumi non bellici si sposta interamente sulla disciplina coercitiva dei consumi e dei prezzi". Per le esigenze di un'economia di guerra è preferibile quindi il sistema dell'imposta straordinaria.

La tesi del Borgatta è criticata dal D'Albergo, il quale evidenzia come essa sia legata ad una serie di ipotesi che il Borgatta non rende esplicite e dal cui "adattamento" (variazione o eliminazione) possono conseguire conclusioni diverse, tali da rendere uguale o anche minore il sacrificio causato dall'imposta straordinaria rispetto al Debito Pubblico. Utilizzando uno schema di tipo fisheriano, in seguito, è stata riaffermata da Bosi la validità delle argomentazioni del Borgatta nel riesame fattone dal D'Albergo di indeterminazione in termini soggettivi della pressione comparata del Debito Pubblico e dell'imposta straordinaria.

6. Negli anni successivi (dalla "Teoria generale" del Keynes e fino a "Public Principles" del Buchanan) i contributi degli studiosi furono rivolti alle teorie allora prevalenti, con qualche correzione (soprattutto nei saggi di Wright, Ratchford e Meade) che non si scostano però fondamentalmente dalle basi consolidate della teoria.

Non viene tanto discussa la tesi che l'onere primario del debito ricade sulla generazione presente o futura, quanto viene messa in rilievo l'esistenza di oneri secondari derivanti dagli effetti negativi nei riguardi degli incentivi al lavoro e sugli investimenti che presentano le imposte istituite per finanziare il servizio degli interessi.

7. Dopo lungo tempo la problematica del Debito Pubblico non fa registrare posizioni innovative, restando legata alla straordinarietà di date situazioni, differenziate da quelle tipiche della finanza "ordinaria".

La differenziazione "quantitativa" è, anche per Einaudi, l'unico modo razionale per caratterizzare il fenomeno della "finanza straordinaria": "... le spese straordinarie hanno dunque per caratteristica di essere distribuite irregolarmente nel tempo in guisa da far salire provvisoriamente il bisogno dello Stato ben oltre la quantità normale

Due grandi eventi storici, la prima guerra mondiale e la "grande depressione", delimitano quindi un periodo in cui gli studi di economia finanziaria si misurano con avvenimenti ed esperienze mai prima registrati, gli stati affrontano problemi di mobilitazione di risorse e di coordinamento dei vari aspetti della vita economica e sociale mai prima affrontati.

Si hanno così i primi tentativi di "regolazione" del sistema economico nella sua complessità. L'esperienza del momento sollecita le prime teorizzazioni generali sull'economia e la finanza di guerra, che porteranno a più ampie riflessioni sulla "razionalità" della condotta economica dello Stato, nei maggiori studiosi dell'epoca da Barone, ad Edgeworth e Pigou, a Borgatta. Presupposto, comune a queste teorizzazioni é che il passaggio dalla finanza ordinaria a quella straordinaria é giustificato da un problema di grado nell'intensità dei bisogni pubblici da soddisfare e nell'ammontare di risorse private da mobilitare.

Se da un canto si sottolinea ancora la differenza "quantitativa" del fenomeno, dall'altro si pone su basi più generali il problema della scelta razionale fra gli strumenti alternativi della finanza straordinaria. Importanza particolare assume l'inflazione in relazione ad una politica di indebitamento statale di dimensioni mai prima raggiunte.

Lo studio più significativo, dopo la prima guerra mondiale, è il rapporto del "Colwyn Committee" (1927), documento ufficiale di studio promosso dal Governo inglese, che segna il punto culminante delle elaborazioni, da parte della dottrina tradizionale, sull'onere del Debito Pubblico, particolarmente riguardo al tema classico della pressione comparata del prestito e dell'imposta straordinaria, agli effetti economici dell'imposta sul capitale, ed a quello dell'ammortamento del Debito.

8. La situazione muta come conseguenza della "Grande Depressione", con l'affermarsi delle tesi keynesiane. Gli effetti del Debito Pubblico vengono considerati su nuove basi, a livello macroeconomico, in rapporto alle quantità globali del sistema economico, non limitatamente ad una situazione di finanza "straordinaria".

Si pone quindi l'attenzione sulle possibilità che lo Stato ha, utilizzando gli strumenti finanziari, di intervenire direttamente nel sistema economico per il superamento dei periodi di crisi. Il Debito Pubblico viene indicato come uno strumento

di stabilizzazione economica. Nelle fasi recessive la spesa pubblica addizionale, finanziata mediante indebitamento, è destinata ad incrementare la domanda effettiva ed assicurare la piena occupazione.

Si realizza così un nuovo approccio nei confronti dell'equilibrio del sistema economico. Gli economisti classici assumevano una situazione di piena occupazione, con offerta inelastica di moneta e uso della spesa pubblica solo per funzioni di carattere generale (difesa, giustizia, ordine pubblico). Ne conseguiva che, facendo ricorso al Debito Pubblico, si riduceva la disponibilità di moneta e capitale per l'economia privata e l'uso di risorse da parte del settore pubblico era meno produttivo di quello dell'impresa privata. Secondo Keynes, questi assunti di piena occupazione ed inelasticità dell'offerta di moneta non sono realistici. Dopo Keynes gli economisti ammetteranno l'esistenza della disoccupazione, l'assunto di un'elasticità nell'offerta di moneta e concorderanno sul principio che la spesa pubblica non costituisce necessariamente uno spreco, potendo essere produttiva.

Ne consegue un rafforzamento delle tesi a favore del Debito Pubblico. La spesa finanziata con tale strumento può derivare da risparmio non utilizzato o da fondi di creazione bancaria, che permetteranno di mobilitare lavoro e capitale altrimenti non impiegati.

L'azione dello Stato può determinare un incremento della produzione di beni ed un aumento del reddito reale. Da tale incremento si trarranno i mezzi per finanziare l'ammortamento del Debito stesso. La persistenza di un ampio ammontare di disoccupazione costituisce uno spreco di risorse, dato che, mediante il Debito Pubblico ed il conseguente aumento della domanda, è possibile mobilitare risorse non impiegate, e ciò senza bancarotta nazionale. Ci si muove sempre in una visione di finanza straordinaria, ma le condizioni di equilibrio del sistema sono mutate: non più piena occupazione, ma sottoimpiego delle risorse.

Il reddito nazionale non è più considerato un dato, ma, assieme al livello di occupazione diviene l'obiettivo che con l'intervento pubblico si deve conseguire. Viene meno l'importanza del canone tradizionale di arte finanziaria che è il bilancio in pareggio, sostituito dalla politica del "deficit spending". La possibilità d'impiego in via permanente del Debito Pubblico per garantire la stabilità del sistema economico e assicurare uno sviluppo equilibrato, senza rallentamenti o inflazione, porta a considerare questo strumento non solo come mezzo per assicurare la copertura del disavanzo di bilancio, ma soprattutto per le conseguenze di ordine monetario che possono derivarne al sistema economico, attraverso la regolazione della liquidità.

9. Verso la metà degli anni '40, generalmente sotto la spinta dell'aumento del Debito Pubblico dovuto alle spese belliche, nasce la preoccupazione per una crescita inarrestabile del Debito e della relativa spesa per interessi. Viene allora trattato il problema del continuo aumento del Debito Pubblico e della sua sostenibilità nel

lungo periodo. Inoltre viene attirata l'attenzione sul pericolo che il servizio del Debito richieda sempre più alte tasse per pagare gli interessi, con la possibile conseguenza della distruzione del sistema economico. Evsey Domar (20), in un articolo fondamentale pubblicato prima della fine della Seconda Guerra Mondiale, introduce il concetto che il Debito Pubblico non deve essere trattato considerando il suo ammontare assoluto ma in relazione al reddito, e sostiene che il "peso" del Debito, con un reddito nazionale in aumento, può probabilmente essere sempre riportato entro limiti sopportabili. Naturalmente un continuo deficit di bilancio non può che dar luogo ad un incremento dell'ammontare assoluto del Debito. Ma se il reddito aumenta in una certa percentuale e lo Stato ricorre al mercato con una percentuale costante in relazione alla crescita del reddito, il debito cresce con la stessa velocità del reddito, cosicché il rapporto tra Debito e reddito nazionale rimane alla fine costante. Poiché lo Stato assorbe così facendo una parte del risparmio, è necessario però che la spesa statale sia produttiva per mantenere la crescita necessaria. Infatti se la crescita del prodotto nazionale risulta inferiore al tasso di interesse pagato sul Debito, il rapporto Debito/reddito aumenta e la parte del reddito nazionale da riservare ai possessori delle obbligazioni pubbliche continua ad aumentare senza limite.

Tutta questa tematica rimane in parte sopita fino agli anni 1970-80, quando con l'esplosione della crescita del Debito Pubblico, soprattutto negli Stati Uniti e in Italia, ridiventa di grande attualità.

I monetaristi alla Friedman, rispolverando le teorie degli economisti classici dell'800 come Smith, introducono il concetto di spiazzamento (*crowding-out*) della spesa privata perché la spesa pubblica dopo un primo impatto positivo richiede, data la persistenza di deficit di bilancio, continue emissioni di titoli pubblici che, per una data offerta di moneta, portano ad aumenti dei tassi di interesse finché il disavanzo persiste. Di conseguenza gli effetti iniziali della spesa pubblica vengono completamente sovrachiesti da effetti negativi sull'investimento privato, a causa delle vendite cumulate di titoli pubblici.

Questa presa di posizione monetaristica viene subito criticata e messa in una prospettiva più ampia dal contributo di Blinder e Solow (21), che distingue il finanziamento del Debito con moneta da quello con titoli. Quando il disavanzo pubblico è finanziato con moneta, non possono esserci fenomeni di spiazzamento perché non aumenta il tasso di interesse. Si può verificare però un pericolo da inflazione. Nel caso di finanziamento con titoli, Blinder e Solow paradossalmente dimostrano che l'effetto sul reddito può essere ancora più favorevole del finanziamento con moneta, dato che si crea un flusso addizionale di interessi che va ad aggiungersi al reddito disponibile. Tale conclusione, cioè l'ipotesi che i titoli pubblici possano essere considerati ricchezza netta da parte degli investitori, viene contestata

(20) Domar (1944).

(21) Blinder and Solow (1973).

da Barro (22), che rifacendosi al teorema dell'equivalenza di Ricardo, sostiene che un aumento di spesa pubblica finanziato con titoli può essere percepito dagli operatori come corrispondente al valore attuale delle tasse future che verranno introdotte per pagare gli interessi sui titoli stessi. Così l'aumento del Debito fruttifero farebbe crescere la propensione al risparmio e, ai fini degli effetti finali sul reddito, perderebbe rilevanza il tipo di copertura, titoli o imposte, che si vuole adottare.

Sulla base di questa teoria, studi successivi hanno concentrato l'analisi sui fattori che determinano il risparmio, tenendo conto dello stock dei titoli pubblici, Modigliani (23), relativamente agli Stati Uniti, non ha riscontrato alcuna relazione tra Debito Pubblico, ricchezza finanziaria e risparmio.

9.1. Anche per l'Italia, lo stock crescente di Debito Pubblico non sembra abbia provocato variazioni sistematiche nella propensione al risparmio (24); risulta, invece, il ruolo dominante dell'inflazione e del tasso di interesse.

Se l'ipotesi di Barro non può essere verificata, l'aumento dello stock di titoli pubblici può alimentare i consumi delle famiglie, a scapito dell'accumulazione del capitale e, dunque, della crescita (25). Lo spiazzamento del capitale fisico produttivo può essere ulteriormente alimentato qualora vengano fissati limiti all'aumento annuale del credito totale, in presenza di un fabbisogno statale crescente, come si è verificato in Italia dalla seconda metà degli anni '70 (26). D'altra parte, gli effetti negativi dovuti alla copertura del fabbisogno con base monetaria (27) hanno indotto le autorità monetarie a scindere la creazione di base monetaria dalle esigenze finanziarie del Tesoro. Alla copertura con titoli si è perciò, ricorso con sempre maggiore frequenza innalzando i rendimenti reali per indurre il mercato ad investire in tali attività quote sempre maggiori di risparmio.

L'andamento crescente dei rendimenti reali degli ultimi anni, affiancato da modesti tassi di crescita del prodotto nazionale hanno, però accresciuto i rischi di non convergenza della dinamica del rapporto Debito Pubblico/PIL. Il problema è di sapere se si può arrivare ad un punto di equilibrio cioè, se il pagamento degli interessi sul Debito può essere coperto da maggiori introiti fiscali resi possibili dall'aumento del reddito. In altre parole si ritorna al problema già trattato da Domar, cioè la crescita del reddito deve essere altrettanto veloce del deficit pubblico, o almeno, più veloce della crescita degli interessi pagati sullo stock del Debito (28).

Già alla fine degli anni '70, Cotula, Masera e Morcaldo (29) affermavano: "sussistono limiti oltre i quali le dimensioni del Debito Pubblico non possono andare senza generare una sfiducia nell'azione del Governo tale da rendere praticamente impossibile il collocamento di nuovi titoli".

(22) Barro (1974).

(23) Modigliani (1987).

(24) Spaventa (1984).

(25) Blanchard (1984).

(26) Arcelli e Valiani (1977).

(27) Arcelli e Valiani (1981).

(28) Galli (1985).

(29) Cotula et alii (1979).

Con l'inizio degli anni '80, è tutto un fiorire di studi e proposte sulla sostenibilità del Debito. In particolare, per quanto riguarda il caso italiano, Spaventa (30) cerca di dimostrare che il problema già introdotto da Blinder e Solow sull'alternativa del finanziamento del deficit con moneta o con titoli non deve essere posto in termini così estremi, ma che esistono vie di mezzo più favorevoli: "in una situazione di Debito elevato ereditato dal passato, è forse paradossale che il Parlamento, in quanto delibera sulla presente politica fiscale, finisca per determinare la futura imposta da inflazione, sulla quale, in linea di principio, non dovrebbe avere competenza; mentre d'altro canto le decisioni delle autorità monetarie sulla tasso di inflazione di oggi hanno effetti sulle imposte future, al di là di ogni decisione del Parlamento. Purtroppo i parlamenti poco si curano della tasso d'inflazione futura, mentre le autorità monetarie poco si curano della futura pressione fiscale. Nasce così il rischio di un conflitto, con esiti potenzialmente pericolosi: un conflitto che sarebbe più saggio evitare con reciproche concessioni da entrambe le parti".

Il finanziamento del Debito Pubblico, per mezzo di base monetaria o con titoli emessi sul mercato, è un problema molto discusso specialmente in Italia a causa degli enormi tassi di interesse reali pagati sul Debito negli anni '80 (31).

Le diverse soluzioni hanno dato luogo a un fecondo dibattito teorico e a una produzione di verifiche empiriche (32) (33) (34), che in parte mostrano che nel lungo periodo per il controllo del rapporto Debito/PIL non è strettamente determinante come venga finanziato il fabbisogno, ma piuttosto se sia adottata una politica per il controllo del fabbisogno al netto degli interessi.

10. Un'altra corrente di letteratura che riguarda il Debito Pubblico è rivolta allo studio della sua gestione da parte delle autorità monetarie.

J. Tobin (35) all'inizio degli anni '60 scrive un articolo che servirà come punto di riferimento per tutti gli studi successivi su quest'argomento. L'originalità della posizione di Tobin sta nell'aver aperto il dibattito sulla collaborazione fra politica monetaria e gestione del debito: "Non c'è possibilità di distinguere la politica monetaria dalla politica della gestione del debito. La politica monetaria si riferisce, in particolare, a determinare la domanda [da parte del pubblico] del debito [da emettere], mentre la gestione del debito si riferisce a determinare l'ammontare offerto per scadenze a lungo termine. In mezzo, rimane la quantità del debito a breve che viene determinata come residuo." La Banca Centrale non può prendere decisioni appropriate di politica monetaria se non tiene in considerazione l'offerta di

(30) Spaventa (1988).

(31) Masera (1986).

(32) Rossi-Salvemini (1987). (33) Cividini et alii (1987).

(34) Maresca et alii (1987).

(35) Tobin (1963).

Debito da parte dei Tesoro. Il Tesoro, d'altra parte, non può portare avanti i suoi obiettivi nella gestione del Debito, se non sa quale é, o sarà, l'azione della Banca Centrale, relativamente alle "operazioni di mercato aperto", o, in altre parole, a quale livello si vuole mantenere il tasso di interesse.

Secondo Tobin, una sola autorità deve essere proposta per la condotta della politica monetaria e della gestione del Debito perché esse sono le due facce di una politica unica e inscindibile. Il problema è quello di cercare di minimizzare il costo dell'indebitamento senza intralciare la politica monetaria, che deve essere sempre considerata come prioritaria.

Già nel suo articolo del 1963, Tobin introduce quelli che saranno argomenti fondamentali nel dibattito sulla gestione del Debito Pubblico in Italia anche negli anni '80. Infatti parla dell'introduzione di obbligazioni con rendimento indicizzato all'inflazione, quali strumenti che possono servire a ridurre il costo dell'indebitamento senza interferire nella condotta della politica monetaria; della possibilità di imporre alle banche, come riserva obbligatoria, investimenti in titoli di Stato; della necessità che il Tesoro offra il più largo spettro di scadenze in maniera che la Banca Centrale, intervenendo sul mercato, possa determinare la struttura dei tassi di interesse desiderata.

Circa dieci anni dopo, la Federal Reserve of Boston organizza una conferenza (36) con l'intento di trattare il più largo spettro dei problemi della gestione del Debito Pubblico.

Negli atti pubblicati, viene risottolineata la necessità di un organo unico e centrale che diriga allo stesso tempo la politica monetaria e la gestione del Debito, anche se le opinioni divergono, a seconda della provenienza dei partecipanti, su chi debba essere questo organo (Banca Centrale o Tesoro?). Inoltre, viene messa in chiaro la centralità della gestione del Debito Pubblico per la condotta della politica monetaria. Viene descritta l'importanza del buon funzionamento del mercato secondario per una gestione ottimale del Debito Pubblico, come anche quella del ricorso al metodo dell'asta per interferire il meno possibile con la politica monetaria.

10.1. Moltissimi di questi argomenti, così ampiamente dibattuti negli Stati Uniti, vengono ripresi più tardi nella letteratura economica italiana più recente. La scuola di Monti dell'Università Bocconi di Milano, su riviste scientifiche e altri articoli (37), sostiene in particolare la necessità di una condotta nella gestione del Debito che faccia principalmente perno sul mercato, in maniera da renderne i costi più visibili e trasparenti; altri contributi più particolari su questi temi sono stati portati avanti con l'intenzione di approfondire i legami fra politica monetaria e gestione del Debito in relazione alla situazione italiana entrando negli aspetti tecnici della gestione del Debito (38) (39).

(36) Federal Reserve Bank of Boston (1973).

(37) Tendenze Monetarie, a cura dell'Ufficio Studi della Banca Commerciale Italiana.

(38) Bianchi (1985).

(39) Salvemini M.T. (1987).

BIBLIOGRAFIA

Antonino da Firenze, (1923) *Opera a ben vivere*, in *I libri della fede*, Va v, Firenze.

ID., (1477-1479) *Summa theologica*, Norimberga.

Arcelli M., Valiani R., (1977) *Il finanziamento del disavanzo del settore pubblico*, Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze, dicembre.

ID., (198 1) *Il finanziamento del fabbisogno del settore pubblico*, Rivista di Politica Economica, dicembre.

Artoni R., (1986) *Debito e squilibrio strutturale della finanza pubblica in Oltre la Crisi*, Il Mulino, Bologna.

Barone E., (1925) *Principi di economia politica*, VIa ed., Roma.

ID., (1919) *Moneta e risparmio*, Roma.

Barro R. L., (1974) *Are government bonds net wealth?*, J. of Political Economy, n. 6.

Bernardino da Siena, (1880-1888) *Prediche volgari di S. Bernardino da Siena* (a cura di) L. Bianchi, Siena, 3 v.

Bianchi B., (1985) *Stati Uniti e Italia: due esperienze nella gestione del Debito Pubblico*, Bancaria, settembre.

Blanchard O., (1984) *Current and anticipated deficits, interest rates and economic activity*, European Economic Review, n. 1, June.

Blinder A., Solow R., (1973) *Does Fiscal Policy Matter?* J. of Public Economics, n. 2.

Bodin J., (1568) *La risposta al paradosso del Sig. Malestroict circa il rincaro di ogni cosa e il modo di porvi rimedio*".

Borgatta G., (1946) *La finanza della guerra e del dopoguerra*, Alessandria, Gazzotti.

ID., (1918) *Intorno alla pressione del prestito e dell'imposta*, in *La riforma sociale*, pp. 254-269.

Bosi P., (1967) *Prestito e imposta: aspetti soggettivi dell'alternativa*, in AA. VV., *Problemi di finanza pubblica*, vol. 11, Milano, Giuffrè, pp. 211-233.

Botero G., (1589) *Della ragion di Stato*, 1589, Venezia.

ID., (1589) *Cause della grandezza e magnificenza delle città*, Venezia.

Buchanan J.M., (1958) *Public Principles of Public Debt*, Homewood, Illinois, Richard d. Irwin.

Cavour C. B. conte di, (1962) *Scritti di economia 1835-1850*, (a cura di) F. Singo, Milano, Feltrinelli.

Cividini A. et alii, (1987) *Vincolo di bilancio e sostenibilità del debito: analisi e prospettive*, in *Debito Pubblico e politica economica in Italia*, Roma.

Colwyn Committee, (1927) *Report of the Committee on National Debt and Taxation*, HMSO, London. Una sintesi con traduzione italiana di alcuni brani è: *Rapporti sulla finanza inglese*, nel volume IX (Finanza) della "Nuova Collana di economisti" Torino, Utet 19, pp. 517.

Cotula F., et alii, (1979) *Il bilancio del settore pubblico e gli effetti di spiazzamento: un esame dell'esperienza italiana*, in AA. VV. *Spesa pubblica e sviluppo dell'economia*, Milano.

D'Albergo E., *Sull'utilità di un "rapido" ammortamento del debito pubblico*, in *Giornale degli economisti*, pp. 223-268.

De Viti de Marco A., (1898) *La pressione tributaria dell'imposta e del prestito*, in "Giornale degli economisti", (rist. col titolo: "Contributo alla teoria del prestito pubblico", in "Saggi di economia e finanza", Roma, 1898, pp. 61-123).

ID., (1953) *Principi di scienza delle finanze*, Torino, Boringhieri.

Domar E., (1944) *"The Burden of the Debt" and the National Income*, American Economic Review, December.

Edgeworth F.E., (1919) *La leva sul capitale per il riscatto del debito pubblico*, in *La riforma sociale*, p. 228-251.

Einaudi L., (1956) *Principi di scienza delle finanze*, Torino, Einaudi.

Eisner R., (1986) *How real is the Federal Deficit?*, MacMillan, London.

Federal Reserve Bank of Boston, (1973) *"Issues in federal debt management"*, proceedings of a conference held at Melvin Village, New Hampshire, June.

Galli G., (1985) *Tasso reale, crescita e sostenibilità del debito pubblico*, Contributi all'analisi economica del Servizio Studi, Banca d'Italia, n. 1, dicembre.

Genovesi A., (1803-1804) *Lezioni di economia civile*, Milano, De Stefanis.

Griziotti B., (1917) *La diversa pressione tributaria del prestito e dell'imposta*, in *Giornale degli economisti*, pp. 129-164, 313-334 (rist. in: "Studi di scienza delle finanze e diritto finanziario",

1956, vol. 11, Milano, Giuffrè, pp. 193-261).

ID., (1918) *Prestiti e imposte nelle finanze di guerra*, in *La riforma sociale*, pp.270-290.

Hamilton R., (1814) *An Inquiry concerning the National Debt of Great Britain*, Edimburgh.

Hansen H.H., (1959) *The Public Debt Reconsidered: A Review Article*, in *Review of Economics and Statistics*, novembre, pp.370-398.

Hobbes T., (1642) *Elementa philosophica de cive*, Parigi, (prima ediz. inglese 1651).

Hume D., (1752) *On Public Credit*, rist. in *Writing on Economics* edited by Eugene Rotwein, Books for Libraries Press, Freeport (New York), 1972, pp. 90-107.

Keynes J.M., (1936) *General theory of Employment, Interest and Money*, Mc Millan, London.

Keynes J.M., (1927) *The Colwyn Report on National Debt and Taxation*, in *Economic Journal*, pp. 198-212.

Malthus T.R., (1820) *Principles of Political Economy*, Cambridge.

Maresca G., et alii, (1987) *Il problema della sostenibilità del Debito Pubblico: il Caso Italiano*. In *Ricchezza Finanziaria, Debito Pubblico e Politica Monetaria*, Ministero del Tesoro, Roma.

Masera R., (1986) *Per il risanamento della finanza pubblica in Italia: quattro argomentazioni* in *Rivista di Politica Economica*, n. 3.

Meade LE., (1964) *Is the National Debt a Burden in Public Debt and future generations?*, (a cura di) James M. Ferguson, Chapell Hill, University of North Carolina.

Messedaglia A., (1850) *Dei prestiti pubblici e del miglior sistema di consolidazione*, Milano, Vallardi.

Mill J.S., (1848) *Principles of Political Economy*, Aslhey Edition, London, 1915.

Modigliani F., (1987) *Disavanzi pubblici, inflazione e le generazioni future*, *Il Mondo*, 14-9-1987.

Montesquieu, (1748) *De l'Esprit des lois*, Genève.

Musgrave R.A., (1952) *Theorie der offentlichen Schuld*, in *Handbuch der Finanzwissenschaft* (a cura di) W. Gerloff e F. Neumark Tubingen, Mohr, vol. 3, pp. 68-137.

Myrdal G., (1939) *Fiscal Policy in the business cycle*, in *American Economic Review*, pp. 185-193.

Necker L., (1784) *De l'Administration des Finances de la France*, Paris.

Oresme N., (1864) *Traité de la première invention des monnaies*, Parigi.

Pantaleoni M., (1891) *Imposta e debito in riguardo alla loro pressione*, in *Giornale degli economisti*, (rist. in *Studi di finanza e di statistica* Bologna Zanichelli 1938, pp. 149-166).

Pigou A.C., (1929) *A study in Public Finances*, London, MacMillan.

Pinto L., (1771) *Traité de la circulation et du crédit*, Paris.

Ricardo D., (1951) *On the Principles of Political Economy and Taxation*, in P.

SRAFFA (ed.), *Works and Correspondence*, 1951, Cambridge Univ. Press. Vol. 1, (trad. it.: *Principi di economia politica e dell'imposta*, 1986, Torino, Utet).

ID., (1951) *The Funding System*, ibidem, vol. IV.

Ricca Salerno G., (1879) *Teoria generale dei prestiti pubblici*, Milano, Hoepli.

ID., (1882) *Di alcune questioni relative al debito pubblico*, in *Annuario delle scienze giuridiche, sociali e politiche*, anno III, pp. 41-85.

ID., (1888) *Il debito pubblico in Europa e negli Stati Uniti d'America*, in *Bulletin de l'Institut International de statistique* (Roma), pp. 81-120.

ID., (1896) *Storia delle dottrine finanziarie*, rist. Padova, Cedam, 1960.

Rossi S., Salvemini G., (1987) *Alcune considerazioni analitiche ed empiriche in tema di sostenibilità della crescita del Debito Pubblico*, in *Rivista di Politica Economica*, novembre.

Salvemini M.T., (1987) *Tecniche e politiche di Gestione del Debito Pubblico. Studio non pubblicato*.

Say J.B., (1840) *Cours d'Economie Politique*, Paris.

Smith A., (1776) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. rist., Torino, UTET, 1958.

Spaventa L., (1988) *La crescita del debito pubblico: sostenibilità, regole fiscali e regole monetarie*, in A. Graziani, *La spirale del Debito Pubblico*, il Mulino, Bologna.

ID., (1984) *La crescita del debito pubblico in Italia: evoluzione, prospettive e problemi di politica economica*, Moneta e Credito, n. 147, settembre.

Steve S., (1946) *Debito Pubblico*, cap. IV del "Rapporto della Commissione economica" presentato alla Assemblea Costituente, Ministero per la Costituente,

vol. V, Finanza, Tomo 1, Roma, Ist. Poligrafico dello Stato, pp. 107-124.

ID., (1976) *Lezioni di scienza delle finanze*, Padova, Cedam, VII edizione.

Tobin L, (1963) *An essay on the principles of debt management in fiscal and debt management policy*, Commission on money credit, Prentice Hall, pagg. 143-218.

APPENDICE II

LA TASSAZIONE DEI TITOLI DEL DEBITO PUBBLICO.

1. L'esigenza molto avvertita sin dalla fine del secolo XVIII di garantire i diritti dei titolari della rendita pubblica venne recepita dallo Statuto Albertino che all'articolo 31 proclamava: "Il Debito Pubblico è garantito. Ogni impegno dello Stato verso i suoi creditori è inviolabile".

Con tale disposizione il legislatore costituzionale del 1848 intendeva assicurare i creditori dello Stato Sardo che i loro diritti non avrebbero subito pregiudizi di sorta per effetto dell'avvenuto cambiamento istituzionale e, in futuro, sarebbero stati comunque garantiti dai poteri statali secondo la propria competenza.

Sul piano tecnico-giuridico, la disposizione statutaria sopra riportata costituiva la traduzione italiana della formulazione degli articoli 61 e 70 che figuravano, rispettivamente, nelle Carte Costituzionali francesi dal 1830 e dal 1840 che, a loro volta, traevano origine dalla norma adottata dalla prima Costituzione Repubblicana del 1791 (titolo V - articolo 2) secondo cui i fondi necessari al pagamento del Debito Pubblico non possono essere ricusati, o sospesi sotto alcun pretesto (1).

2. L'ampiezza della dizione del menzionato articolo 31, mentre offriva la più estesa garanzia dei crediti vantati nei confronti dello Stato, non assicurava, peraltro, l'esenzione tributaria delle rendite derivanti dai titoli del Debito Pubblico.

Tale ultima garanzia venne, però, sancita a livello subcostituzionale, dalla legge 10 luglio 1861, n. 94, concernente l'istituzione del Gran Libro del Debito Pubblico che, all'articolo 3 stabiliva che "le rendite iscritte nel Gran Libro non potranno mai in nessun tempo, o per qualunque causa, venire assoggettate ad alcuna speciale imposta, e il loro pagamento non potranno mai in nessun tempo o per qualunque causa, anche di pubblica necessità, venire diminuito o ritardato".

La portata della disposizione era abbastanza chiara: essa voleva vietare, oltre ogni ritardo nei pagamenti dovuti, qualsiasi arbitraria diminuzione degli interessi stabiliti in sede di emissione dei singoli prestiti, sia nella forma palese di una unilaterale riduzione dei tassi che in quella mascherata da una successiva imposizione tributaria.

(1) In Francia si erano verificati ripetuti esempi che avevano posto in dubbio la lealtà dei governi circa il mantenimento degli impegni finanziari assunti nei confronti dei privati creditori. A prescindere dalle teorizzazioni del Richelieu (1585-1642) che sosteneva la legittimità della bancarotta periodica a sollievo dell'erario, prima il Sully (1560-1641) e poi il Colbert (1619-1683), durante gli anni in cui furono preposti alla gestione delle finanze statali, avevano arbitrariamente decretato la riduzione, rispettivamente, degli interessi e degli arretrati delle rendite pubbliche.

Successivamente la fiducia riposta nel Debito Pubblico era stata profondamente scossa dal dissesto provocato da Law (1671-1729) e dal perdurare del disordine finanziario nei decenni antecedenti la Rivoluzione del 1789.

3. La prevista esenzione fiscale era limitata soltanto alle imposte speciali, vale a dire a quelle che avrebbero potuto colpire soltanto la rendita pubblica, e non riguardava le imposte generali sui redditi.

Conseguentemente, con l'introduzione nel sistema tributario italiano della imposta di ricchezza mobile di cui alla legge 14 luglio 1864, n. 1830, gli interessi dei titoli di Debito Pubblico furono soggetti alla ritenuta per l'imposta di ricchezza mobile.

I tentativi di opporsi all'applicazione dell'imposta di ricchezza mobile sugli interessi dei titoli pubblici non furono coronati da successo, in quanto prevalse subito la tesi secondo cui l'assoggettamento delle rendite pubbliche alla predetta imposta rappresentava una parte del generale prelievo sui redditi mobiliari e, quindi, non ascrivibile alla categoria delle imposte speciali escluse dal citato art. 3 della legge n. 94/1861.

E' solo però con legge 7 luglio 1868, n. 449 sulla tassa di macinazione dei cereali proposta dal Ministro Cambray-Digny che si introdusse la riscossione per ritenuta (2). All'inizio si trattò dell'8%, aumentato all'8,8% il 26 luglio 1868 (a decorrere dal 1° gennaio 1869). Quindi con legge 11 agosto 1870, n. 5784, l'aliquota venne portata al 13,20%, con decorrenza 1° gennaio 1871 (3).

4. Per oltre un quarto di secolo (1864-1890) gli interessi di tutti i titoli del Debito Pubblico (all'epoca appartenenti in massima parte a prestiti irredimibili) furono gravati dall'imposta di ricchezza mobile (4).

Una prima deroga a tale sistema generalizzato di imposizione tributaria gravante sui titoli del Debito Pubblico si ebbe con l'art.4 della legge 13 maggio 1871, n. 214 (comunemente denominata Legge delle Guarentigie), che dispose l'iscrizione a favore della Santa Sede di un'annua rendita di lire 3.225.000 (pari al 5% di nominali lire 64.500.000) inalienabile, irriducibile ed esente da ogni specie di tassa od onere governativo comunale o provinciale. Il corrispondente certificato non fu mai ritirato dai rappresentanti della Santa Sede per cui, anche se nel bilancio dello Stato continuò a figurare un apposito capitolo di spesa, la menzionata rendita non venne mai corrisposta e il relativo impegno finanziario dello Stato fu poi sostituito dagli altri obblighi derivanti dalla Convenzione annessa al Trattato fra la Santa Sede e lo Stato Italiano dell'11 febbraio 1929, ratificato con la legge 27 maggio 1929, n. 810.

(2) art. 24 "La presente legge andrà in attività col 1° gennaio 1869. E a datare da quel giorno le disposizioni dell'art. 5 del decreto legislativo 28 gennaio 1866, n. 3023 saranno applicate eziandio ai redditi provenienti dai titoli del Debito Pubblico per i quali si riscoterà l'imposta di ricchezza mobile mediante ritenuta all'atto del pagamento degli interessi fatto dal Tesoro così all'interno come all'estero".

(3) Tale aliquota, elevata al 20% per effetto dell'art. 2 della legge 22 luglio 1894, n. 339, fu portata, durante la seconda guerra mondiale, prima al 24% (R.D.L. 12 aprile 1943, n. 205) e, successivamente, al 30% (D.L.L. 19 ottobre 1944, n. 384).

(4) Per alcuni prestiti obbligazionari (es. Obbligazioni della ferrovia Udine-Ponterebba) l'importo della ritenuta dell'imposta di ricchezza mobile veniva maggiorata del 4% a titolo di rivalsa delle spese di riscossione nonché della tassa di circolazione in ragione dell'uno per mille sul prezzo medio dell'anno.

5. Con la legge 2 luglio 1890, n.6930, si inizia una inversione di tendenza nel regime tributario dei titoli pubblici.

Nell'autorizzare il governo a reperire i mezzi finanziari occorrenti per la costituzione di reti ferroviarie mediante emissione di obbligazioni al tasso del 4% annuo, la legge n.6930/1890 prevedeva che gli emittenti titoli fossero esenti da qualsiasi imposta presente e futura.

Allo scopo di fronteggiare le accresciute esigenze finanziarie dello Stato, la legge 2 luglio 1894 n.6930 autorizzò l'iscrizione nel Gran Libro di due nuovi prestiti irredimibili al tasso del 4% e del 4,50%, esenti da imposte presenti e future, destinati in prevalenza alla conversione di vecchi prestiti obbligazionari.

Tali eccezioni divennero subito regola, e tutti i provvedimenti legislativi di emissione di nuovi prestiti (redimibili e irredimibili), o di conversione di quelli esistenti, offriranno l'esenzione degli emittenti titoli da ogni imposta presente e futura.

L'esenzione tributaria fu altresì estesa in modo generalizzato anche al comparto dei Buoni del Tesoro. Con la legge 4 agosto 1895 n.486 (art.25) fu infatti disposto che gli interessi sui Buoni del Tesoro di ogni specie (cioè sia quelli a breve che quelli a lunga scadenza corrispondenti, rispettivamente, agli attuali BOT e BTP) fossero esenti da ritenuta per qualsiasi imposta presente e futura.

6. Per un lungo periodo di tempo nell'ordinamento tributario sono coesistiti titoli del Debito Pubblico soggetti a ritenute fiscali per l'imposta di ricchezza mobile (come quelli del Consolidato 3%-1861 e dei prestiti obbligazionari - emessi in data remota - divenuti interamente rimborsabili per effetto della legge 11 giugno 1954, n. 332).

Conseguentemente il regolamento per l'amministrazione del patrimonio e per la contabilità generale dello Stato approvato con R.D. 23 maggio 1924, n. 827, indica (art. 480) le modalità da osservarsi per il versamento al bilancio dell'entrata delle ritenute fiscali da effettuarsi sulle competenze da pagare ai portatori dei titoli del Debito Pubblico.

L'affinamento del sistema tributario dovuto anche all'elaborazione dottrinale della distinzione tra imposte reali (le quali gravano direttamente ed unicamente sul bene facendo completa astrazione dalle effettive condizioni economiche del suo proprietario) e imposte personali (con le quali si mira a colpire la vera capacità contributiva del soggetto) portò all'emanazione del R.D. 30 dicembre 1923, n. 3062, concernente l'istituzione dell'imposta complementare sul reddito delle persone fisiche che, dopo alcune modifiche apportate negli anni trenta, fu sostanzialmente recepita dalla riforma Vanoni del 1951.

L'art. 7 del citato R.D. n. 3062/1923 prevedeva in particolare che, ai fini dell'applicazione dell'imposta complementare, entravano a far parte del reddito complessivo anche quei redditi

che, in forza di leggi speciali, sono esenti dall'imposta relativa al reddito dei terreni, dei fabbricati e di ricchezza mobile.

Le relative istruzioni del Ministero delle Finanze precisavano che "per quanto superflua, ritenersi qui necessaria l'avvertenza che tra tali redditi rientrano anche quelli per i quali fosse stata affermata la esenzione di ogni imposta presente e futura, chiaro essendo, per principio incontestabile, che siffatta esenzione riguarda sempre e solamente l'imposta reale, non mai quella personale di cui qui si discute. Il che, in definitiva, vuol dire che sono soggetti alla complementare anche tutti i redditi derivanti dai debiti pubblici dello Stato, in tutte le loro specie considerate".

L'introduzione di tale imposta e la conseguente applicazione di essa anche ai redditi derivanti dai titoli di Stato suscitò, oltre a vibrante proteste da parte dei privati risparmiatori, un intenso dibattito dottrinale e di opinione, ma dopo alcuni anni la tesi della tassabilità degli interessi dei titoli di Stato ai fini dell'imposta complementare (5) finì col prevalere, dopo che la Commissione Centrale Tributaria ebbe ad esprimersi in senso conforme con la decisione n. 91786, del 12 gennaio 1929, riassunta nella seguente massima: "entrano a far parte del reddito complessivo anche quei redditi che in forza di leggi speciali sono esenti da imposte relative; in conseguenza anche la rendita dei titoli del consolidato posseduti dal contribuente va computata nella determinazione del suo reddito globale".

Per eliminare le residue ombre di dubbio nell'immediato secondo dopoguerra fu adottata la formulazione, poi recepita dal vigente Testo Unico approvato con D.P.R. 14 febbraio 1963, n. 1343, secondo cui i titoli di debito pubblico, gli interessi e i premi relativi sono esenti da ogni imposta diretta reale, presente e futura.

Con l'entrata in vigore (10 gennaio 1974) del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 601 (recante la disciplina delle agevolazioni tributarie), emanata in attuazione della delega legislativa al Governo della Repubblica contenuta nella Legge 9 ottobre 1971, n. 825, ai titoli del Debito Pubblico fu riconosciuta la totale esenzione anche dalle imposte personali.

Infine con decreto-legge 19 settembre 1986, n.556, convertito con modificazioni nella legge 1,7 novembre 1986, n.759, fu reintrodotta una ritenuta alla fonte del 6,25% per i titoli emessi fino al 30 settembre 1987 e del 12,50% per gli anni successivi: imposta da applicarsi solo sui proventi dei titoli di nuova emissione (6).

L'imposizione tributaria articolata in due tempi, creò subito un mercato di titoli pubblici segmentato fra titoli non tassati, emessi prima del decreto, titoli tassati al 6,25% e aspettative sui titoli che sarebbero stati emessi con una tassa al 12,5%. Poiché la ritenuta alla fonte viene assorbita come "secca" dagli investitori "famiglie" mentre da quelli istituzionali può essere dichiarata come un acconto da

(5) Unica eccezione alla universale applicazione sugli interessi dei titoli di Stato della normativa dell'imposta complementare fu introdotta con l'art. 43 del R.D. 10 novembre 1936, n. 1933 per i titoli del Prestito Redimibile 5%-1936 (Prestito Immobiliare) fino a quando i titoli fossero rimasti in possesso dei sottoscrittori.

(6) Il principio di applicare il regime tributario vigente al momento dell'emissione dei titoli anziché quello in vigore all'atto della riscossione degli interessi e degli altri proventi ha un precedente storico nel R.D. 14 novembre 1869, n. 5430 che, nel determinare l'aliquota dell'imposta di ricchezza mobile da applicare sui Buoni (Ordinari) del Tesoro, stabiliva che la predetta imposta sugli interessi dei titoli della specie sarebbe stata applicata in ragione dell'aliquota vigente all'epoca della emissione, riscossa mediante ritenuta all'atto dei pagamento dei buoni medesimi.

computare nella loro dichiarazione dei redditi finale, il comportamento, relativo all'introduzione di questa nuova imposta, fu diverso secondo il tipo dell'investitore: l'investitore-famiglia, che non può recuperare la trattenuta e l'investitore istituzionale che praticamente già paga l'imposta, perché già denuncia nel suo reddito globale anche il reddito di provenienza da investimenti in titoli pubblici.

Anche se non si può dire con certezza, perché è impossibile (o almeno perché fino ad oggi manca) una stima delle elasticità della domanda dei titoli pubblici relativa ai rendimenti, prima e dopo l'introduzione della citata norma che prevede un diverso regime fiscale con riferimento al tipo di investitore finale, sembra che in prima approssimazione non si possa dire che l'imposta sia stata solo una partita di giro, ma in parte è stata assorbita dagli investitori famiglie, mentre per un'altra parte ha offerto un rendimento più alto agli investitori istituzionali.

Verso la fine del periodo transitorio durante il quale doveva essere applicata la trattenuta del 6,25%, cioè negli ultimi mesi prima che l'imposta passasse al 12,50%, gli investitori istituzionali divennero restii a investire in titoli di Stato in attesa di poter investire nei nuovi titoli sui cui proventi era prevista la trattenuta del 12,50%, in quanto essi, naturalmente, avrebbero, *ceteris paribus*, offerto a questo tipo di investitori un rendimento più elevato. Per questa ragione il 27 agosto 1987, con decreto-legge n.348 (7) fu anticipato di un mese il passaggio della imposta dal 6,25% al 12,50%, per non penalizzare il continuo flusso di offerta di titoli del Tesoro.

(7) Poiché detto D.L. non fu convertito, la relativa disposizione fu recepita nel successivo D.L. 24 settembre 1987, n. 391 (art. 7) convertito nella legge 21 novembre 1987, n. 477.

APPENDICE III

LA CASSA DEPOSITI E PRESTITI

La legge 17 maggio 1863, n. 1270, istituì una Cassa Depositi e Prestiti (DD.PP.) presso la Direzione Generale del Debito Pubblico. La Cassa DDPP alla sua fondazione aveva un unico canale di raccolta del risparmio (depositi volontari e obbligatori), e gli impieghi erano costituiti da prestiti alle province, ai comuni, agli istituti di beneficenza, e per l'esecuzione di opere di pubblica utilità. Nel 1875 vennero creati i depositi a risparmio postali che "ebbe[ro] per iscopo di radicare nelle classi lavoratrici l'abitudine del risparmio, eccitando in esse il sentimento della previdenza e delle piccole riserve", come si legge nella Relazione della Commissione di vigilanza della Cassa DDPP per l'esercizio 1876. Questi depositi vennero affidati alla Cassa DDPP. Con la legge del 1896 veniva reso possibile depositare presso la Cassa DDPP anche titoli, per la cui custodia la Cassa ricavava una commissione. Allo stesso tempo gli impieghi venivano allargati anche a partecipazioni di capitale di determinati istituti di diritto pubblico, e alle anticipazioni al Tesoro ed a altri enti di diritto pubblico, compresi gli acquisti di titoli dello Stato e un conto corrente con il Tesoro. Il 24 aprile 1898 venne istituita la Sezione Autonoma di Credito Comunale e Provinciale, autorizzata ad emettere cartelle in favore di comuni e province, con applicazione ad esse delle disposizioni in vigore per tutti gli altri debiti dello Stato, per rendere meno onerosa agli enti locali la provvista del credito al di là dei fondi già messi a disposizione dalla Cassa DDPP stessa. Con la legge del 15 maggio 1898 la Cassa DDPP venne staccata dalla Direzione Generale del Debito Pubblico e costituita in Direzione Generale a sé stante. Circa alla stessa data inizia l'apertura di conti correnti con la Cassa DDPP da parte di enti vari che vi facevano confluire disponibilità la cui amministrazione venne affidata alla Cassa DDPP. Di tali conti correnti non facevano parte i patrimoni degli enti di previdenza e delle gestioni annesse, né quelli di amministrazioni dipendenti dalla Cassa DDPP, comprensiva almeno fino alla II Guerra Mondiale; in seguito, la voce "Conti Correnti" divenne dei "c/c di servizio" dai quali, per gli scopi delle elaborazioni sulla consistenza del Debito Pubblico, la voce dovrebbe essere "ripulita". Infine, nel 1924 vennero istituiti presso le Casse di Risparmio Postali i Buoni Postali fruttiferi con accumulazione obbligatoria dei frutti, che con linguaggio di oggi potrebbero essere assimilabili a li "zero-coupon bonds". Per quanto riguarda gli impieghi, la Cassa DDPP venne istituita allo scopo di provvedere fondi agli enti locali, ma già fin dai primi anni rivelò un'irrefrenabile

tendenza verso impieghi più "sicuri". Nella Relazione della Commissione di Vigilanza della Cassa DDPP per l'esercizio 1877 si legge: "A norma della legge organica il denaro depositato deve essere impiegato in prestiti.

L'impiego in rendita pubblica, in cartelle fondiarie, in Buoni del Tesoro o in conto corrente col Tesoro non è che un collocamento provvisorio per non lasciare improduttivi i capitali che devono servire al pagamento di prestiti quando siano compiute le formalità per poterli effettuare, o che per prudente cautela devono tenersi facilmente disponibili per far fronte alle restituzioni di depositi volontari e del risparmio". Indubbiamente tale tendenza fu in parte generata dalle obiettive difficoltà di finalizzare i prestiti ad enti locali, talora così oberati da debiti da non qualificarsi per ulteriori interventi anche se richiesti. Di ciò sono pieni i resoconti delle varie Relazioni della Commissione di Vigilanza. Inoltre non deve essere stata estranea nemmeno la pressione dello Stato che, nelle sue inesorabili necessità di capitali, trovava utile che la Cassa DDPP (con gli Istituti di Previdenza e le gestioni annesse da essa amministrati) assicurasse il collocamento di consistenti pacchetti di titoli di Stato. Si arrivò così alla "salomonica" decisione sanzionata dalla legge 8 agosto 1895, n. 486, in cui fu stabilito "che tutti i fondi della Cassa DDPP, provenienti dai depositi del risparmio e dai depositi volontari, debbono essere impiegati, per non meno di una metà, in titoli di Stato o garantiti dallo Stato e il resto in prestiti o in conto corrente col Tesoro". Va ricordato che già fin dal 1863 su questo conto corrente il Tesoro corrispondeva gli interessi al saggio medio pagato sui buoni ordinari.

A partire dal 1920 gli investimenti in titoli da parte della Cassa DDPP restarono stazionari (in valore nominale) fino al 1939. Ciò andava, negli anni '20, a favore degli originari impieghi in prestiti agli enti locali, mentre negli anni '30 era il conto corrente col Tesoro (sostitutivo dei BOT) a fare la parte del leone. Dal 1940 il conto corrente col Tesoro non crebbe più molto rapidamente, mentre ripresero gli investimenti in titoli.

Con l'inizio della Seconda Guerra Mondiale e fino al 1969, cioè per circa trent'anni, la Cassa DDPP non ha più concesso mutui e si è limitata a gestire l'ammortamento di quelli in essere. Nel 1969 fu di nuovo autorizzata ad emettere obbligazioni, che furono collocate completamente presso l'ICCRI. Tale operazione servì a riscattare i debiti che i più grandi comuni italiani avevano contratto con l'ICCRI.

Questa nuova politica di indebitamento della Cassa DDPP continuò poi negli anni settanta per far fronte alle esigenze degli enti locali e anche all'erosione del risparmio postale.

Con la legge 197 del 1983, è stata data più autonomia gestionale alla Cassa DDPP, attribuendogli un patrimonio e un bilancio separati da quello dello Stato e sottraendo la Cassa alle norme di contabilità dello Stato. Si è arrivato così ad una gestione più privatistica con un bilancio annuale che deve mostrare gli utili e le perdite. (Si veda la bibliografia per notizie più dettagliate).

BIBLIOGRAFIA

R. Corigliano, 1977, *La Cassa depositi e prestiti e le Casse di risparmio postali*, Franco Angeli, Milano.

G. Eredia, 1939, *L'ordinamento della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Rivista di Politica Economica*.

G. Falcone, 1986, *La Cassa Depositi e Prestiti nel panorama creditizio italiano*, in *Bancaria*, dicembre.

L. Pace, 1924, *Note sul conto del Tesoro*, Roma, Libreria dello Stato.

S. Medolaghi, 1911, *Cenni sulla Cassa dei depositi e dei prestiti*, Roma, Coop. Tip. Manuzio.

APPENDICE IV

IL BANCO DI NAPOLI E IL CREDIOP

Fra i particolari canali di finanziamento del Tesoro vanno inclusi anche i finanziamenti ottenuti attraverso il Banco di Napoli e il Crediop.

Il primo rapporto del Tesoro col Banco di Napoli si aprì con il R.D. n. 518 del 1896, che approvava una convenzione in base alla quale il Banco aveva facoltà di sostituire una parte non eccedente i 45 milioni della sua riserva metallica con titoli di Stato a fronte dei quali era autorizzato ad emettere biglietti di Stato. Questi ultimi iniziarono a comparire come debito del Tesoro nei confronti del Banco di Napoli solo a partire dal 1904, quando avevano raggiunto, per effetto dell'ammortamento, i 32 milioni.

Terminato questo rapporto nel 1921, un altro ne venne instaurato a partire dal 1928, quando il Banco di Napoli non era ormai più un istituto di emissione. Si trattava di due conti correnti del Tesoro col Banco, uno vincolato a sei mesi e uno libero, nel quale affluivano i fondi non necessari al normale giro di affari del Banco, che il Banco riteneva conveniente impiegare al tasso di interesse offerto dal Tesoro. Il Banco di Napoli, poi, si valeva del conto corrente libero anche per il movimento fondi fra le proprie filiali.

Il Crediop - uno dei cosiddetti "istituti Beneduce" - venne fondato nel 1919 allo scopo di raccogliere risparmi da convogliare in opere pubbliche, specialmente degli enti locali e dei consorzi di bonifica, a completamento delle attività della Cassa DDPP, con strumenti di raccolta di tipo obbligazionario. Al di là delle sue attività statutarie, fino al termine della II Guerra Mondiale, oltre ad un piccolo finanziamento al Ministero delle Colonie nel 1928 e a due prestiti all'Azienda Monopolio Banane nel 1936 e 1938, si contano due interventi di notevoli proporzioni effettuati ambedue nel 1933 per più di un miliardo di lire ciascuno, uno a favore del neonato IRI e l'altro delle Ferrovie dello Stato (1). La carenza di dati precisi sulla consistenza annuale di questi prestiti non ha, purtroppo, permesso di includerli nelle serie riportate.

(1) L'intera operazione di fondazione dell'IRI ha sicuramente dato luogo a forme larvate di Debito Pubblico. Per quanto riguarda le aziende autonome, l'unica ad accedere a forme di indebitamento nel periodo prebellico fu l'azienda delle Ferrovie dello Stato negli anni '30.

Negli anni 1946-1960, il Crediop continuò ad agire sul modello prebellico, con un'accentuazione dei prestiti alle Ferrovie dello Stato e ad un'altra azienda autonoma, l'ANAS.

A partire dal 1961 il Crediop fu chiamato, con leggi speciali (leggi per lo sviluppo dell'agricoltura, etc.), ad intervenire direttamente a favore del Ministero del Tesoro. La maggior parte delle emissioni effettuate in contropartita di mutui al Tesoro e alle aziende autonome dello Stato erano collocate presso la Banca d'Italia, mentre gli altri titoli, dapprima collocati presso il pubblico, con la crisi del mercato obbligazionario finirono sempre più nei portafogli delle aziende di credito a seguito dell'imposizione, a partire dal 1973, del cosiddetto "obbligo di portafoglio". In tempi ancora più recenti, il Crediop entrò in crisi e venne ristrutturato, dopo aver incorporato l'ICIPU (Istituto di Credito per le Opere di Pubblica Utilità).

APPENDICE V

I BIGLIETTI DI STATO.

Secondo Giovanni Passalacqua (1) "si possono far rientrare nel debito patrimoniale, seppure da questo nettamente distinte, le emissioni di monete e biglietti dello Stato il cui provento viene registrato nel bilancio e nel conto generale del patrimonio dello Stato tra le passività consolidate, perpetue e irredimibili". Questa concezione dei biglietti di Stato non è quella prevalsa nella storia del Debito Pubblico Italiano. Se, infatti, oggi l'importanza delle monete di Stato è del tutto trascurabile dato il regime cartaceo inconvertibile in cui da tempo viviamo, nel passato il sistema del gold-standard e gold-exchange standard non permetteva alle banche di emissione di eccedere nella stampa di carta-moneta al di là dell'ammontare "coperto", da riserve di metallo prezioso (oro e argento). Quindi, quando il Tesoro richiedeva alle banche di emissione consistenti finanziamenti monetari, che non si potevano configurare come anticipazioni temporanee, la corrispondente carta-moneta veniva denominata "biglietti" di Stato e, in forza di questa denominazione, l'intera circolazione monetaria veniva dichiarata inconvertibile (corso forzoso). Poiché tali biglietti di Stato avevano un costo per l'erario assai basso e se ne riteneva la circolazione temporanea sul medio periodo, dal momento che si effettuavano periodicamente operazioni di ritorno al regime a copertura metallica (nel testo abbiamo illustrato quella del 1882 e quella del 1926), essi venivano inclusi nel debito fluttuante.

Si noti, tuttavia, che i 340-400 milioni di biglietti lasciati in circolazione dopo l'abolizione del corso forzoso nel 1882, proprio perché considerati permanenti, erano stati collocati tra il debito patrimoniale. Per motivi di coerenza delle statistiche presentate, sono stati anch'essi ricondotti fra il debito fluttuante.

Tra il decennio 1890 e gli anni '20 furono in uso, inoltre, i "buoni di cassa", vera e propria carta-moneta a circolazione limitata emessa dal Tesoro che, però, possedeva copertura metallica nelle casse del Tesoro. Per tale motivo i buoni di cassa non venivano considerati all'epoca parte del Debito fluttuante e neppure noi abbiamo ritenuto di includerli; essi non raggiunsero mai ammontari consistenti.

(1) Passalacqua (1977).

BIBLIOGRAFIA

Ministero del Tesoro (1926) *Relazione della Direzione Generale del Tesoro, 1918-1925*, Roma, pp. 340-44.

G. Passalacqua, (1977) *Il bilancio dello Stato*, Milano, F. Angeli.

C. Supino, (1929) *Storia della circolazione cartacea in Italia (dal 1860 al 1928)*, Milano, SEI.