

SEDUTA DI MARTEDÌ 22 GIUGNO 1993

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE DEL COMITATO **SILVIO MANTOVANI**

La seduta comincia alle 11,30.

(Il Comitato approva il verbale della seduta precedente)

Audizione del professor Roberto Artoni.

PRESIDENTE. Proseguiamo l'indagine conoscitiva sui vincoli e fattori di rigidità per le strategie di contenimento e le politiche di gestione del debito pubblico con l'audizione del professor Roberto Artoni, docente di scienze delle finanze all'università Bocconi, al quale do subito la parola.

ROBERTO ARTONI. Nel ringraziare il Comitato per avermi chiamato a recare il mio contributo ai lavori del Parlamento, preciso che delinearò i punti essenziali in relazione all'interrogativo che mi è stato proposto quando sono stato convocato a partecipare a questa audizione.

Per esprimere un'opinione su quella che dovrebbe essere l'evoluzione della finanza pubblica e le scelte nel prossimo anno del nostro paese credo che debbano essere richiamate in primo luogo alcune informazioni concernenti la situazione della nostra finanza pubblica e la sua evoluzione negli ultimi anni e che debba essere tenuto presente l'andamento congiunturale dei principali paesi industrializzati. Le linee di intervento devono essere a mio giudizio determinate in relazione alla scelta di opportuni indicatori economici e finanziari e alla necessità di una opportuna articolazione della politica di gestione del debito pubblico.

È noto che l'indebitamento complessivo del nostro paese è particolarmente

elevato (10,4 contro una media del 4,8 degli altri paesi CEE). Al netto della componente relativa agli oneri finanziari i nostri conti pubblici presentano saldi migliori di quelli riscontrabili nella generalità dei paesi; i dati di previsione correnti indicano che nel 1993 saremo probabilmente l'unico fra i maggiori paesi CEE ad avere un saldo primario positivo (e questo prima delle manovre in corso di discussione). Il nostro saldo primario positivo è d'altro canto il risultato di un prelievo obbligatorio ormai allineato a quello tedesco e di poco inferiore a quello francese e di una spesa pubblica, al netto degli interessi, ancora inferiore in termini relativi a quella dei principali paesi europei.

L'elevato livello di indebitamento complessivo è quindi legato alle componenti finanziarie, distinguibili nella progressiva accumulazione di un elevato *stock* di debito pubblico e nell'elevato costo del debito sopportato dal tesoro sia sui nuovi flussi, sia sui rinnovi.

Consentitemi di richiamare qualche elemento quantitativo. Il nostro debito supera il 100 per cento in rapporto al prodotto interno lordo, quando negli altri paesi si colloca intorno al 60 per cento, ed il rapporto debito-prodotto continua a crescere negli ultimi anni, nonostante i miglioramenti registrati in avanzo primario. Nella tabella 3, che ho consegnato, viene rappresentata la scomposizione delle cause di incremento del debito in due fattori: il fabbisogno primario, particolarmente importante nei primi anni ottanta e un secondo fattore determinato fondamentalmente alla differenza tra il costo medio del debito pubblico e il tasso di crescita del sistema. Questo secondo

fattore ha di fatto determinato la dinamica del rapporto debito-prodotto negli ultimi anni. Da tale tabella si vede che negli ultimi anni ormai la componente di origine finanziaria della crescita del debito è stata assolutamente preponderante.

Evidentemente, la stabilizzazione del rapporto debito-prodotto a questo punto può essere perseguita in due modi diversi: con un contenimento del costo del debito o con la ricerca di un adeguato avanzo primario. Aggiungo che nella vicenda italiana ha giocato storicamente anche il fatto che si siano avuti all'interno elevati tassi di interesse rispetto a quelli degli altri paesi europei. Se ciò è giustificabile in periodo di turbolenza valutaria (dovendosi compensare i rischi di variazione delle parità), diventa difficilmente comprensibile invece in periodi di fissità di cambio e di libertà di movimento dei capitali, qual è stato in sostanza il periodo 1988-1992.

Nel quadro economico appena richiamato l'unico elemento rilevante per l'investitore è infatti costituito dal tasso di interesse nominale (non essendo specificamente rilevanti gli eventuali differenziali di inflazione). Dovrebbero dunque essere esaminate le cause dei relativamente elevati tassi di interesse vigenti nel nostro paese nel periodo 1988-1992, che hanno comunque impresso una notevole spinta alla crescita degli oneri finanziari a carico del bilancio pubblico e quindi alla dinamica del rapporto debito-prodotto.

Ogni indicazione di una corretta politica fiscale deve essere peraltro inquadrata nella situazione congiunturale: il saldo di bilancio è infatti una grandezza fortemente endogena, determinata in buona misura nei suoi valori dall'evoluzione economica.

Oggi ci troviamo in una situazione di forte caduta produttiva ed occupazionale, con connotati che fanno pensare alla più rilevante crisi economica del dopoguerra, senza che al momento si intravedano in Italia e negli altri paesi componenti della domanda aggregata che possono imprimere una dinamica sostenuta all'attività

economica, come è accaduto per la domanda di beni di consumo durevole negli anni ottanta. In questo senso si impone estrema cautela nell'adozione di politiche di riduzione degli squilibri fiscali. Diventa essenziale che la scelta dell'indicatore (saldo primario o disavanzo complessivo) sia appropriata e che gli interventi specifici (su entrate, spese diverse dagli interessi e interessi) non producano risultati indesiderati o perversi.

Conviene a questo punto accennare al quadro previsivo entro cui si dovrebbero collocare gli interventi per il 1994. Utilizzerò a tal fine le previsioni dell'Istituto per la ricerca sociale di Milano (istituto in cui lavoravo fino a due anni fa), che mi consentono di formulare una serie di considerazioni più precise di quelle che ho svolto fino ad ora.

Facendo riferimento ai dati contenuti nella tabella 6, in presenza di una crescita reale limitata (0,5 per cento) e di un contenimento dell'inflazione al consumo (4,8 per cento), nel 1993 il fabbisogno del settore statale dovrebbe raggiungere, al netto delle dismissioni e della manovra in corso di discussione, i 178 mila miliardi con un avanzo primario di 14 mila miliardi. Siamo lontani, soprattutto per quanto riguarda il fabbisogno primario, dalle indicazioni del prestito CEE (50 mila miliardi con una crescita dell'1,5 per cento). Nell'anno in corso – e qui spero di essere pessimista – gli interessi passivi dovrebbero quindi collocarsi intorno ai 190 mila miliardi.

Per il 1994 posso ipotizzare, confortato dai dati dell'Istituto per la ricerca sociale, che la crescita reale sarà dell'1,2 per cento (cui corrisponderà un incremento nominale del prodotto del 6,6 per cento). Sul fronte delle entrate, l'esaurimento degli effetti delle manovre straordinarie applicate nell'anno in corso produrrà una crescita molto limitata di questo comparto (l'1,7 per cento con un'elasticità al prodotto interno pari allo 0,25 per cento); gli altri comparti di entrata dovrebbero al contrario crescere seguendo gli andamenti rispettivamente del prodotto interno lordo o della massa salariale per quanto ri-

guarda i contributi sociali. Nell'anno prossimo il prelievo obbligatorio dovrebbe scendere, prima di ogni intervento, lievemente in termini di prodotto interno lordo (4,6 per cento invece del 6,6 per cento).

Sul fronte delle spese ho ipotizzato una politica « neutralmente seria », cioè una politica che non implichi particolari interventi ma che nello stesso tempo sia seria; rifiuto in sostanza ogni ipotesi di tendenziali esplosivi che pure hanno caratterizzato molto spesso le previsioni degli anni in corso. Una politica « neutralmente seria » per me vuol dire una crescita di alcune componenti come le retribuzioni nel settore pubblico in linea con l'inflazione (5 per cento). Riconosco che c'è tutta una componente della spesa pubblica autonomamente dinamica che è costituita dalle prestazioni sociali, su cui peraltro l'anno venturo influiranno molto anche le cattive situazioni occupazionali, perché le prestazioni sociali non sono solo le pensioni, ma anche la cassa integrazione e via dicendo. Sperando che i tassi di interesse all'emissione dei titoli del debito pubblico cadano di circa un punto, con un mantenimento in valore assoluto dell'esborso complessivo, da questo inquadramento di politica finanziaria nel 1993 dovrebbe risultare un aumento di spesa rispetto all'anno in corso del 5 per cento, in presenza di comportamenti relativamente rigorosi del Governo.

Se andiamo ad analizzare i saldi, constatiamo che il fabbisogno che emerge dovrebbe ammontare a circa 177 mila miliardi, con un fabbisogno primario – in un contesto di caduta produttiva – di circa 10 mila miliardi. In questo quadro, che ha caratteristiche di neutralità normativa, si potrebbe collocare, nel corso del prossimo anno, la cosiddetta manovra di aggiustamento. Quest'ultima potrebbe essere effettuata sul saldo primario o con la ricerca di diverse forme di finanziamento nel settore statale. Bisogna notare che, se usiamo come unico indicatore l'avanzo primario, finiamo per adottare soltanto certe manovre. La considerazione complessiva dello squilibrio dei conti

pubblici (come accade per il fabbisogno nel settore statale) apre un discorso più articolato, soprattutto per quanto riguarda la gestione del debito pubblico.

Nelle ultime due pagine del documento che ho consegnato individuo quelli che, a mio giudizio, dovrebbero essere i contenuti delle manovre; si tratta di considerazioni generiche ma spero anche significative. In primo luogo indico una serie di interventi che dovrebbero rappresentare la costante di qualsiasi politica economica: a mio giudizio, esistono ancora oggi nel sistema tributario, così come esso oggi è configurato, spazi per razionalizzazioni ed applicazioni consapevoli delle norme. Direi che proprio questa consapevole applicazione delle norme dovrebbe consentire incrementi, soprattutto nelle imposte dirette, superiori a quelle che abbiamo poc'anzi ipotizzato.

In secondo luogo, penso che si debba ricercare una maggiore efficienza nella spesa pubblica: in taluni casi essa significa minore spese e quindi minore fabbisogno; in altri casi, una maggiore efficienza implica altresì la ricerca di assetti organizzativi che consentano un uso più economico delle risorse disponibili. È in questo quadro che trovano significato sostanziale le privatizzazioni, che dovrebbero essere strumento sia per un migliore quadro operativo delle imprese sia per consentire introiti ragionevoli per il tesoro.

Nell'Europa degli ultimi anni vi è stato un modello di privatizzazione praticato e – a mio giudizio – anche praticabile: mi riferisco a quello inglese, che consiste nella cessione graduale al mercato del controllo delle imprese privatizzate, con organi della pubblica amministrazione che svolgono compiti di tutela del consumatore. D'altro canto, il coinvolgimento diretto dei risparmiatori, con opportune forme di incentivazione e la creazione di appropriati strumenti finanziari, dovrebbe consentire – sempre sulla base dell'esperienza inglese – un afflusso consistente ed esteso nel tempo di mezzi finanziari.

Le dimensioni della manovra dovrebbero essere valutate in relazione alla situazione economica. Al momento attuale – come ho già detto – le prospettive macroeconomiche non sono brillanti: in questo senso si deve prestare attenzione ad interventi che riducano il reddito disponibile delle famiglie e delle imprese al di là di quanto è necessario. Non credo che qualcuno voglia ripetere l'esperienza dei primi anni trenta quando, di fronte a maggiori disavanzi di bilancio provocati dalla recessione, si cercavano aumenti di imposte, provocando un ulteriore avvimento dell'economia. È questa la storia fiscale della grande depressione degli anni trenta.

A questo punto, assumendone pienamente la responsabilità, darò una sommaria valutazione di quella che potrebbe essere la dimensione della manovra, partendo da quel saldo naturale positivo di 10 mila miliardi (neutralmente serio!) di cui ho già parlato. Interventi di razionalizzazione su entrate e spese possono portare a maggiori introiti nell'ordine di 5 mila miliardi, mentre una politica di privatizzazione, attenta alle esigenze del tesoro, dei risparmiatori e dei mercati finanziari, potrebbe dare ragionevolmente – ove si individuino gli strumenti finanziari appropriati – 10 mila miliardi di entrate. Ulteriori interventi di natura discrezionale (che qui ho quantificato in maniera del tutto soggettiva in 5 mila miliardi) potrebbero determinare, in anni di sostanziale depressione, un avanzo primario di 30 mila miliardi. Questa cifra potrebbe essere congrua nel contesto economico in cui ci muoviamo.

Una maggiore crescita in un contesto di sostanziale controllo della spesa pubblica produrrebbe maggiore entrate e, dunque, maggiore avanzo primario: ma oggi il problema fondamentale riguarda l'esigenza di misurarci con una situazione occupazione e produttiva estremamente preoccupante.

In questa esposizione non ho considerato la manovra in corso, di cui non riesco a valutare né l'organicità né l'opportunità macroeconomica.

Mi sono soffermato sul saldo primario, seguendo una moda che ormai domina nel nostro paese da dieci anni; sarebbe, invece, del tutto logico che gli squilibri si misurassero sul disavanzo complessivo, senza settorializzazioni molto ambigue sul piano concettuale. Questo fatto è importante perché – richiamando quanto dicevo all'inizio della mia relazione – l'anomalia della situazione pubblica italiana si situa negli oneri finanziari: questa affermazione è rilevante se si tiene presente che la compensazione fra maggiori interessi passivi ed incremento primario non è neutrale né dal punto di vista allocativo (scelte di investimento) né da quello distributivo (capacità di domanda da parte delle imprese e delle famiglie), né ancora sotto il profilo della funzionalità macroeconomica.

Rimane il fatto che, oggi, qualsiasi aggiustamento duraturo dei nostri conti pubblici richiede che il costo del debito sia reso coerente con la più generale evoluzione macroeconomica. Allo scopo di evitare equivoci, dirò che tutto questo non significa interventi straordinari sullo stato del debito in essere, ma più semplicemente che in futuro si adotti una politica diversa da quella seguita negli ultimi anni.

Vi sono alcuni teoremi di politica economica che sostengono che in *golden age*, cioè in uno stato di crescita aurea, il tasso di interesse deve essere uguale al tasso di crescita del sistema; uscendo dalle teorie economiche e scendendo nella pratica, si può affermare che l'equilibrio di lungo periodo nei conti pubblici e privati può essere garantito solo quando il tasso di interesse che si deve corrispondere non eccede o il tasso di crescita del sistema (e questo è rilevante, poiché implica le imposte) o il tasso di profitto per gli operatori privati. Non è il caso di fare gli esempi che tutti abbiamo sotto gli occhi in questi giorni per dimostrare cosa significhi indebitarsi a tassi superiori alla crescita della redditività degli investimenti stessi.

Nel 1993 il costo medio del debito pubblico sarà compreso fra il 10 e l'11

per cento, con un'inflazione collocabile intorno al 5 per cento e con una crescita nulla. Se volete, la vera causa delle difficoltà della nostra finanza pubblica sta nell'inusitato livello di questo tasso, in un periodo di forte rallentamento dell'attività economica.

Fino a questo punto ho indicato due politiche che considero essenziali e che, nel rispetto di impegni assunti, di condizionamenti internazionali e della necessità di gradualità, possono consentire un aggiustamento effettivo e non penalizzante dei nostri conti pubblici.

È già stata sottolineata da tempo la necessità di ricorrere ad una più ampia articolazione del debito pubblico. Un risparmiatore consapevole e ben informato oggi potrebbe accettare un reddito allineato con le prospettive di crescita reale di medio periodo del sistema (due e mezzo per cento), ove questa premessa fosse accompagnata da adeguate garanzie contro l'inflazione. In sostanza io auspico il ricorso convinto all'emissione di titoli reali, come i buoni del tesoro indicizzati.

Coerentemente con l'assunzione quale elemento centrale del fabbisogno complessivo, deve essere affermata per il futuro l'assoggettabilità in linea di principio di tutte le rendite finanziarie ad imposizione.

Dico questo non solo per ragioni applicative che, probabilmente, in questa sede non interessano, quanto per la necessità di orientare anche con lo strumento fiscale le scelte del risparmiatore oltre che evitare gigantesche restituzioni di imposte sotto forma di interessi passivi. Lo strumento fiscale deve essere in altri termini utilizzato per attuare una discriminazione, eventualmente riconoscendo la piena detassazione di certi comparti, cioè fra emissioni brevi e emissioni a lungo termine, fra titoli a remunerazione reale e titoli a remunerazione nominale. Tutto ciò è finalizzato a ripristinare condizioni ragionevoli di finanziamento sia per l'operatore pubblico sia per le imprese.

Aggiungo che l'esigenza di ricondurre a livelli contenuti la remunerazione dei titoli pubblici non è fatto solo di finanziamento del tesoro; anche le politiche di privatizzazione, in tanto in quanto dovranno remunerare i risparmiatori, non potranno confrontarsi con rendimenti che sono al di fuori di ogni possibilità di ragionevole remunerazione reale degli investimenti, per cui questa è una condizione anche di riequilibrio dei diversi comparti del mercato finanziario.

Manifesto in questa circostanza qualche riserva anche sull'opportunità di emettere titoli in valuta che, in quanto sottoscritti da operatori azionari che ragionano in lire, possono essere elemento che induce in forte tentazione a provocare cadute del valore esterno della lira.

Non so se ho risposto in maniera esauriente agli interrogativi che mi sono stati posti, ma ribadisco che per il 1994 ci sono due punti fondamentali: bisogna seguire una politica equilibrata in tema di saldo primario, evitando eccessive penalizzazioni dei livelli dell'attività economica, e nello stesso tempo aprire discorsi fondamentalmente nuovi in materia di finanziamento del debito pubblico. In questo modo si potrà aprire una fase in cui vincoli e fattori di rigidità verranno riportati a livelli più contenuti.

PRESIDENTE. La ringraziamo per la sua esauriente esposizione. Anche se siamo nell'imminenza di votazioni qualificate in Assemblea, passiamo alle domande dei colleghi, che spero siano sintetiche.

ALFREDO REICHLIN. Trovo molto interessanti e personalmente condivisibili le considerazioni svolte dal professor Artoni, che tuttavia ci dicono che occorre muoversi su una linea profondamente diversa da quella che risulta non dico dalla legge finanziaria, che ancora non conosciamo, ma dall'impianto sottoscritto nel momento in cui si è accettato il prestito internazionale e le sue condizioni (gli avanzi primari, i tempi di riequilibrio e così via). Questa è la prima osserva-

zione, che però non intendo rivolgere al professor Artoni perché non voglio metterlo in contrasto con le autorità, le quali peraltro ho l'impressione che stiano ripensando le loro scelte.

La seconda osservazione, di cui dovremo tener conto nel nostro dibattito, è che per tutta una parte le considerazioni del professor Artoni coincidono con quelle che sono state svolte da altri autorevoli economisti. Non ho seguito tutte le audizioni, ma ho letto tutti i testi, e posso osservare che sono comuni a molti esperti economici le due considerazioni finali dell'esposizione che abbiamo testé ascoltato, quella per cui non si può fare una manovra che ammazza l'economia, altrimenti ci ritroveremo successivamente con problemi di finanza pubblica ancora maggiori, e quella per cui non è possibile compiere operazioni di riequilibrio agendo soltanto sull'avanzo primario ma bisogna agire sul lato del debito.

Mi fermo qui, avendo lasciato agli atti questo mio breve commento alle dichiarazioni del professor Artoni.

FEDE LATRONICO. Professor Artoni, se ho ben compreso, lei sosteneva che si può ottenere un miglioramento degli introiti tributari senza intaccare il reddito familiare o dei singoli. Poiché attualmente ci troviamo di fronte ad una situazione per la quale molte persone hanno cominciato ad intaccare il patrimonio per pagare le tasse, mi può chiarire questo aspetto?

BRUNO SOLAROLI. Premesso che concordo con le osservazioni dell'onorevole Reichlin, vorrei riprendere un passaggio della sua relazione, professor Artoni, per chiederle una spiegazione più particolareggiata sull'affermazione secondo cui dalle privatizzazioni potrebbe derivare un beneficio anche per il bilancio dello Stato. A prescindere dai ritardi che si riscontrano nel processo di privatizzazione, con un 1992 ancora da riempire ed un 1993 in cui la partita è tutta aperta e irta di difficoltà, le chiedo se le entrate derivanti da una politica di pri-

vatizzazione portata avanti realmente non vadano utilizzate ai fini del rilancio del sistema produttivo e non per arrecare un sia pur minimo beneficio al bilancio dello Stato.

ROBERTO ARTONI. Rispondendo alla prima domanda relativa al sistema tributario, credo di essere d'accordo con il mio interlocutore, nel senso che oggi non sarebbe opportuno – per tutta una serie di motivi economici – intervenire ancora sul sistema tributario, soprattutto se lo si facesse con manovre che non hanno legittimità nelle teorie finanziarie. Consentitemi per un po' di vestire i panni del professore di scienza delle finanze. Resta il fatto che oggi in Italia, probabilmente, esistono margini di applicazione delle norme esistenti che consentirebbero di far risalire quell'1,3 per cento di incremento delle entrate. Quindi, nessuna novità normativa, ma serietà amministrativa!

Per quanto riguarda la domanda relativa al ruolo ed alle funzioni della privatizzazioni, avevo studiato con una certa cura l'esperienza inglese tesa alla ricerca di una nuova forma di controllo di imprese molto spesso di tipo monopolistico, come quelle che distribuiscono l'elettricità, il gas e l'acqua. Questa ricerca ha significato anche una maggiore efficienza produttiva di queste imprese, con tutta una serie di vincoli operativi. Personalmente ho sempre auspicato che le politiche di privatizzazione fossero uno strumento di recupero di efficienza; tuttavia, quando qualcosa è efficiente è anche appetibile. Questo è il nesso logico. In altri termini, non riuscirò mai a vendere un'impresa che non ha prospettive di reddito o che è gestita in maniera sbagliata; al contrario, le imprese che operano nel modo migliore sono oggettivamente appetibili da parte dell'investitore individuale e da quello istituzionale. Quindi, forme non straordinarie di innovazione finanziaria (come BOT che rendono relativamente poco ma che attribuiscono al sottoscrittore il diritto di acquistare altresì azioni di imprese da privatizzare) rappresenterebbero quegli

strumenti mediante i quali si privatizza da un lato e, dall'altro, si riduce il fabbisogno dello Stato.

Queste sono le linee, ma non dimentichiamoci le esigenze dell'economia reale, dal momento che l'impresa deve produrre reddito. In caso contrario nessuno in pieno possesso delle sue facoltà la comprerebbe. Ora il meccanismo ha una diversa forma di regolazione rispetto al passato: tradizionalmente, le imprese venivano pubblicizzate perché l'autorità pubblica non era in grado di controllarne ed era troppo pericoloso attribuire il monopolio di alcuni prodotti a certi operatori; oggi il mondo è andato avanti e vi sono forme diverse di regolazione, con la partecipazione degli utenti e via dicendo, che possono rappresentare una sorta di progresso in questo senso. Spero che l'ipotesi che ho formulato non appaia troppo assurda.

PRESIDENTE. Ringrazio il professor Artoni per la sua cortesia e disponibilità ed avverto i colleghi che le tavole consegnate saranno pubblicate in allegato al resoconto stenografico della seduta.

La seduta, sospesa alle 12,5, è ripresa alle 13,20.

Audizione del professor Giacomo Vaciago.

PRESIDENTE. Proseguiamo nei nostri lavori con l'audizione del professor Vaciago, direttore dell'istituto di economia e finanza dell'Università Cattolica, al quale do il benvenuto e cedo subito la parola.

GIACOMO VACIAGO. Signor presidente, onorevoli deputati, sono anch'io, come i colleghi che mi hanno preceduto, onorato di questo invito che ho accolto con molto piacere nella speranza di poter essere utile alle determinazioni del Parlamento.

La gestione del debito pubblico non è di competenza del Parlamento ma lo sono ovviamente le strategie per il contenimento del debito stesso, e i due termini

della questione – come argomenterò – sono fra loro collegati. Gestire al meglio il debito serve a ridurre il costo e quindi la crescita; d'altra parte, risanare la finanza pubblica, e quindi contenere la crescita del debito, serve anche a consentire una più efficiente gestione del debito pubblico.

Comincerei con il ricordare quali sono le principali anomalie del debito pubblico italiano rispetto a quello della media degli altri paesi industriali. Il nostro debito pubblico presenta le seguenti principali differenze rispetto a ciò che è vero nella media degli altri paesi sviluppati: è elevato, in termini sia assoluti sia relativi; è ancora crescente, soprattutto in rapporto al PIL; è molto a breve; è caratterizzato dall'essere direttamente posseduto dalle famiglie; è infine costoso.

Ciascuna di queste caratteristiche del nostro debito potrebbe essere rimediata con suoi strumenti, ma mi sembra di poter dire che in realtà se vi è la possibilità di giungere ad una soluzione del problema debito pubblico, questa soluzione dovrebbe essere unitaria e quindi mirare contemporaneamente a correggere ciascuna delle suddette anomalie.

Vorrei brevemente trattare i principali aspetti già elencati prima, e quindi anzitutto il problema della crescita del debito, quello della sua composizione e del suo classamento; nonché sul piano dei rimedi, quali ulteriori possibilità potrebbero essere offerte da ipotesi di privatizzazione che abbiano la caratteristica di sostituire titoli del debito con titoli di proprietà; quindi, l'immagine è quella delle cosiddette operazioni di *debt-equity swap* che hanno caratterizzato i processi di risanamento finanziario di numerosi paesi nell'area di quelli meno sviluppati, ahimè dopo e non prima del loro fallimento finanziario di dieci anni fa.

Per quanto riguarda il risanamento della finanza pubblica, vorrei sottolineare che quello conseguito negli ultimi anni appare già molto significativo se lo guardiamo in termini di flussi, cioè di modifiche da un anno all'altro dei saldi, e

soprattutto se lo guardiamo in termini reali, cioè al netto degli interessi. Come gli onorevoli deputati ben sanno, il nostro saldo primario è dal 1992 tornato in *surplus* dopo essere stato ininterrottamente in deficit a partire dal 1965, quindi per qualcosa come ventisette anni. Diciamo che in termini macro, questo significa che per ventisette anni tutti gli interessi sul debito pubblico sono stati pagati solo in quanto vi erano nuove emissioni di debito pubblico: nessun contribuente ha, in termini di saldi complessivi, contribuito al finanziamento del debito perché l'intero onere finanziario dello stock del debito esistente veniva sopportato dalle nuove emissioni.

L'aggiustamento in termini reali sui flussi annui è dunque molto significativo quando lo valutiamo in termini di saldo primario. Diciamo che il nostro è l'unico paese nell'ambito dei maggiori paesi della Comunità che ha un saldo primario positivo. Quindi, in termini di virtù recente, se mi accettate questa definizione, appariamo da questo indicatore come il più virtuoso paese della Comunità. Ahimè, quello che appare in termini di saldi reali, cioè di saldo primario, non è affatto vero in termini di stock, e cioè dal punto di vista finanziario, perché la dimensione del debito rispetto al PIL continua a crescere, ed anzi tale squilibrio si sta particolarmente aggravando proprio nel 1992-1993: il 1993 sarà probabilmente l'anno in cui in termini di rapporto debito-PIL registreremo uno degli aumenti più significativi.

Ma qui vi è un altro risultato paradossale della nostra virtù recente: la discesa dell'inflazione nel nostro paese è nel 1993 particolarmente forte nonostante il significativo deprezzamento del cambio che si è realizzato a fine 1992. Stiamo vivendo – per la prima volta in questo secolo, per quanto mi risulta – quello che io chiamo un mondo di *svalutazione senza inflazione*; e questa è una situazione che necessariamente aggrava i problemi di squilibrio fra stock del debito e andamento del reddito nazionale in termini

nominali e provoca una serie di conseguenze particolarmente pesanti sui settori più indebitati.

Fino a ieri o ieri l'altro eravamo abituati a considerare questo un problema grave solo per il settore pubblico, per lo Stato, considerando questo come principale debitore del paese; oggi sappiamo che anche nell'economia privata c'è un certo numero di imprese, di media e grande dimensione, che si trovano nella stessa situazione: la svalutazione che ha migliorato la competitività modificando i prezzi relativi ha peraltro aggravato, soprattutto perché è una svalutazione senza inflazione, gli oneri dei debiti e lo squilibrio di finanza privata nei settori indebitati è da questo punto di vista non meno grave dello squilibrio che abbiamo sui conti pubblici. Potremmo dire che l'esito complessivo della nostra vicenda monetaria e valutaria, cioè l'effetto congiunto dei tre elementi registrati negli ultimi dodici mesi (un accordo sul costo del lavoro che ha contribuito a ridurre notevolmente l'inflazione e le relative aspettative, una successiva svalutazione molto forte della lira senza ripresa dell'inflazione e, infine, il mantenimento di tassi di interesse particolarmente alti) ha fatto in modo che chi già stava bene ora sta meglio. Mi riferisco a quelle imprese che hanno ritrovato competitività e che non hanno troppi debiti da onorare. Questa è la situazione di molta parte dell'economia italiana che non soffre di squilibri dal punto di vista patrimoniale; questa stessa parte gode tutti i benefici della ritrovata competitività, non avendo debiti su cui pagare gravosi tassi di interesse. Quindi – lo ripeto – chi stava bene sta meglio, mentre chi stava male ora sta peggio per una crisi finanziaria grave.

Questo è il risultato di una vicenda economica che ha determinato questa particolare e del tutto anomala combinazione di bassa inflazione, di ritrovata competitività sui mercati internazionali e di tassi di interesse che, per altro, restano elevati. La svalutazione migliora la competitività, ma non riduce i debiti: a maggior ragione ciò accade in presenza di

debiti esteri che, in termini di lire, si sono ulteriormente aggravati.

Vorrei ora analizzare cosa significhi il ritorno ad un *surplus* primario, così come si è manifestato nel corso del 1992 e come si è accresciuto – presumibilmente – nel corso di quest'anno; qualche riferimento vorrei fare anche ai problemi ed ai rischi che tuttora corriamo.

La cosa importante da sottolineare è che quando esiste un *surplus* primario, almeno una parte degli interessi sul debito – come è evidente già oggi – viene pagata con il gettito delle imposte. Da questo punto di vista, anche per consentire quella sana contrapposizione di interessi tipica della dialettica democratica, l'esistenza di un *surplus* primario garantisce nella realtà una contrapposizione di interessi fra chi paga le tasse e chi riceve gli interessi sul debito pubblico: si tratta di una cosa che questo paese, per 27 anni, aveva trascurato, dal momento che per tale periodo di tempo non una lira del gettito delle imposte contribuiva al pagamento degli interessi sul debito. Infatti, gli interessi sul debito pubblico erano tutti finanziati con una ulteriore accumulazione di debito e quindi rappresentavano una sorta di « pranzo gratuito » per chi li riceveva. In sostanza i risparmiatori e, più in generale, gli abitanti del nostro paese traevano nel breve periodo solo dei benefici quando erano alti gli interessi che lo Stato riconosceva sui suoi debiti.

A questo punto posso citare un episodio che servì a chiarirmi in modo vistoso questa anomalia. Dieci anni fa, in prossimità di una campagna elettorale, ebbi modo di ascoltare un autorevole uomo politico difendere l'idea che i tassi di interesse sul debito pubblico dovessero restare elevati, nonostante le critiche che alcuni economisti, fra i quali io stesso, avanzavano sulla necessità di ridurre quei tassi per promuovere la ripresa economica del paese. Ebbene, alle mie critiche venne contrapposto l'argomento secondo il quale si stava andando alle elezioni per cui, poiché proprio gli elettori sono i destinatari di quei tassi, una loro diminuzione prima delle elezioni non sarebbe

stata opportuna. Al contrario, se voi osservate cosa accade negli altri paesi industriali (come gli Stati Uniti o l'Inghilterra), quando si avvicinano le elezioni, il governo riduce i tassi di interesse perché in quei paesi la famiglia è un pagatore netto di interessi, visto l'elevato debito del settore privato e non di quello pubblico. Quindi, un governo che cerchi popolarità nell'imminenza di elezioni, nel mondo anglosassone, tende a favorire gli elettori abbassando i tassi. Ne consegue che noi abbiamo vissuto a lungo in un mondo « rovesciato », come accadeva in *Alice nel paese delle meraviglie*, per cui un uomo politico era indotto a pensare che il suo elettorato gradisse gli alti tassi di interesse, piuttosto che auspicarne una riduzione.

Tutto questo, dunque, è stato vero per 27 anni, mentre oggi non lo è più. Oggi, il contribuente può calcolare quanto delle sue imposte (quest'anno tale cifra ammonta a 30-40 mila miliardi) serva a pagare interessi che, probabilmente, solo in parte ritornano allo stesso contribuente. Quindi, si introduce una dialettica, che io considero molto positiva, fra chi riceve e chi paga tali interessi: si tratta di un elemento di equilibrio che può concorrere a diffondere, al di là delle poche categorie che rimangono a sostenere l'opportunità di una riduzione dei tassi di interesse (soprattutto la Confindustria e qualche economista « fissato »), una sorta di avversione per gli alti tassi, avversione che non esisteva quando gran parte dell'elettorato riteneva che più gli interessi erano alti meglio era.

Considero questo un punto importante che merita di essere portato alla vostra attenzione. Allo stesso modo considero importante svolgere qualche considerazione sui rischi e sui problemi che si corrono quando si fanno operazioni più o meno forzose sul debito. A prima vista, si può ritenere che una qualche soluzione, più o meno forzata sul debito, possa fornire dei benefici: in realtà, un'analisi più accurata del ruolo che svolge nel nostro paese il debito pubblico, nella complessiva struttura finanziaria, do-

vrebbe indurci ad essere molto preoccupati della possibilità che manovre forzose sul debito si rendano prima o poi necessarie. Anche in questo caso non vi sono facili soluzioni di tipo chirurgico, mediante le quali si possa rimuovere una parte dello *stock* del debito con interventi d'imperio senza avere contraccolpi che potrebbero essere devastanti sull'intero paese.

Considero particolarmente importante la necessità di esaminare, al di là della detenzione finale del debito che, per quote abbastanza significative, si trova nei portafogli delle famiglie, tutti i bilanci degli intermediari e delle stesse imprese per constatare che il debito pubblico rappresenta in un certo modo l'ossatura della struttura finanziaria dell'intero paese. Lo si ritrova alla base di una piramide di rapporti finanziari che collega debitori e creditori, nonché nei bilanci delle banche, nei fondi di investimento, e così via.

In altre parole, abbiamo una struttura nella quale, al di là dell'aspetto puramente distributivo, in un paese come l'Italia (che vede nella distribuzione del debito pubblico la base della piramide della sua struttura finanziaria), qualsiasi intervento che ne metta in dubbio o che ne pregiudichi il valore potrebbe avere risultati devastanti.

Non siamo, come nei paesi sudamericani è stato vero dieci-quindici anni fa, un paese che ha solo il problema di un certo ammontare di debito estero che si può rescindere senza che il resto del paese subisca contraccolpi. Il fatto stesso che ogni tanto negli ultimi anni emergano voci, a volte anche di persone influenti o che sono riprese sui *media* e sulla stampa, sull'intenzione di proporre o discutere provvedimenti forzosi sul debito certamente ha contribuito ad aumentare la percezione che vi sia un rischio sul debito pubblico, e ciò ha concorso ad aggravarne il costo o ad introdurre illusioni di altro tipo.

Penso in particolare all'enorme diffusione che negli ultimi due anni hanno avuto le operazioni di pronto contro

termini delle banche con la clientela, operazioni mediante le quali il cliente riceve in sostanza un titolo trasformato dall'azienda di credito, di solito la regola è quella di un notevole accorciamento della scadenza; il titolo originario può essere un titolo dello Stato decennale, l'acquirente *pro tempore*, per tre mesi ad esempio, che è la famiglia, ha in realtà stipulato con l'azienda di credito l'acquisto solo per un trimestre e vi è già un secondo fissato bollato, cioè un patto di riacquisto della banca dello stesso titolo a breve.

La dimensione di queste operazioni (stiamo parlando di qualcosa come 120-130 mila miliardi di lire nel giro di due anni) dà un'idea delle distorsioni che si hanno nel sistema finanziario e nei rapporti tra tesoro-emittente, banche-intermediari e clientela finale-famiglie.

Passando ad una prima conclusione, a me sembra che i tre principali rimedi che la nostra struttura di debito pubblico presenta siano i seguenti: proseguire sulla strada del risanamento, che presuppone un ulteriore aumento del *surplus* primario in dimensione non enorme se contemporaneamente si riesce anche ad allungare le scadenze ed a ridurre i tassi di interesse. Una manovra combinata su questi tre strumenti (aumento ulteriore del *surplus* primario, ma anche allungamento delle scadenze e riduzione dei tassi di interesse) potrebbe consentirci di superare l'emergenza e comunque di portare a termine un'operazione di stabilizzazione del debito pubblico.

Un aspetto cui ho già accennato ma su cui conviene tornare, è quello della breve durata del debito pubblico italiano: da questo punto di vista il nostro paese è veramente anomalo rispetto a qualunque altro che io conosca. Il primo grafico che ho consegnato indica la ripartizione per possessori del nostro debito pubblico; da esso emerge che il totale del debito sta direttamente nei portafogli delle famiglie italiane per qualcosa come il 58 per cento; e ciò è più di quanto non avvenga negli altri paesi. Se si passa poi ad esaminare il secondo grafico relativo alla

suddivisione dei BOT per possessori, si trova la più vistosa delle nostre anomalie; si riscontra infatti che qualcosa come il 90 per cento dei BOT (stiamo parlando di 400 mila miliardi di titoli a giugno 1993), strumenti che come è noto hanno durata di tre, sei o dodici mesi soltanto, stanno nei portafogli delle famiglie. Mentre in tutto il mondo il buono del tesoro a breve è uno strumento di gestione della liquidità di tesoreria, di banche e imprese, in Italia da anni è il principale strumento con il quale le famiglie tengono investita la loro ricchezza. La percentuale di titoli a medio e lungo termine, cioè di BTP e di CCT, di cui le famiglie sono direttamente possessori è invece molto più bassa e si aggira intorno al 44 per cento.

C'è il problema di interpretare come mai le famiglie italiane hanno una così elevata preferenza per la liquidità, perché in sostanza gradiscono tanto avere impiegati i loro risparmi a così breve periodo, e c'è inoltre da capire cosa è possibile fare per porre rimedio a tale situazione. È chiaro che quando il debito è così a breve, la struttura finanziaria è, in proporzione, altrettanto fragile: vi sono possibili rischi di liquidità, cioè l'esito delle singole aste è sempre incerto e sottoposto a dubbi fino a quando non si completa la dimensione delle aste che in ogni breve periodo è molto elevata; la stessa autonomia della politica monetaria è limitata dal fatto che qualunque politica monetaria restrittiva (come si è visto molto bene nel secondo semestre del 1992) rischia di avere un impatto immediato sui tassi d'interesse che sono contemporaneamente l'onere principale per il debito pubblico e una fonte di reddito per le famiglie che li ricevono.

Abbiamo sempre il rischio che una politica monetaria restrittiva non abbia un'efficacia sufficientemente restrittiva sulla spesa se aumenta i tassi, e quindi i proventi da interessi delle famiglie, e contemporaneamente aggrava molto l'onere sul debito pubblico, e quindi rischia di avviare circoli viziosi che possono portare a crisi finanziarie quando l'aumento dei tassi d'interesse non è suffi-

ciente a far aumentare la domanda di titoli e magari, nel giro di pochi mesi, provoca invece un aumento di offerta da tassi d'interesse più alti.

La mia interpretazione è che la ridotta durata degli investimenti finanziari delle famiglie sia ancora il lascito dell'inflazione a due cifre che avevamo registrato da metà anni settanta ai primi anni ottanta. Le famiglie inizialmente avevano portafogli di titoli a medio e lungo termine, avevano obbligazioni decennali e ventennali e così via; quando l'inflazione salì molto, nella seconda metà degli anni settanta, la perdita di valore di questi titoli a lungo termine per effetto dell'inflazione stessa e del successivo aumento dei tassi d'interesse raggiunse punte del 50 per cento.

Una perdita di ricchezza così forte come quella che subirono quindici anni fa i risparmiatori che avevano titoli a lungo termine, indusse negli anni successivi i risparmiatori a ridurre molto l'orizzonte del loro investimento, ed anche nel corso degli ultimi dieci anni si osserva che tutte le volte che l'inflazione è scesa si è avuto un certo allungamento della durata del debito pubblico italiano; immediatamente dopo – nelle poche occasioni in cui ciò è accaduto – quando l'inflazione è risalita, il tesoro ha avuto problemi ad emettere titoli a lungo termine e c'è stato di nuovo un accorciamento di scadenze.

Come ottenere allora un significativo allungamento della struttura del debito, che sia allungamento però anche nella struttura del possesso finale di questi titoli? Infatti, come dicevo, se si va a vedere l'allungamento che negli ultimi due anni si è verificato con il passaggio alle emissioni di titoli decennali da parte del tesoro italiano, si scopre che quei titoli decennali sono posseduti non direttamente dalle famiglie ma dalle banche che poi li collocano presso le famiglie con strumenti di pronti contro termini, in altre parole con vendite con patto di riacquisto a breve, e quindi vi è una sorta di ingenua fideiussione bancaria, dal momento che l'azienda di credito nei confronti della famiglia che acquista il titolo

si pone come garante del suo riacquisto a prezzo determinato nel breve termine.

Come dicevo, si dovrebbe riuscire ad ottenere un allungamento delle scadenze valido sia per il tesoro che emette sia per le famiglie che questi titoli dovrebbero auspicabilmente detenere ed acquistare. Qualche anno fa, nel nostro paese, abbiamo assistito ad una riforma particolarmente significativa che ha migliorato il funzionamento del mercato dei titoli pubblici all'ingrosso, vale a dire nel segmento limitato agli intermediari. Costoro sono abilitati ad agire nell'ambito delle aste sul primario, per poi provvedere al collocamento di tali titoli sul secondario. È un mercato che opera per volumi non inferiori ai 5 miliardi per ciascuna operazione, per cui – sostanzialmente – esso è confinato agli intermediari professionali, nonché agli investitori istituzionali, anche stranieri.

Un analogo progresso non è stato realizzato per quanto riguarda il mercato al dettaglio, cioè quello nell'ambito del quale operano le famiglie che non comprano o vendono quotidianamente portafogli di titoli con le dimensioni di cui prima parlavo. Nei confronti delle famiglie il mercato conserva caratteristiche di opacità; la determinazione dei prezzi non è esplicitamente collegata ai prezzi che si manifestano sul mercato all'ingrosso. Nei confronti delle famiglie non sono state adottate forme di trasparenza (che molti hanno auspicato ma che non sono mai state realizzate compiutamente), che in teoria dovrebbero chiarire alle famiglie stesse che investire quattro volte nel giro di un anno in buoni del tesoro a tre mesi – tenendo conto delle commissioni bancarie e delle altre spese – comporta un differenziale di rendimento significativo rispetto ad un titolo a lungo termine. Questa considerazione dovrebbe indurre a modificare le preferenze di portafoglio dei piccoli investitori.

Un secondo aspetto ancora oggi controverso è quello che riguarda l'emissione di titoli del debito diversamente indicizzati. La regola italiana – che risulta anomala rispetto alle esperienze maturate

nel resto del mondo – è quella di avere un segmento significativo di titoli del debito indicizzati in modo finanziario: in altre parole, essi hanno cedole periodicamente riviste ed indicizzate all'andamento dei tassi a breve. In alternativa sono stati a lungo discussi, ma anche questi mai compiutamente realizzati, tipi di titoli con indicizzazione riferita o all'inflazione domestica (cioè ad indicizzazione reale) o alle principali valute estere. Sembra che il Ministero del tesoro stia lavorando in quest'ultima direzione. Oggi le norme consentono di poter emettere, anche per il mercato domestico, titoli indicizzati sulle valute estere; la stessa Banca d'Italia, secondo le dichiarazioni fatte dal Governatore il 31 maggio scorso, sembra dare un assenso di massima a questa possibilità, anche se molto cauto per la possibilità che queste diverse tipologie di titoli non risultino risolutive per i nostri problemi. In ogni caso questa soluzione non rappresenta la rinuncia all'uso di strumenti che possano contribuire ad abbassare gli oneri sul debito.

Come dicevo prima, se in passato i risparmiatori italiani cercavano protezione dall'inflazione, negli ultimi anni sembra che la brevità dei loro investimenti sia riconducibile proprio al timore di manovre forzose. Per queste ragioni prevalgono le operazioni di pronto contro termine che assomigliano ad una sorta di fidejussione bancaria sui titoli dello Stato; inoltre, le famiglie italiane, nell'ultimo periodo, sono state esposte ad una possibile perdita di opportunità nel momento in cui vi è stato questo rilevante deprezzamento del cambio. Essendosene accorte tardi, oggi stanno realizzando una significativa operazione di trasformazione delle loro attività finanziarie in attività denominate in valuta: tutto questo potrebbe consentire al tesoro italiano di trarne qualche beneficio, soddisfacendo in parte questa aumentata domanda di attività finanziarie in valuta da parte delle famiglie italiane.

Se è vero – e mi sembra che sia dimostrabile – che un debito pubblico elevato, crescente ed a breve, determina

una serie di conseguenze negative sulla crescita e sulla stabilità del sistema economico, è altrettanto vero che, se avessimo un risanamento percepito come tale e non – come è accaduto finora nel nostro paese – come una serie innumerevole di « stangate » o di « manovrine », dovremmo concludere che esso dovrebbe – viceversa – migliorare la situazione, contribuendo a riportare l'economia italiana su un sentiero di crescita più stabile e sostenuta.

Oggi siamo in grado di confrontare quanto è accaduto in altri paesi, come Danimarca, Irlanda e Belgio: ebbene, l'esperienza maturata in quei paesi conferma che, nei casi più virtuosi e più fortunati in cui il risanamento è stato percepito come tale e come soluzione del problema piuttosto che come l'ennesima proposizione di una manovra che dovrà essere necessariamente ripetuta in futuro, l'economia privata non ha sofferto delle manovre anche restrittive che facevano parte di pacchetti di risanamento.

L'economia privata rischia di essere messa in forse proprio dall'incertezza di percezione di un problema che viene continuamente affrontato e mai risolto: questo è il modo in cui i governi hanno operato negli ultimi anni, con piani triennali che si chiamavano in tal modo solo perché se ne parlava per tre anni, con « stangate » o « manovrine » che davano la sensazione che si volesse fare qualche cosa subito per rimandare altre operazioni all'anno successivo. In sostanza, si manteneva un'elevata incertezza sulle decisioni di investimento delle imprese e di finanziamento delle imprese stesse e delle famiglie: questa incertezza offriva l'immagine di una manovra complessivamente precaria ed incompleta. Pertanto ci restavano i difetti di un elevato e crescente debito a breve e gli effetti recessivi che le manovre producevano di volta in volta. Riuscire a ribaltare questa prospettiva e a risolvere i problemi in tempi brevi e con misure sufficientemente radicali, a mio modo di vedere e per l'esperienza fatta da paesi più virtuosi e più

fortunati, potrebbe aiutarci a ritornare su un sentiero di crescita più sostenuta e stabile.

La dimensione e la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, nonché la modestia del nostro indebitamento con l'estero, fanno pensare che – in alternativa a provvedimenti forzosi che rischierebbero di procurare molti più guai di quanti problemi riuscirebbero a risolvere – vi sia lo spazio per provvedimenti di trasformazione del debito dello Stato in strumenti di proprietà, almeno per ciò che può essere oggetto di privatizzazione. Un abbassamento significativo dello *stock* del debito pubblico – congiuntamente a quanto ho prima indicato – si otterrebbe con la trasformazione dei debiti in strumenti di proprietà. Si tratterebbe, in altre parole, di un'operazione cosiddetta di *debt equity swap*, che altrove è stata realizzata in modo tardivo, quando la situazione della finanza del paese era già così grave che i guai si erano già verificati. A me sembra opportuno e possibile che, nel nostro paese, le privatizzazioni possano essere utilizzate proprio per gestire una riduzione del debito che, accompagnandosi ad un saldo primario sufficiente e ad una adeguata riduzione dei tassi di interesse, potrebbe consentirci di fermare completamente il debito, arrivando all'azzeramento del fabbisogno annuo complessivo.

PRESIDENTE. La ringrazio, professor Vaciago, per la sua esauriente ed articolata esposizione. Passiamo alle domande dei colleghi.

FEDE LATRONICO. Vorrei chiedere al professor Vaciago come valuta il fatto di vendere debito all'estero, stanti le caratteristiche essenzialmente speculative dei mercati esteri.

Vorrei inoltre sapere che interpretazione dà il professor Vaciago della coesistenza del fenomeno del *surplus* primario (è presumibile che anche quest'anno ci sia e quindi sarà il secondo anno che registriamo tale fenomeno) con un forte aumento del fabbisogno di cassa.

GIOVANNI ZARRO. I problemi intorno ai quali questa Commissione è in genere chiamata a riflettere e decidere sono quelli relativi (lo abbiamo visto in settembre in occasione della formidabile crisi finanziaria nella quale il paese è caduto) ad un collegamento tra disavanzo e debito pubblico. Tali problemi vanno poi analizzati in connessione con le conseguenze che in termini di finanza pubblica si hanno per la circostanza che l'Italia ha aderito al trattato di Maastricht e quindi con l'impegno che abbiamo assunto di riportare in un periodo ragionevole il disavanzo ad un livello accettabile. Ciò anche se il Presidente del Consiglio Ciampi ci ha poi fatto sapere ieri da Copenaghen che non è un grosso guaio se non arriviamo per tempo a conseguire i valori ai quali fa riferimento il trattato di Maastricht.

Il punto sul quale ogni anno la riflessione cade è come diminuire il disavanzo, che per gran parte è determinato dall'enorme quantità di interessi sul debito pubblico (quest'anno abbiamo appostato in bilancio 200 mila miliardi e forse ne spenderemo 190 mila) che, proprio per la circostanza della sua grande quantità, resta intoccabile. Consideri pertanto che noi abbiamo una crescita che, se va bene, è dello 0,5 per cento, e un'inflazione del 4,2 per cento, che in base d'anno è del 4,5 per cento: e siamo ad un totale di circa il 5 per cento; poiché i tassi d'interesse che le banche danno sono dell'11 per cento, c'è un trasferimento di ricchezza reale da una parte all'altra che si aggira intorno al 6 per cento e che deve rimanere incassabile perché se si tocca qualcosa rischia di diventare incombente la crisi finanziaria. Vi è dunque la necessità di ridurre questa forbice del disavanzo e di abbattere il debito pubblico.

Lei ha proposto di trasformare il debito pubblico in diritto di proprietà vendendo la cosiddetta argenteria di famiglia ed ho letto che nell'ottobre scorso De Benedetti ha avanzato l'ipotesi di trasformare titoli di debito pubblico in

obbligazioni. Non so se tali misure siano o no utili, ma è certo che il debito pubblico in qualche modo deve essere abbattuto. Mi domando allora se non sia possibile pensare ad un piano di ammortamento di tale debito pubblico destinando per alcuni anni una quantità di entrate esclusivamente a tale fine. In effetti, anche incrementando il saldo primario, non ci troviamo mai un prodotto interno lordo secondo le previsioni d'anno ma attestato sempre su parametri inferiori. E tale abbassamento del PIL comporta spese maggiori perché alle previsioni di entrate corrispondono determinati impegni di spesa.

Nel formulare l'ultima domanda mi riporto di nuovo al discorso del disavanzo. Ho letto un documento nel quale si sosteneva che la pressione fiscale quest'anno in Italia sarà del 42,8 per cento e che la spesa al netto degli interessi sarà circa del 43,7 per cento; sembra, insomma, che si registrerà la differenza di un punto tra la spesa al netto degli interessi e la pressione fiscale. Vi saranno poi circa 11 punti di tasso d'interesse, e quindi arriveremo ad una forbice di 11-12 punti.

Abbattere questo disavanzo significa, da una parte, comunque determinare una spesa corrente di 3 o 4 punti inferiore a quella di quest'anno e, dall'altra, avere una gestione intelligente del tasso d'interesse in modo che gli interessi sul debito pubblico in qualche modo recedano. Ciò significa in pratica che o noi determiniamo una condizione di cura da cavallo all'economia oppure che dall'attuale situazione non usciremo mai perché non è possibile compiere interventi forzosi sul debito pubblico. Come uscirne allora, tenuto conto che la spesa corrente e quella per interessi sono quelle che sono? Possiamo dire agli italiani che per dieci anni si deve tirare la cinghia? Infatti, tra manovra, « manovrina », gravi difficoltà e petulanze varie mi pare che stiamo tartassando gli italiani in modo così assiduo che fra qualche tempo non ne potranno più.

Mi auguro che lei, professor Vaciago, possa trarre dalla mia esposizione confusa i punti centrali su cui chiedo chiarimenti.

BRUNO SOLAROLI. Sappiamo che, in sostanza, esistono tre rimedi per affrontare il risanamento del debito pubblico; se ho ben capito, però, una di queste tre soluzioni finisce col prevalere sulle altre. Innanzitutto, quello relativo all'avanzo primario è un obiettivo che va senz'altro mantenuto, ma in questo caso esiste un problema di sopportabilità nel rapporto tra avanzo primario, economia e situazione generale del paese. Senza scendere in discorsi troppo approfonditi, credo di aver chiarito il mio ragionamento da questo punto di vista.

La seconda questione riguarda l'allungamento del debito e la sua trasformazione in azioni: mi pare che sia per l'una che per l'altra cosa non esista oggi una situazione tale da farci avviare decisamente lungo una strada di questo tipo. Infatti, prima di ogni cosa, bisogna affrontare il problema della fiducia, poiché oggi è difficile convincere le famiglie ad allontanarsi da investimenti a tre o sei mesi per avvicinare investimenti di durata superiore. L'investitore-famiglia, infatti, non nutre una particolare fiducia sulla tenuta di queste ultime forme di investimento.

Per quanto riguarda le azioni, pur essendo d'accordo con lei, non mi pare che di fronte a noi vi sia un quadro nell'ambito del quale sia facile immaginare una forma di intervento chiara, organica e spedita. Non intendo dire che queste non siano strade da battere, ma avverto che, su questo piano, esistono ancora notevoli difficoltà. Il discorso, quindi, riguarda un'azione rivolta a ridurre i tassi d'interesse. Ebbene, a suo avviso, esistono spazi di manovra e quali rischi si corrono nel realizzare un'azione più decisa nei confronti di una riduzione dei tassi d'interesse?

Per concludere, lei sa, professor Vaciago, che si parla di un nuovo tipo di

regime fiscale: vorrei conoscere la sua opinione a questo proposito.

LUIGI MARINO. Ho seguito attentamente l'esposizione del professor Vaciago e, per quanto attiene ai rimedi che egli ha indicato, ritengo che il tutto vada opportunamente dosato. Mi pare, invece, che questo « governo di professori » tenda a calcare la mano in un senso piuttosto che nell'altro. Tra le virtù più recenti vi è stata anche una riduzione dell'inflazione: ritengo, comunque, che ciò sia dipeso molto dal contenimento dei consumi, nonché da quello del costo del lavoro. Pertanto, temo molto l'apparire di spinte recessive più consistenti.

Il Governo annunciando che i BOT non si toccano, batte strade già percorse in passato: pertanto – come lei stesso affermava – sta meglio chi già stava bene, mentre chi stava male ora sta peggio. Ho sempre paura di fare il lamento del meridionale, ma la situazione delle nostre zone è disastrosa ed investe anche i ceti professionali, oltre alle fabbriche. Fino a che punto si potrà andare avanti? Dal momento che le aste dei BOT ottengono così i lusinghieri successi, anche se non sono un economista ritengo che tutti dovrebbero fare qualche sacrificio. Credo che la riduzione di qualche punto dei tassi d'interesse non rappresenterebbe la fine del mondo: sono convinto che vi sia comunque una grandissima convenienza. Non si possono battere sempre le vecchie strade e non si può premere chi da sempre è compresso.

PRESIDENTE. Ricollegandomi a quanto osservato dall'onorevole Solaroli a proposito dell'uso dello strumento fiscale, vorrei chiedere al professor Vaciago che cosa pensa delle proposte che sono state avanzate anche nel corso di queste audizioni per favorire una diversa composizione del debito pubblico in possesso delle famiglie. Si tratta di proposte avanzate – tanto per fare un esempio – dal professor Monti e riprese poco fa dallo stesso professor Artoni, anche in considerazione del fatto che una revisione gene-

rale dell'imposizione fiscale sui redditi da capitale è necessaria per favorire il processo di trasformazione da possesso di titoli di Stato in possesso di titoli azionari di società pubbliche, eventualmente da privatizzare.

GIACOMO VACIAGO. Le domande che mi sono state rivolte sono tutte interessanti e farò del mio meglio per fornire risposte utili.

L'onorevole Latronico si domanda come mai si venda debito all'estero, con i rischi che ne conseguono dal momento che quegli stessi mercati soffrano per essere sottoposti a notevoli speculazioni. In realtà non abbiamo operato una scelta in base alla quale si debbano vendere strumenti del Tesoro italiano agli investitori stranieri, poiché la scelta che è stata fatta, in vista della liberalizzazione valutaria del 1990, tendeva ad organizzare il nostro mercato. Il titolo decennale, ad esempio, è stato immaginato anche perché, in tutto il mondo, il titolo di questo tipo ha un ruolo di riferimento: è cioè un *benchmark* per le operazioni svolte sui mercati internazionali. Pertanto si è deciso che anche l'Italia dovesse avere uno strumento analogo a quello che possiedono Francia, Germania, Inghilterra e Stati Uniti. Integrandoci con il resto del mondo, infatti, dobbiamo adeguarci ad esso; che poi il resto del mondo acquisti i nostri titoli dipenderà, di volta in volta, dai fatti. Rimango personalmente convinto dell'utilità di quella scelta strategica, anche perché collaborai a quelle riforme, tendente a rendere omogeneo agli altri paesi il nostro mercato dei titoli del debito pubblico, dal punto di vista dell'organizzazione del mercato stesso, con le strutture telematiche capaci di fornire la quotazione quotidiana dei titoli dei *primary dealers*, nonché dal punto di vista delle caratteristiche dei titoli (*future* e così via).

Da questo punto di vista ci siamo posti nelle condizioni di vendere i nostri titoli all'estero, facendo in modo che questo non fosse impedito dalle nostre strutture di mercato che erano oggettiva-

mente inefficienti e più deboli nei confronti degli altri paesi. L'estero ha espresso una valutazione alterna nei confronti dell'Italia: in certi periodi ha comprato molto ed in altri ciò non è avvenuto. Si tratta di un fenomeno fisiologico e normale in tutti i paesi. Come è accaduto in Germania, i capitali sono affluiti dagli Stati Uniti, mentre ora essi stanno uscendo per ritornare in America. Non esistono altre soluzioni se non quella radicale di tornare indietro sulla strada già percorsa, vale a dire quella di consentire agli italiani di comprare e detenere - per la prima volta in questo secolo - titoli esteri.

Nessuno dei presenti ha vissuto prima di questi ultimi tre anni nella condizione in cui vive oggi il cittadino italiano, che è quella di poter liberamente comprare e vendere titoli esteri; tale diritto garantito oggi agli italiani ci impone di essere il più possibile uguali agli altri perché anche il resto del mondo possa comprare o vendere il nostro debito.

Le regole del gioco sono quelle dell'integrazione finanziaria internazionale, e anche con la crisi dello SME degli ultimi mesi nessuno è tornato indietro su questa strada. Credo quindi che sarebbe esiziale per l'Italia isolarsi dai circuiti finanziari internazionali, pur sapendo che a volte ciò comporta dei costi. Ma questo è nelle cose della vita: tutti i giorni siamo esposti ai benefici delle nostre scelte e ogni tanto ne paghiamo i costi. Certo, sarebbe stato meglio se dopo che l'estero aveva comprato alla grande i nostri titoli, avessimo potuto impedirgli nei mesi di settembre ed ottobre, di vendere tanto.

Osservo che negli ultimi mesi l'estero sta di nuovo comprando i nostri titoli, e si può vedere che i prezzi sul mercato dei titoli e la lira sul mercato dei cambi sono due facce della stessa medaglia: quando, come in questi giorni, la lira torna ad un rapporto di 900 lire con il marco (stamattina all'apertura dei mercati era addirittura sotto le 900 lire) i prezzi sui BTP e sui mercati *future* salgono. Ecco un altro esempio del fatto che non possiamo

avere solo i benefici senza sopportare a volte anche i costi delle varie fasi economiche.

Purtroppo la finanza mondiale ha le sue regole e l'Italia che è un piccolo paese, può adeguarsi o uscire; credo però che nessuno oggi auspichi che l'Italia rompa le relazioni finanziarie internazionali e rialzi i muri che aveva avuto fino a due o tre anni fa.

L'onorevole Latronico chiedeva inoltre chiarimenti sul fatto che, nonostante il saldo primario crescente, il fabbisogno non cessa di aumentare. Al riguardo, per una volta tale conseguenza non deriva né dalla spesa del Parlamento né dalla cattiva politica economica del Governo; diciamo piuttosto che il cattivo andamento dell'economia negli ultimi dodici mesi ha automaticamente determinato un ampliamento di fabbisogno, che in sé è fisiologico: guai se non fosse vero che quando l'economia va male il bilancio pubblico assorbe in parte questi esiti.

Il problema dell'Italia non è quindi l'aumento del fabbisogno ciclico rapportato al fatto che la *performance* italiana in questi mesi è inferiore a quella prevista un anno fa. Aumenti di fabbisogno maggiori che non in Italia per una volta li ritroviamo negli altri paesi che di solito ci danno lezioni di virtù e di puntuale rispetto degli impegni assunti. Se si va a vedere che cosa è successo quest'anno al fabbisogno inglese, francese o tedesco, si può constatare che in tutti e tre i casi si trovano sconfinamenti molto maggiori di quelli che sta registrando il fabbisogno italiano. In altre parole, anche in quei paesi si accetta la temporanea crescita del fabbisogno, che è ciò che serve per evitare che l'economia peggiori. Se noi cerchiamo di ridurre anche questo aumento di fabbisogno che ora abbiamo perché l'economia va male, sarebbero guai grossi, ma non mi sembra che il Governo sia orientato a far ciò neppure con riferimento alla finanziaria 1994: l'ipotesi che conosciamo è che si pensi di compensare il di più di fabbisogno dovuto ad un andamento dell'economia meno buono del previsto.

Per una volta, ripeto, non è l'Italia che fa brutte figure, dal momento che nel resto del mondo si stanno effettuando sconfinamenti dagli impegni di finanza molto maggiori. Questo però – come dicevo – è tollerato, è tollerabile, anzi è desiderabile che avvenga in una certa misura: quando l'economia è debole occorre operare per un risanamento che la rimetta in moto in vista della ripresa del sistema economico.

Per rispondere alle altre domande che sono state formulate non terrò conto della loro successione temporale ma le selezionerò in ordine agli argomenti, cominciando da quello dei tassi d'interesse.

Credo che le nostre autorità monetarie abbiano fatto bene a non ridurre vistosamente i tassi d'interesse nel pieno della fragilità in cui ci siamo trovati da settembre a dicembre scorsi: sarebbe stato rischioso farlo in quel momento, quando la stessa dimensione del deprezzamento del cambio poteva suscitare una ripresa di aspettative di inflazione e poteva andare in crisi la stessa tenuta dell'accordo sul costo del lavoro se si fosse consolidata l'ipotesi di una forte risalita dell'inflazione.

Complessivamente, quindi, è stato positivo il gradualismo con cui i tassi sono stati fatti scendere da settembre a gennaio, quando il pericolo era che la svalutazione fosse interpretata come « e di altrettanto aumenterà l'inflazione », con il che avremo veramente avuto un fortissimo scontro anche sociale nel paese fra chi aveva salari ormai predeterminati in termini nominali per dodici-diciotto mesi e chi poteva cavalcare l'ipotesi di un ritorno alla grande dell'inflazione.

Detto ciò, è anche chiaro che nei mesi successivi, e quindi da qualche mese a questa parte, i timori di una forte risalita dell'inflazione in seguito al deprezzamento del cambio sono scomparsi. Sappiamo che ieri l'inflazione annunciata nelle grandi città è risalita dello 0,2 per cento ma abbiamo la consapevolezza che questo è l'effetto meccanico dell'aumento del prezzo della benzina; è possibile che ci sia qualche altra risalita dell'inflazione

nei prossimi mesi, ma diciamo che questo è un paese che forse più che per recessione proprio per svolta culturale nei comportamenti delle parti sociali (imprese, sindacato, lavoratori) sembra avere rinunciato all'inflazione come modo per risolvere i problemi, mediare le tensioni, redistribuire il reddito e così via.

Se questo è vero, e mi sembra che oggi lo si possa dire con maggiore certezza che non qualche mese fa, chiaramente tassi d'interesse così elevati come ancora noi manteniamo, perché servono a contrastare una possibile o temuta ripresa delle aspettative d'inflazione, sempre meno servono all'economia, al cambio, al bilancio del Tesoro e delle imprese. A mio avviso, quindi, oggi molto più che non sei mesi fa dobbiamo insistere perché ai sacrifici che stanno compiendo i lavoratori e alle difficoltà in cui si trovano le imprese più indebitate e la stessa sostenibilità del debito pubblico si risponda con una riduzione dei tassi molto più significativa di quella finora realizzata. Ci sono spazi ampi, visto che il livello reale dei tassi per un anno di recessione è assurdo, che il differenziale dei nostri tassi rispetto a quelli prevalenti nel resto d'Europa è ancora enorme e che ci sono anche pochi rischi in questa situazione.

Ci si potrebbe domandare: ma se abbassiamo i tassi d'interesse che succederebbe alle famiglie abituate da anni ad avere tassi d'interesse così alti? In tale ipotesi alle famiglie si aprirebbero tre opzioni: comprare attività finanziarie estere, ma con un cambio fluttuante se lo fanno ci perdonano perché il cambio si deprezza man mano che loro comprano attività; comprare azioni ed altri strumenti finanziari domestici alternativi al titolo del Tesoro, e questo non mi preoccupa perché farebbe solo bene all'economia; spendere di più nei negozi riducendo il risparmio, ma anche questa sarebbe una scelta con effetti positivi perché ci troviamo in un periodo in cui un po' più di spesa nei negozi non potrebbe che far bene all'economia. Quindi, con una recessione, con un cambio fluttuante, i rischi che una riduzione dei tassi d'interesse

potrebbero provocare sono minimi rispetto ai benefici che da tale misura deriverebbero in termini di minori oneri finanziari per tutti coloro che sono indebitati, in primo luogo lo Stato e poi i grandi gruppi privati.

Questo è dunque un argomento per auspicare e in parte prevedere anche una discesa dei tassi maggiore di quella finora osservata, nonché per pensare che l'onere degli interessi sul debito pubblico sarà ulteriormente minore.

GIOVANNI ZARRO. Se mi è consentita ancora una domanda per quanto riguarda l'abbassamento dei tassi di interesse, vorrei chiedere se, accanto alle considerazioni che lei ha chiamato « domestiche », il livello non dipenda anche dal mercato internazionale? In sostanza, se tutti gli altri tassi di interesse dovessero convergere verso il basso, probabilmente sarebbe utile che così si comportasse anche quello italiano, ma se quei tassi restano alti non si corre il rischio che molte delle nostre attività vengano trasformate in titoli in valuta?

GIACOMO VACIAGO. I nostri tassi sono già più alti di quelli esteri e lo sono per due ordini di motivi: per la fragilità della nostra situazione e perché la banca centrale riteneva utile, tramite gli alti tassi, impedire che l'inflazione riprendesse vigore, come accade dopo un deprezzamento elevato del cambio. Il mio argomento, pertanto, è il seguente: l'eccesso dei nostri tassi rispetto a quelli internazionali possiamo considerarlo come uno spazio disponibile per la discesa dei tassi stessi. La sua considerazione secondo la quale gli italiani, a quel punto, potrebbero portare fuori i loro denari comprando titoli esteri sarebbe compensata dal fatto che, in presenza di un cambio fluttuante, ciò automaticamente determinerebbe una debolezza della lira che li penalizzerebbe. Si tratta, in altre parole, di una specie di « servofreno » che impedisce agli italiani di portar fuori più di tanto, poiché in caso contrario il marco andrebbe a mille lire.

Se ciò accadesse, chi compra ci rimette. È per questa ragione che ho parlato di quel « servofreno » che impedisce che si verifichi un deflusso troppo forte.

Per concludere, ritengo che vi sia spazio per una significativa riduzione dei tassi di interesse, anche se questo non sarebbe risolutivo se non si compisse nel contempo uno sforzo volto a risanare la finanza pubblica, con un conseguente aumento del disavanzo primario, man mano che l'economia riprende e non certo in una situazione di ristagno o, addirittura, di ulteriore calo della produzione.

È da prevedere una ripresa economica per il nostro paese; inoltre si può ipotizzare che una manovra restrittiva, capace di determinare un ulteriore aumento dell'avanzo primario, si riproporrà quando il reddito riprenderà a crescere nei prossimi anni. Il nostro è l'unico paese che ha registrato un aumento dell'avanzo primario, mentre nel resto del mondo vi è stato soltanto un aumento del disavanzo.

Per quanto riguarda le domande poste in relazione al regime fiscale, posso ricordare che, quando ero consulente del ministro del tesoro Amato nel biennio 1987-1989, feci osservare al ministro stesso che tutto il nostro sistema di ritenute poteva considerarsi anomalo rispetto all'esperienza internazionale che vedeva i titoli del debito pubblico nominativi, per cui potevano essere regolarmente tassati a bilancio per le società e le imprese giuridiche e nel modello 740 per le persone fisiche. Il 740 è sicuramente molto complicato, ma in una auspicabile sua semplificazione, potrebbe esserci una sola riga per la tassazione dei titoli.

Questo, naturalmente, può essere fatto in una situazione di ritrovato equilibrio della finanza pubblica, poiché la risposta che mi dette l'allora ministro del tesoro fu la seguente: « Benissimo, rendiamo nominativi i titoli del debito pubblico ed avremo risanato, perché non ne riusciremo a vendere più nemmeno uno! ». Quindi, se ci troviamo di fronte ad una situazione di debito crescente, di debito a breve e con caratteristiche di notevole

fragilità, pensare che nel breve periodo si possa giungere presto e bene al titolo nominativo (con eventuali scaglioni di esenzione) non è facile.

Come in tutti i paesi civili, anche nel nostro dovrebbe esservi neutralità fiscale; infatti, non ha senso che alcuni strumenti (parlo delle azioni private) siano nominativi e percossi in IRPEF, mentre altri non lo sono essendo al portatore.

Il problema è quello di accertare quando potremo fare l'unica riforma civile che io auspico, cioè quella di ricondurre a tassazione IRPEF tutti i redditi possibili ed immaginabili. Bisogna tenere conto, peraltro, che questo presuppone una collaborazione molto più efficace tra i sistemi fiscali dei vari paesi. Infatti, è molto più facile nascondere capitali di quanto non si possa fare con gli immobili: in proposito, nello scorso autunno, sono state registrate notevoli uscite di capitali (in banconote) che erano misurabili in termini di distanza dal confine: in altre parole l'uscita dei capitali riguarda in misura maggiore le regioni del nord piuttosto che quelle meridionali non certo per ragioni strane, ma solo perché la Svizzera è più vicina al nord che alla Sicilia, tanto per fare un esempio. Ne consegue che l'uscita ed il successivo rientro delle banconote è stato in passato molto significativo più per alcune piuttosto che per altre regioni del paese.

Si tratta di un fenomeno che conosciamo e che non vorremmo quale risposta ad un provvedimento di equità ed efficienza fiscale che dovesse riguardare qualsiasi forma di reddito, sia esso da interessi che da lavoro dipendente o autonomo. L'auspicio che esprimo è che il risanamento e la riduzione dello *stock* del debito consentano presto anche una riforma di questo tipo che non può essere un carro messo davanti ai buoi: in altre parole, non possiamo procedere ad una riforma di questo tipo con l'affanno delle aste quindicinali di enormi dimensioni, come quelle che tuttora ci caratterizzano.

L'onorevole Solaroli chiedeva di distinguere quale rimedio, tra quelli che ho indicato, fosse il più efficace: credo che la

soluzione del problema stia nel realizzare quei rimedi tutti assieme. Cioè occorre un avanzo primario significativo, così come una notevole riduzione dei tassi di interesse, nonché un allungamento sul debito pubblico al di là dell'orizzonte incredibilmente breve che oggi è prevalente in Italia.

GIOVANNI ZARRO. Occorrerebbe anche una crescita del PIL.

GIACOMO VACIAGO. Certamente! Il risanamento può concorrere a determinare questa crescita, mentre con le trimestrali manovre, manovrine o stangate ciò è impensabile.

Non dobbiamo tradire la fiducia dei risparmiatori; non dobbiamo dare loro assurdi tassi di interesse, ma non dobbiamo mettere in forse il credito che hanno fatto allo Stato. La gente ha prestato soldi allo Stato, per cui una manovra di tipo forzoso sulle condizioni del prestito rappresenterebbe una specie di tradimento nei confronti dei cittadini. Ovviamente, nessuno ha garantito al risparmiatore italiano 6 punti reali di rendimento, per cui una soluzione che riducesse i tassi di interesse sarebbe perfettamente coerente con il rispetto dei patti sottoscritti. Non vorrei che poi si procedesse con un decreto, con il pericolo di causare numerosi altri guai.

Quanto ho detto vale anche come risposta all'onorevole Marino, il quale lamenta che nel Sud, più che nell'altra parte del paese, si sopporti il peso della recessione. Si tratta del risultato di una asimmetria ben precisa: quando mi sono reso conto che eravamo contemporaneamente di fronte al blocco delle opere pubbliche ed al deprezzamento del cambio, ho tratto da economista la conclusione che questo stato di cose avrebbe accentuato il dualismo nel paese. Infatti, la competitività avrebbe beneficiato le quattro regioni del Nord che, complessivamente, dispongono dei tre quarti delle esportazioni del paese. Quindi non si tratta del Mezzogiorno; anzi, le statistiche

dimostrano che il blocco dei cantieri è particolarmente accentuato e grave nelle regioni più deboli.

I ritardi o i blocchi nelle opere pubbliche, (derivanti anche da vicende giudiziarie e quant'altro) e una ripresa da competitività, cioè trascinata da esportazioni che l'Italia sperimenterà negli anni 1993 e 1994, ahimè, riaprono ulteriormente il dualismo di questo paese: sono avvantaggiate le regioni caratterizzate da imprese che beneficiano della svalutazione della lira, cioè che recuperano competitività e vendono e producono di più. Ciò però non significa che bisognerà rassegnarsi alla situazione e che il Mezzogiorno potrà solo andar male nel 1993 e nel 1994; sono auspicabili altre politiche economiche. Se non facciamo niente, la ripresa 1993-1994 non riguarderà il sud, perché è una ripresa trascinata dalle esportazioni con domanda interna calante, e il sud è dalla parte sbagliata da questo punto di vista. Questo lo sappiamo, cerchiamo di tenerne conto per impostare politiche economiche che evitino l'aggravarsi di un divario che altrimenti è nei fatti.

Un'ultima osservazione sul piano di ammortamento del debito pubblico. Qui la differenza fra i discorsi oggi prevalenti e quello da me portato avanti è proprio nella dimensione e nelle caratteristiche del processo. Privatizzare in dieci anni per portare a casa 6-7 mila miliardi all'anno dai flussi di vendita ai risparmiatori di queste privatizzazioni secondo me non è auspicabile e non avrebbe effetti risolutivi sul problema. Diverso è trasformare in poco tempo (ma trasformare, non cercare di vendere), cioè accettare una conversione volontaria di strumenti di debito già emessi in quote di proprietà di una serie di beni appartenenti in qualche modo al « demanio » – lo dico tra virgolette – pubblico dei vari livelli, cioè Stato, regione, comuni e così via.

Un'operazione di questo tipo non serve a finanziarie il fabbisogno annuo e peraltro non pone il problema drammatico di individuare chi comprerà questi beni e

se ci sarà il risparmio pronto a tale investimento: è la trasformazione di un titolo che era un credito nei confronti dello Stato, è uno *swap*, cioè uno scambio o un baratto che realizza un abbassamento *una tantum* dello stock di debito con la sua conversione in uno strumento che invece dà diritto a percepire redditi futuri in proporzione alla redditività di questi beni. Questo è diverso dalla logica di chi sostiene: « Quest'anno privatizziamo una cosa e incassiamo 8 mila miliardi che concorreranno al finanziamento del fabbisogno di quest'anno »: è un'operazione sullo stock e non di gestione dei flussi, e quindi avrebbe l'effetto di abbassare la dimensione del debito, che comporterebbe anche una riduzione dei tassi d'interesse, ma significativa e *una tantum*, cioè non graduale e in prospettiva.

Tale operazione non raggiungerebbe però risultati positivi se non fosse legata anche alla riduzione dei tassi d'interesse e al mantenimento di un avanzo primario significativo, perché ricreerebbe un perfetto circolo vizioso. Se infatti proviamo a

scambiare pezzi del settore pubblico che rendono il 3-4 per cento quando i BOT rendono l'8 o il 10 per cento vuol dire che non abbiamo la capacità di rompere tale circolo vizioso. Il pericolo è che se manteniamo questi tassi d'interesse, non riusciamo nemmeno a realizzare le privatizzazioni che abbiamo preventivato, salvo regalare i beni a chi li compra. Ma certamente non è questo lo spirito con cui vogliamo risolvere i nostri problemi.

PRESIDENTE. Ringrazio nuovamente il professor Vaciago per il suo contributo. Le tavole consegnate saranno pubblicate in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna.

La seduta termina alle 14,45.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO
STENOGRAFIA

DOTT. VINCENZO ARISTA

*Licenziato per la composizione e la stampa
dal Servizio Stenografia il 30 giugno 1993.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO 1

(Tavole consegnate dal professor Artoni)

Tabella 1: Saldo primario (surplus(+)) e deficit (-)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
I	-3.1	-1.4	-1.8	-0.5	-0.2	1.6	2.1
D	0.2	2.4	0.1	-1	-0.6	-0.6	-0.1
F	0.5	1.1	1	0.3	-0.2	-0.4	-0.3
UK	3.7	3.3	1	-0.9	-4.5	-5.3	-3.9

Tabella 2

	I	D	D+	F	UK
Entrate complessive	44.8	46.3	47.3	48.7	36.6
Spesa complessiva	55.4	49.7	50.5	51.5	42.7
Spesa per interessi	11.02	2.68	—	2.62	2
Spesa compl. al netto inter.	44.38	47.02		48.88	40.7

NOTA: dati relativi al 1992 per le Pubbliche Amministrazioni

Tabella 4: Tassi di mercato monetario

	1988	1989	1990	1991	1992
I	9.69	10.96	10.64	10.97	12.53
D	4.28	7.07	8.43	9.18	9.46
F	7.94	9.4	10.32	9.62	10.34
UK	10.34	13.89	14.77	11.53	9.62

Tabella 5: Tassi di interesse a lungo termine

	1988	1989	1990	1991	1992
I	10.54	11.61	11.87	11.37	11.9
D	6.11	7.03	8.85	8.64	7.98
F	9.06	8.78	9.93	9.03	8.57
UK	9.36	9.58	11.08	9.92	9.13

Tabella 3. Incidenza del fattore interesse e del fabbisogno primario sull'evoluzione del debito sul mercato

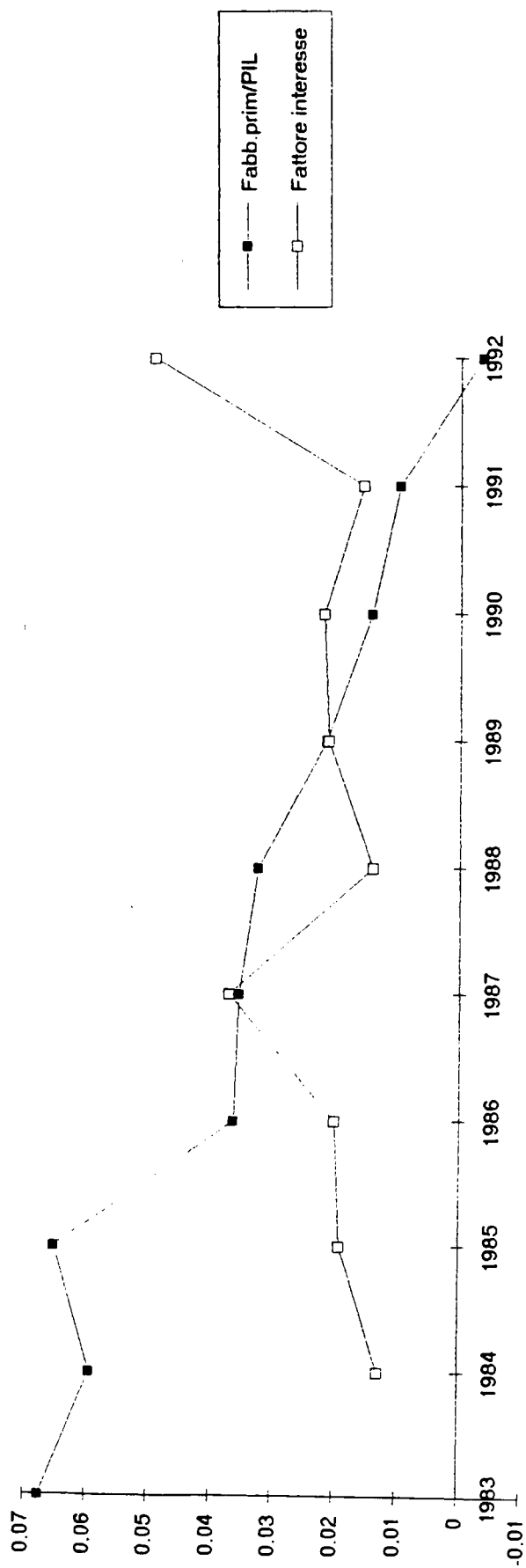


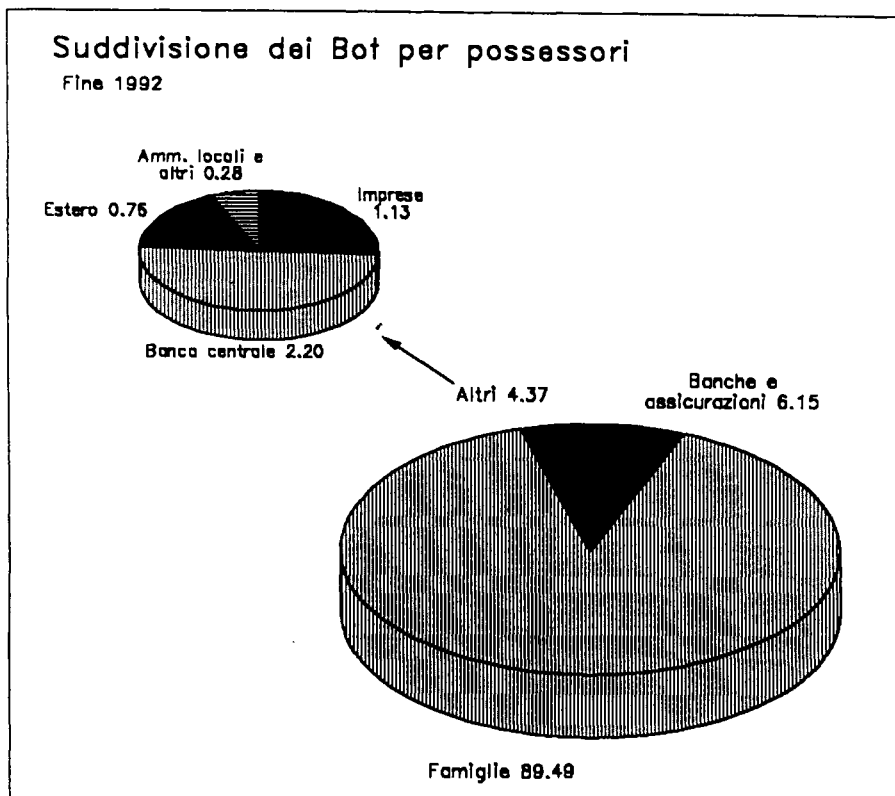
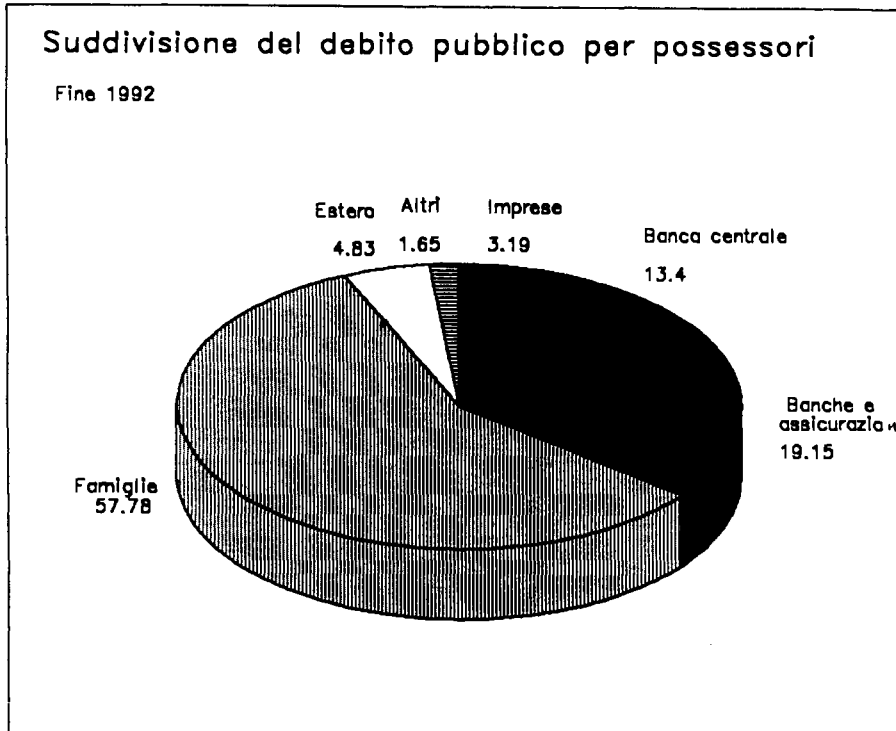
Tabella 6

PUBBLICA AMMINISTRAZIONE			
	1993	Var. %	1994
Totale entrate	720.7	4.6	754
di cui:			
- Dirette	261.4	4.7	265.9
- Indirette	170.1	6.3	180.8
- Contr. sociali	237.2	6.1	251.7
Totale uscite	882.8	5.2	928.9
di cui:			
- Retribuzioni	195.6	5	205.4
- Acquisti	69	5.6	72.8
- Interessi	192.2	2.3	196.6
- Prest. sociali	304.3	7	325.6
- Spese in c/capitale	70	5.6	73.9
Indebitamento	162.1		174.9
Saldo parte corrente	92.1		101
SETTORE STATALE			
Fabbisogno	178.1		186.9
Fabbisogno primario	14.1		10.3

Fonte: IRS

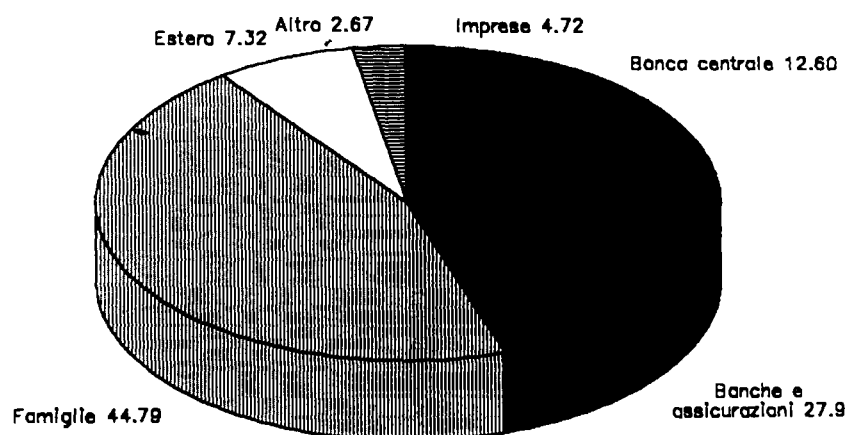
ALLEGATO 2

(Tavole consegnate dal professor Vaciago)



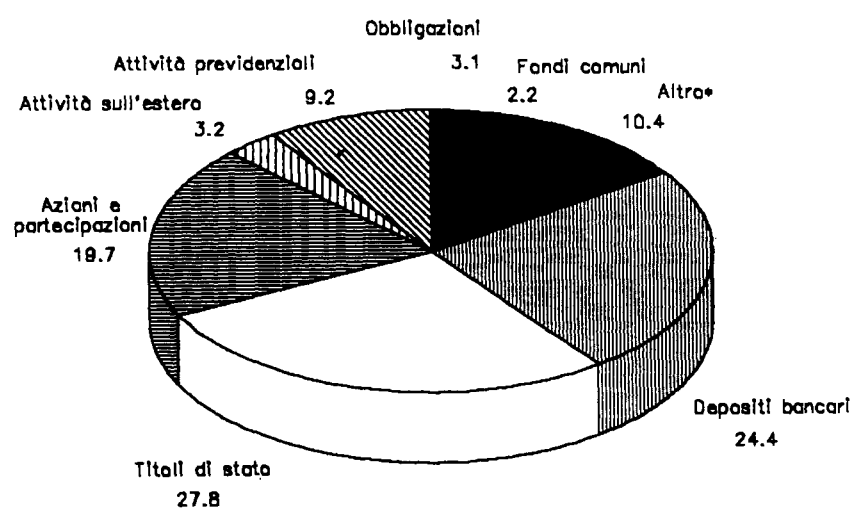
Suddivisione dei BTP e dei CCT per possessori

Fine 1992



Attività finanziarie delle famiglie

Fine 1992



(*) Biglietti e monete, depositi postali e certificati di deposito Ist. di Credito Speciale