

«Il deficit? Non è così grande»

Baldassarri e Modigliani: il disavanzo corrente è sopravvalutato. «Nel '94 praticamente scomparirà» E se i programmi di Ciampi verranno rispettati, nel '95 saremo in surplus. Il peso dell'inflazione

di MARIO BALDASSARRI
e FRANCO MODIGLIANI

Due settimane fa il Parlamento italiano ha definitivamente approvato il bilancio per il 1994. Per quanto questa misura si sia rivelata non del tutto adeguata a ridurre il deficit dell'ammontato complessivo previsto dal programma Ciampi per il periodo 1993-96, metà del divario è stato colmato con un provvedimento fiscale approvato immediatamente dopo, e si prevede che quanto resta di quel divario verrà colmato in primavera.

L'approvazione della Finanziaria '94 è comunque una buona notizia, anche se nell'opinione pubblica italiana e fra gli stranieri esperti di economia italiana è rimasta la sensazione diffusa che le finanze statali rimangono in condizione critica, con un fabbisogno per il 1994 prossimo all'8 per cento e un debito che supera il 120 per cento del Pil e continua a crescere.

La nostra ricerca, i cui risultati sono stati parzialmente riportati in un recente articolo pubblicato dal quotidiano economico *Il Sole 24 Ore*, ci ha indotti qualche tempo fa a concludere che il deficit italiano sia stato enormemente sopravvalutato.

In particolare, riteniamo che se ci si atiene scrupolosamente al programma previsto per il periodo 1994-96, le finanze del governo italiano si troveranno in una posizione invidiabilmente forte: valutato correttamente, il deficit (risparmio negativo), già abbastanza modesto nel 1993, sarà quasi scomparso nel 1994 (meno dell'1 per cento) e verrà molto probabilmente seguito da crescenti surplus a partire dal 1995.

La notevole differenza fra le conclusioni qui giungiamo noi e l'idea prevalente nell'opinione pubblica deriva da tre correzioni fondamentali che vanno apportate al fabbisogno finanziario per ottenere una misura corretta del deficit di parte corrente.

La prima correzione, e la più ampia, viene dal riconoscimento della distinzione, spesso trascurata, tra *fabbisogno finanziario* e deficit pubblico. Questi due concetti generalmente coinci-

cono soltanto in assenza di inflazione. Con l'inflazione invece sono diversi, ed è una differenza che può essere assai notevole. Questo perché il fabbisogno finanziario è la differenza tra le spese totali e le entrate e coincide con l'ammontato del debito pubblico nel corso dell'anno. Al contrario, il deficit — esattamente come quello di qualsiasi settore dell'economia — misura ciò che il settore pubblico sottrae al risparmio accumulato di tutti gli altri settori, e quindi ai fondi disponibili per il finanziamento dell'investimento nazionale. Il punto cruciale è che il deficit, così correttamente definito, non è l'ammontato del debito pubblico ma l'ammontato del *potere d'acquisto* del debito, fra l'inizio e la fine dell'anno o, equivalentemente, la sua crescita misurata a prezzi costanti.

La differenza fra i due concetti può essere chiarita meglio con un esempio. Supponiamo che all'inizio dell'anno il debito pubblico ammonti a mille e il fabbisogno finanziario per l'anno corrisponda a cento: entro la fine dell'anno il debito sarà cresciuto del 10 per cento. Supponiamo, poi, che nel corso dell'anno ci sia un 10 per cento di inflazione: il livello del prezzo finale sarà del 10 per cento superiore al livello di quello iniziale.

È evidente, allora, che il potere d'acquisto del debito finale è esattamente il medesimo di quello del debito iniziale; per cui il deficit è pari a zero anche se l'ammontato del debito o fabbisogno finanziario è di cento.

Il principio generale è che per calcolare il deficit (ai prezzi della fine dell'anno) dobbiamo sottrarre dal fabbisogno finanziario dello Stato una «correzione per inflazione» che è il prodotto del debito iniziale per il tasso di inflazione prevalente durante l'anno. La correzione misura il guadagno che il governo, in quanto debitore, ottiene attraverso l'inflazione a causa della perdita di potere d'acquisto del proprio debito. Equivalentemente il deficit è l'eccesso della spesa, corretta per il gua-

dro di cui sopra, rispetto alle entrate. Ne consegue che, con l'inflazione, il deficit è sempre minore del fabbisogno finanziario. Ma la differenza espressa in percentuale del Pil sarà di modesta entità se l'inflazione è bassa e/o il debito pubblico corrisponde a un'esigua percentuale del Pil. Nel dopoguerra queste condizioni hanno di norma prevalso in quasi tutto il mondo, il che può spiegare come mai la correzione sia stata in generale ignorata. L'Italia, però, costituisce un'importante eccezione alla regola: il debito è gradualmente cresciuto fino a superare il 120 per cento del Pil e l'inflazione è stata molto elevata, scendendo solo nella fase più recente al di sotto del 5 per cento. Tuttavia, anche con l'inflazione ai livelli attuali e previsti dal programma di Ciampi fino al 1996, la «correzione per inflazione» resta una porzione notevole del fabbisogno finanziario: sopra il 50 per cento nel '93 e ancora sopra il 40 per cento nel 1994.

Una seconda correzione, necessaria per ottenere il deficit corrente, consiste nel detrarre dai fabbisogno finanziari corretti per l'inflazione gli investimenti pubblici: circa il 2,5 per cento del resto, ma è molto esiguo: di poco superiore all'1 per cento nel 1993-95, e inferiore nel '96.

Un'ultima correzione riguarda la prospettiva per i tassi di interesse. Una volta corretta l'inflazione, il fabbisogno finanziario dipende soltanto dal «tasso di interesse reale». Il programma parte dal presupposto che il tasso reale necessario al finanziamento del debito si tenga costantemente sul livello assai elevato che è mediamente prevalso nel corso del '93, cioè il 5,7 per cento, anche se a fine anno era già di poco superiore al 4 per cento (8,5 nominale meno 4,3 inflazione). È nostra convinzione, invece, che ci siano i presupposti per attendersi un ulteriore modesto calo a un livello più normale, del 3,5 massimo. Ciò

dovrebbe risultare da un ulteriore modesto calo nei tassi dello Sme, e anche da una riduzione del premio di rischio dell'Italia, giustificata dal miglioramento della qualità sia del suo governo che della sua performance inflattiva già ottenuta e programmata.

Con questa correzione finale che riguarda l'abbassamento dei tassi d'interesse reali si arriva alle rosee prospettive di bilancio di cui si è riferito nei paragrafi d'apertura, compreso un surplus che nel '96 potrebbe raggiungere il 2 per cento del Pil. Inoltre, con le cifre così come le abbiamo corrette, il cruciale rapporto fra debito pubblico e Pil, irrimediabilmente cresciuto per anni, dovrebbe cominciare a scendere già a partire dal '95.

Queste nostre conclusioni debbono essere soggette a qualche cautela, in quanto, ad esempio, per ottenere il deficit corrente abbiamo sottratto il valore degli investimenti pubblici al lordo degli ammortamenti, mentre più correttamente ci si dovrebbe riferire agli investimenti netti, dato che però non è disponibile. È molto improbabile, però, che questi eventuali ulteriori affinamenti portino a cancellare il surplus che noi vediamo determinarsi nel '95/96. Dato che il grosso della correzione riguarda inflazione e investimenti e discende logicamente dalle appropriate definizioni, le nostre conclusioni dovrebbero essere incontestabili. A meno di riuscire a trovare un errore nel nostro ragionamento, bisogna concordare che le prospettive per la finanza pubblica italiana sono piuttosto favorevoli — sempre che il Paese continui ad attenersi ai programmi di Ciampi. A questo proposito, la recente approvazione dei due provvedimenti che riguardano il bilancio e sicuramente incoraggiante. Ciò dà motivo di sperare che il Paese abbia imparato dagli errori del passato e che le prossime elezioni sfocino in un governo onesto, che si attenga strettamente al cammino virtuoso tracciato da Amato prima e da Ciampi, poi. Se si considera, come da qualche tempo andiamo sostenendo, che l'economia reale ha una base forte — in grado di azzerare rapidamente il

disavanzo con l'estero e di riprendere una vigorosa crescita mantenendo una bassa inflazione — e si prende in considerazione il rendimento eccezionalmente elevato che si può ancora ottenere ad esempio sui titoli del debito pubblico a lungo termine, è nostra opinione che in questo momento l'Italia offra eccezionali opportunità per gli investitori italiani e stranieri.
(traduzione di Monica Levy)