

Finanza Pubblica



Questo corso ha l'obiettivo di fornire le basi per la comprensione delle principali peculiarità della Finanza pubblica considerando gli aspetti che vanno dalla pubblica amministrazione alle politiche di bilancio e monetarie, ai vincoli europei al bilancio e alla sorveglianza fiscale, fino ad arrivare ad una panoramica sulle pensioni e sulla tassazione.



Aggiornamento Marzo 2019

corso a cura di

CARLO COTTARELLI

Economista e Direttore Osservatorio CPI Università Cattolica

GIAMPAOLO GALLI

Economista e Vice Direttore Osservatorio CPI Università Cattolica

Le opinioni e il contenuto presenti nel documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. La presente dispensa è stata realizzata da Accademia Anima e Osservatorio CPI Università Cattolica, che ne hanno curato i contenuti con il massimo impegno, diligenza e coerenza. Anima tuttavia declina ogni e qualsiasi responsabilità per eventuali errori, inesattezze, mancanze ed omissioni rinvenibili nei contenuti pubblicati, derivino esse da errori, refusi di stampa o formattazione.

INDICE

1. Introduzione alla finanza pubblica
2. I conti pubblici
3. Sostenibilità fiscale e sostenibilità del debito pubblico
4. Interazione tra politica di bilancio e monetaria
5. Come si finanzia in pratica il governo
6. Crescita economica e politica di bilancio
7. Vincoli europei al bilancio dello Stato e meccanismi di sorveglianza fiscale
8. Il ruolo della spesa pubblica
9. Le pensioni
10. La tassazione

3. Sostenibilità fiscale e sostenibilità del debito pubblico

3.1 Le ragioni per cui un po' di debito pubblico è necessario e perché troppo fa male

Come si è spiegato nel capitolo 2 (e in maggior dettaglio nel capitolo 5), quando le uscite superano le entrate, uno Stato deve indebitarsi per far fronte ai propri fabbisogni. Queste risorse chieste a prestito possono servire, tra le altre cose, per finanziare gli investimenti pubblici che aumentano la crescita potenziale di un Paese. Inoltre, i mercati finanziari hanno bisogno di attività a basso rischio e, quando il debito pubblico è basso, i titoli di Stato rappresentano tipicamente attività a basso rischio. Questo bisogno è così sentito che, in alcuni momenti storici e in alcuni paesi (per esempio negli anni '90 negli Stati Uniti), è sorta la preoccupazione che, in presenza di surplus nei conti pubblici, il debito pubblico si stesse riducendo troppo rapidamente. Perciò un po' di debito pubblico è necessario. Il problema è quando ce n'è troppo. Troppo debito pubblico danneggia l'economia attraverso tre canali.

Il primo riguarda la riduzione del tasso di crescita di lungo periodo dell'economia causato da un debito pubblico elevato. Questo prende il nome di “*crowding out*”, ossia uno spiazzamento del risparmio a favore del finanziamento dello Stato, che causa un innalzamento dei tassi di interesse e un minore flusso di risorse per l'investimento privato che in un'economia di mercato costituisce il motore della crescita. Si noti che un minor investimento potrebbe anche sopravvenire in conseguenza del maggior livello della tassazione necessario in un paese per pagare gli interessi sul debito pubblico quando questo è molto elevato. La maggior parte degli studi accademici è concorde nel concludere che un elevato debito produca una riduzione della crescita potenziale. Tuttavia non c'è un accordo su quali siano i livelli critici che causano questa riduzione. Alcuni indicano attorno al 40-50 per cento di Pil, altri 80-90. Uno studio del Fondo Monetario Internazionale indica che l'effetto è graduale, ma che un Paese con un rapporto debito/Pil al 120 per cento crescerà tendenzialmente 1 punto percentuale annuo in meno rispetto a un Paese con un rapporto pari al 60 per cento.⁵

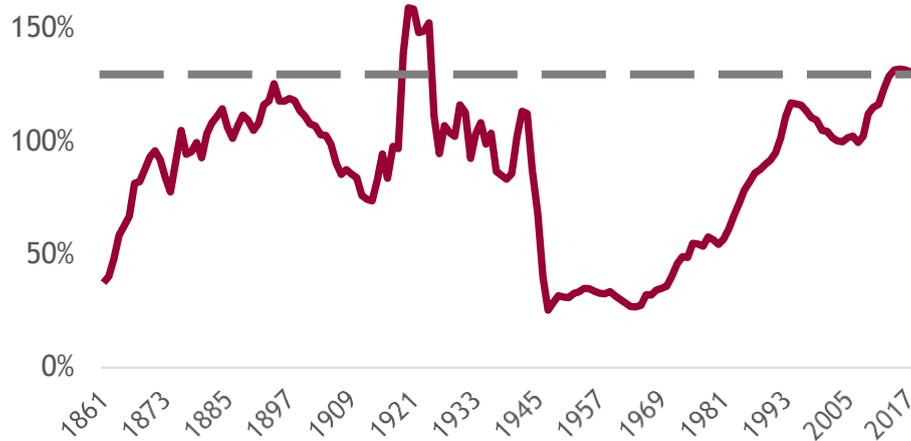
Il secondo canale attraverso cui un debito elevato danneggia la crescita riguarda gli effetti destabilizzanti che si manifestano quando i mercati finanziari temono che lo Stato non sia più in grado di ripagare il proprio debito. Una crisi finanziaria sul mercato dei titoli di Stato può avere effetti molto severi sull'economia di un paese, come dimostrato ampiamente dalla crisi in Italia nel 2011-12. Anche in questo caso non esiste un valore soglia “magico” oltre il quale la probabilità di crisi aumenta esponenzialmente. Il FMI utilizza per le proprie analisi un valore dell'85 per cento del Pil per i paesi avanzati, come soglia di guardia, ma è semplicemente un valore indicativo, perché un insieme di fattori influenza il rischio di

⁵ Articolo del 2010 di Manmohan S. Kumar e Jaejoon Woo disponibile al link <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10174.pdf>

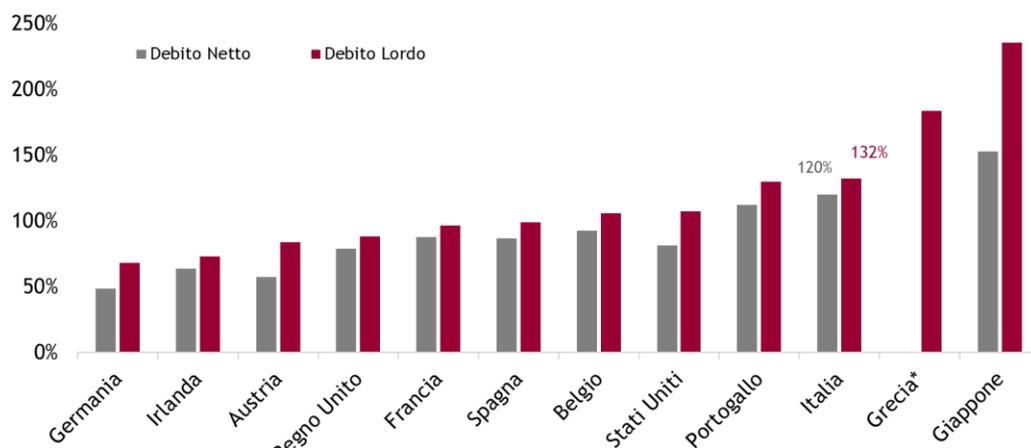
una crisi, tra cui la struttura per scadenza del debito pubblico, la solidità della base di investitori e il generale clima di fiducia sui mercati del credito anche a livello internazionale.

Il terzo canale attraverso cui troppo debito pubblico fa male all'economia è che, se il debito è troppo alto, diventa difficile o impossibile utilizzare la leva dei conti pubblici per sostenere l'economia in periodi di crisi, visto che questo farebbe crescere il debito ulteriormente. Anche in questo caso l'esperienza italiana è rilevante: durante la crisi del 2008-09 i paesi a basso debito (per esempio la Germania) furono in grado di adottare politiche più espansive che in Italia, riuscendo così ad attenuare l'impatto della recessione mondiale.

Figura 3.1 e 3.2: Rapporto debito pubblico/Pil e Debito al lordo e al netto delle attività finanziarie



Fonte: Dati Banca d'Italia



Fonte: Dati FMI - Fiscal Monitor 2018, anno 2016; * Per la Grecia il dato non è disponibile.

Nonostante l'incertezza sul livello del debito pubblico che causa effetti negativi, non c'è dubbio che il debito pubblico italiano risulti elevato. L'ammontare del debito pubblico italiano previsto per fine 2018 ammonta a circa 2.300 miliardi di euro. Per comprendere appieno questa cifra, solitamente si esprime il debito pubblico rispetto al Prodotto interno lordo (Pil), perché quest'ultimo rappresenta le risorse da cui lo Stato può attingere per ripagare gli interessi maturati sul debito. Perciò, più è grande il Pil, maggiore sarà il debito pubblico che uno Stato si può permettere. Per l'Italia il rapporto debito pubblico/Pil è previsto essere al 131 circa a fine 2018. Come illustrato dalle **Figure 3.1 e 3.2**, il debito pubblico italiano in rapporto al Pil non è mai stato superiore al 130 per cento dall'unità d'Italia, salvo il periodo 1919-1924. Rispetto ai principali paesi simili all'Italia, il debito pubblico italiano è molto elevato sia considerando il debito lordo, sia il debito al netto delle attività finanziarie (quali riserve in valuta, depositi, prestiti).

3.2 La formula della variazione del debito

A parte l'effetto sulla crescita potenziale e sulla difficoltà di intraprendere politiche anticicliche, si è visto come un debito pubblico elevato possa portare a una crisi sul mercato dei titoli di Stato con conseguenze gravissime per l'economia. Queste crisi spesso avvengono quando il debito pubblico è tipicamente alto e crescente.⁶ È allora importante considerare cosa determina la dinamica del rapporto tra debito pubblico e Pil.

Con qualche semplificazione, la variazione del debito è uguale al deficit generato dalle minori entrate rispetto alle uscite.⁷

Perciò la definizione della variazione del debito dall'anno $t-1$ all'anno t diventa:

$$DEBITO(t) - DEBITO(t-1) = DEFICIT$$

Se si esprime la precedente formula in percentuale di Pil e si esprime il deficit come la differenza tra spesa per interessi (maturati sul debito dell'anno precedente al tasso "i") e "avanzo primario" (il saldo di bilancio al netto della spesa per interessi), tramite qualche manipolazione algebrica, la formula della variazione del debito diventa la seguente:

$$\Delta \frac{DEBITO}{PIL}_t = - \frac{AVANZO PRIMARIO}{PIL}_t + \frac{i-g}{+g} * 1 \frac{DEBITO}{PIL}_{t-1}$$

dove la variazione del debito, espressa in percentuale di Pil, si riduce se aumenta l'avanzo

⁶ Si veda in proposito il lavoro di Antonio Bassanetti, Carlo Cottarelli e Andrea F. Presbitero "Lost and found: market access and public debt dynamics", Oxford Economic Papers (gpy040, <https://doi.org/10.1093/oen/gpy040>), Agosto 2018.

⁷ In realtà, la variazione del debito include, oltre al deficit, una componente detta di "aggiustamento stock-flussi", che raccoglie le privatizzazioni, gli scarti tra cassa e competenza, le discrepanze statistiche, i derivati e altre voci residuali. Per ulteriori dettagli si veda la nota dell'Osservatorio CPI "I problemi di trasparenza nelle previsioni dell'aggiustamento stock-flussi" disponibile al link <https://osservatorioci.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-i-problemi-di-trasparenza-nelle-previsioni-dell-aggiustamento-stock-flussi>.

primario o il tasso di crescita del Pil “g”, mentre si incrementa se aumenta il tasso di interesse “i” sul debito. Questa è la principale formula con cui viene esaminata anche nella pratica internazionale la dinamica del debito pubblico rispetto al Pil.

3.3 La sostenibilità dei conti pubblici

Quando l’avanzo primario è troppo basso (o addirittura negativo) e il tasso di interesse eccede il tasso di crescita dell’economia, il debito cresce rispetto a Pil e, se questo continua per un periodo di tempo sufficientemente lungo, i mercati finanziari cominciano a dubitare della possibilità che lo Stato sia in grado di ripagarlo. In generale possiamo dire che la posizione fiscale (descritta dalle proprie politiche di spesa e di tassazione e, in ultima analisi, dalla posizione primaria del bilancio), non è sostenibile se porterà prima o poi a una crisi di fiducia.

Quando la posizione fiscale è insostenibile, nel senso indicato, è necessario per il governo intervenire per ridurre il debito pubblico e contenerne la dinamica. È necessario quindi un intervento per restituire sostenibilità alla posizione fiscale. Questo può avvenire in diversi modi. Il governo può tipicamente migliorare il proprio avanzo aumentando le tasse o tagliando le spese. Può anche cercare di introdurre riforme strutturali per aumentare la crescita (il che, a parità di altre condizioni, aumenta le entrate e migliora l’avanzo primario e riduce il differenziale i-g). Può anche intraprendere una vendita delle attività dello Stato (privatizzazioni) e con questo ridurre il debito pubblico (con un risparmio anche nella spesa per interessi). Fare queste cose però richiede uno sforzo politico ed economico.

L’alternativa è quella di ridurre il debito attraverso una sua ristrutturazione. Ristrutturare il debito pubblico (riducendo il valore facciale del debito, riducendo il tasso di interesse pagato o allungando le scadenze) comporta dei costi: si verifica una perdita di reputazione e ci sarà una maggiore difficoltà a emettere debito in futuro; inoltre c’è una perdita per chi ha investito in titoli di Stato e, se gli investitori sono residenti del paese, questo avrà effetti recessivi sull’economia. Ma questi costi potrebbero essere inferiori a quelli di un aumento dell’avanzo primario.

Se la strada migliore per tornare a una posizione fiscale sostenibile è la ristrutturazione del debito, allora si dice che il debito iniziale non è sostenibile e che una sua ristrutturazione diventa inevitabile.⁸

Un ultimo commento. Una possibile via di uscita di fronte a una situazione di non sostenibilità della posizione fiscale è stampare moneta per ripagare il debito. Gli effetti di una monetizzazione del debito sono discussi nel capitolo 4.

⁸Si noti che nella letteratura economica si fa spesso una certa confusione nell’uso del termine “*debt sustainability*” (sostenibilità del debito). Il termine viene spesso riferito, tipicamente nel suo negativo (*debt unsustainability*), a situazioni in cui la posizione fiscale non è sostenibile, anche se un ritorno alla sostenibilità non richiede necessariamente una ristrutturazione del debito.