

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.

corso a cura di

CARLO COTTARELLI

Economista e Direttore Osservatorio CPI Università Cattolica

GIAMPAOLO GALLI

Economista e Vice Direttore Osservatorio CPI Università Cattolica

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

4. Interazione tra politica di bilancio e monetaria

4.1 Il signoraggio bancario e la moneta come strumento di finanziamento del deficit

Per capire la relazione tra la politica di bilancio e la politica monetaria, è utile partire dal concetto di signoraggio. Con questo termine, di origini medioevali (“diritto del signore a battere moneta”), si fa riferimento alla differenza tra il valore del denaro e il costo, tipicamente molto contenuto, che deve essere sostenuto per produrlo e distribuirlo. Questa differenza è l’insieme dei redditi percepiti da chi ha il potere di emettere moneta.⁹ Riferito al contesto attuale, la Banca d’Italia definisce tecnicamente il signoraggio come *“il flusso di interessi generato dalle attività detenute in contropartita dalle banconote in circolazione o, più generalmente, della base monetaria”*. Ad esempio, si crea moneta quando la banca centrale compra un titolo da un privato, tipicamente una banca. L’operazione viene registrata sia all’attivo sia al passivo della banca centrale; all’attivo vi sarà il valore del titolo, al passivo vi sarà la moneta “creata” dalla banca centrale per acquistare il titolo. Quando acquista un titolo dunque la banca centrale, con un tratto di penna, o meglio, con un click di un computer, crea moneta e la immette nel sistema economico. Dato che i ricavi delle banche centrali, tolti i costi e la remunerazione di quote di eventuali azionisti terzi¹⁰, vengono girati al Tesoro, è quest’ultimo che alla fine trae vantaggio dall’emissione di moneta. La creazione di moneta consente dunque di contenere il finanziamento del tesoro tramite titoli i quali, a differenza della moneta, devono essere remunerati.

Apparentemente si tratta di ciò che gli economisti definiscono “un pasto gratis” ossia un qualcosa che in economia non può esistere; nella realtà, non è un pasto gratis, perché, a meno di condizioni del tutto particolari, un eccesso di offerta di moneta rispetto alle esigenze del sistema economico tende a generare inflazione. E quest’ultima erode il valore reale del risparmio, o comunque di tutte quelle forme di risparmio i cui rendimenti non sono indicizzati all’inflazione o non si muovono con essa. In generale, l’inflazione favorisce i debitori e chi possiede beni reali e penalizza i creditori, a cominciare dai creditori dello Stato, e chi detiene attività finanziarie non indicizzate all’inflazione.

Si consideri il seguente esempio: lo Stato emette oggi un BOT annuale dal valore nominale di 100 euro. L’inflazione annua è del 20 per cento. Tra un anno lo Stato restituisce all’investitore la somma di 100 euro (valore nominale), ma a causa dell’inflazione il valore reale sarà inferiore del 20 per cento: è come se lo Stato restituisse un bene dal potere di

⁹ Si precisa che il termine “moneta” è usato in senso lato, facendo riferimento alla cosiddetta base monetaria. Ci si riferisce dunque a monete, banconote e riserve detenute presso le banche centrali.

¹⁰ In alcuni paesi, fra cui l’Italia e gli Stati Uniti, formalmente gli azionisti della banca centrale sono le banche o alcune di esse. Si tratta di un retaggio dei tempi non esisteva una banca centrale e la moneta veniva creata dalle banche commerciali. Oggi, questa è una mera formalità, dal momento che le banche centrali sono a tutti gli effetti enti di diritto pubblico.

acquisto di solo 80 euro. I 20 euro di differenza sono la tassa pagata dall'investitore verso lo Stato.¹¹ Dunque, l'emissione di moneta in eccesso di quanto è necessario per il normale funzionamento del sistema economico genera inflazione e non è un pasto gratis perché tende a far aumentare l'inflazione. Con un'offerta di moneta eccessiva, lo Stato impone una tassa, la tassa da inflazione, ai detentori di titoli pubblici.

La differenza fra la tassa da inflazione e le normali imposte è data dal fatto che queste ultime sono palesi - perché sono state votate dal Parlamento e perché chiunque vede, ad esempio, l'Iva che paga quando fa un acquisto -, mentre la tassa da inflazione non è mai votata da un organo democratico e spesso non è chiaramente percepita; essa è quindi una sorta di tassa occulta. Ancora oggi vi sono persone che rimpiangono gli anni settanta e ottanta, quando i BOT rendevano il 15 per cento e oltre. Queste persone non ricordano, o non hanno mai percepito, che quel rendimento era solamente nominale e che ad esso andava sottratta l'erosione del valore dei titoli causata dall'inflazione. Se il titolo rendeva il 15 per cento e l'inflazione era al 20 per cento, il rendimento reale, ossia in termini di potere d'acquisto, di quel titolo era negativo e uguale a -5 per cento. Esattamente come se lo Stato avesse collocato il titolo a 100 e lo avesse rimborsato dopo un anno a 95. La tassa da inflazione è dunque opaca. Essa è inoltre particolarmente iniqua in quanto non tutti hanno le conoscenze finanziarie necessarie per capirne gli effetti e, soprattutto, per evitarla, acquistando, ad esempio, immobili o titoli esteri.

4.2 Gold standard, gold-exchange standard e moneta fiduciaria

Sino a tempi relativamente recenti, la moneta era ancorata ad un metallo prezioso, a volte l'argento e più frequentemente l'oro. L'ancoraggio poteva assumere varie forme.

Ad un estremo vi era il caso in cui le monete erano fabbricate con un contenuto più o meno elevato di metallo prezioso. In quel caso, il potere del "signore" era quello di apporre il proprio timbro - o conio - al metallo, in modo da dare la certezza del peso della moneta senza che vi fosse bisogno di pesarla ad ogni transazione. Il conio veniva fatto pagare e questo era il signoraggio in quel contesto. Non mancano esempi storici di Stati che coniarono monete con un contenuto decrescente di metallo prezioso. Questo consentiva al "signore" di dare la paga ai soldati, o di effettuare altre spese, ma provocava la svalutazione del potere d'acquisto della moneta.

All'estremo opposto, vi è un sistema come quello di Bretton Woods che è prevalso in occidente fino al 1971, in cui la banca centrale di un solo paese, gli Stati Uniti, si impegnava ad acquistare tutti i dollari che le venissero offerti in cambio di oro, ad un tasso di conversione prefissato (35 dollari l'oncia). Come noto, questo sistema andò in crisi

¹¹ Si tratta di una semplificazione e non si sono considerati gli interessi. Le conseguenze dell'inflazione sui risparmi dipendono da quanto l'inflazione è incorporata nelle aspettative e nei tassi di interesse. Se il tasso di interesse fosse superiore al tasso di inflazione, allora ci sarebbe un guadagno effettivo. Ma spesso l'inflazione è inattesa e non è incorporata nei tassi, per cui genera una sorpresa negativa. Diversamente, se correttamente prevista, potrebbe non avere l'effetto benefico di ridurre il peso del debito pubblico.

quando un'eccessiva offerta di dollari, in parte legata al finanziamento di elevati disavanzi del governo federale, minò la fiducia nella capacità della Federal Reserve di far fronte a tutta la domanda di oro che le veniva rivolta. Nell'agosto del 1971, il Presidente Nixon dichiarò che gli Stati Uniti non avrebbero più mantenuto fede all'impegno di convertire i dollari in oro. Da allora, il mondo ha quasi solamente monete fiduciarie, il cui valore non dipende dalla possibilità che qualcuno la converta in oro o altro bene reale. Il valore della moneta fiduciaria dipende esclusivamente da un atto di volontà dello Stato che dichiara che una certa moneta deve essere accettata nei pagamenti fra privati e con la pubblica amministrazione.

L'ancoraggio all'oro, anche in via indiretta, aveva lo svantaggio che il suo valore dipendeva da circostanze in parte casuali (ad esempio, quanto oro veniva scoperto in un dato periodo di tempo). Aveva però il vantaggio di impedire che la moneta venisse coniata in quantità eccessive e tali da generare inflazione e sfiducia nella moneta stessa. In un certo senso, l'ancoraggio all'oro era una sorta di costituzione monetaria che metteva rigidi vincoli alla possibilità dello Stato di finanziarsi con la tassa da inflazione.

Con la moneta fiduciaria le cose cambiarono radicalmente e in molti paesi gli Stati finiscono per fare affidamento al finanziamento monetario, generando inflazione. In Italia, negli anni settanta la Banca d'Italia fu chiamata a contribuire a finanziare disavanzi fortemente crescenti dello Stato. Guido Carli, allora governatore della Banca d'Italia, disse che un eventuale rifiuto della Banca d'Italia di finanziare il Tesoro sarebbe stato quasi un atto eversivo.

4.3 Il divorzio tra Banca d'Italia e Tesoro

Verso la fine degli anni settanta maturò in Italia l'idea che l'inflazione e le continue svalutazioni del cambio danneggiassero la crescita economica e minassero la coesione sociale. Da questa convinzione, discesero alcune scelte importanti come quella di aderire al sistema monetario europeo (1979), il cosiddetto lodo Scotti (1982) e il decreto di San Valentino (1983) che congelò alcuni punti della scala mobile. Nel 1981, il divorzio fra la Banca d'Italia e il Tesoro fu un tassello di questa strategia. Sulla base di un carteggio tra il Tesoro e Banca d'Italia, si mise fine all'impegno di quest'ultima ad acquistare i titoli di Stato invenduti nelle aste sul mercato primario. L'idea era che la Banca centrale non dovesse più essere la banca del Tesoro, ma dovesse avere come mandato l'equilibrio macroeconomico, che allora significava stabilità dei prezzi e massima occupazione.

In termini pratici, nell'immediato, cambiò poco, ma si sancì un'importante distinzione istituzionale tra le scelte di politica monetaria e quelle di politica fiscale. Questa riforma aiutò a ridurre l'inflazione, dal 21 per cento del 1980 al 5 per cento nel 1986, ma fece emergere un problema che è tutt'ora irrisolto: venendo meno il gettito della tassa da inflazione, lo Stato avrebbe dovuto trovare altre imposte per finanziare una spesa che era allora in forte crescita. Ciò non avvenne, o comunque non avvenne in misura sufficiente, e il risultato fu un aumento del debito pubblico di quasi 40 punti percentuali del Pil. Vale

la pena di notare che negli anni ottanta i tassi di interesse nominali e reali aumentarono in tutto il mondo perché ovunque si ritenne prioritaria la lotta all'inflazione. Ma solo in Italia si ebbe un aumento tanto forte del debito pubblico.

4.4 Politica monetaria e politica di bilancio nell'Unione Monetaria Europea

Nell'Unione Monetaria Europea, il finanziamento monetario è vietato dall'articolo 123 del TFUE che recita: *“Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate «banche centrali nazionali»), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali”*.

Questo articolo vieta dunque l'intervento della banca centrale sul mercato primario. In questo modo, analogamente a ciò che fu fatto in Italia con il divorzio del 1981, si scindono nettamente le responsabilità e i compiti delle diverse istituzioni. In particolare, si afferma che la Banca centrale europea ha il compito di garantire la stabilità dei prezzi e non quello di finanziare gli Stati. Si noti che, nel contesto di un'unione di Stati, questa proibizione ha anche il senso di evitare che i problemi di finanziamento di un paese vengano affrontati accollandone il costo a tutti i cittadini dell'Unione: la monetizzazione del debito di un paese potrebbe determinare un eccesso di offerta di moneta nell'intera unione, il che potrebbe provocare inflazione dei beni, oppure, ciò che oggi appare più probabile, inflazione degli asset, con il conseguente rischio di bolle speculative.

Ciò non toglie che, anche nell'attuale contesto, la Bce abbia un reddito da signoraggio, che deriva dagli interessi attivi generati a fronte dell'emissione di base monetaria. Dopo aver coperto tutti i costi e le riserve per eventuali perdite, la Bce distribuisce l'utile residuo alle banche centrali nazionali in ragione delle loro quote nel capitale. A loro volta le banche centrali nazionali possono accantonare l'utile, lo possono utilizzare per le loro attività oppure lo possono trasferire ai bilanci dei rispettivi Stati di appartenenza in funzione della legislazione dei singoli Stati membri.

4.5 Perché la Banca centrale europea non sta monetizzando il debito

Per far fronte alla crisi, la Bce ha varato una serie di misure non convenzionali che hanno comportato una straordinaria espansione della base monetaria dell'Eurozona. Fra le tante misure, ricordiamo le operazioni SMP (*Securities Markets Programme*) che furono attivate all'inizio della crisi dei debiti sovrani e poi ancora nell'estate del 2011 a fronte del repentino innalzamento degli spread sui titoli sovrani di Italia e Spagna. Successivamente,

nell'agosto del 2012, furono annunciate le operazioni OMT (*Outright Monetary Transactions*), che consentono alla Bce di intervenire anche illimitatamente a sostegno di un singolo Stato, a patto che quest'ultimo accetti un programma di aggiustamento economico con l'Unione Europea. Anche se queste operazioni non sono mai state messe in atto, il loro annuncio - contestuale alla decisa presa di posizione di Mario Draghi nell'ormai famoso discorso del "*whatever it takes*" - ha consentito di allentare le tensioni sui mercati obbligazionari di molti paesi europei.

Il fatto che le OMT siano attivabili solo a condizione che sia avviato un programma concordato fra un paese e l'Unione Europea è uno dei fattori decisivi che ha indotto la Corte Europea a dichiarare che tali operazioni sono coerenti con il mandato della Bce e non costituiscono una forma surrettizia di finanziamento monetario dei disavanzi pubblici.

L'altra importante misura non convenzionale adottata dalla Bce è il programma di acquisto di attività sul mercato secondario al fine di consentire una trasmissione più diretta degli impulsi della politica monetaria, meglio noto come *Quantitative Easing*. L'acquisto di titoli di Stato, obbligazioni garantite e altri asset finanziari privati e pubblici ha avuto lo scopo di migliorare le condizioni di liquidità delle banche e a cascata dell'economia reale. In questo caso, sono stati previsti dei limiti: i titoli vengono acquistati sul mercato secondario dalle banche centrali nazionali, per un ammontare non superiore al 25 per cento di ogni emissione. Inoltre, non si può acquistare più del 50 per cento del debito pubblico di ogni singolo paese. La condivisione dei rischi con la BCE in caso di perdita è limitata al 20 per cento dei titoli acquistati.

Sebbene questa misura abbia indubbiamente aiutato gli Stati dell'Unione Europea anche sul fronte dei conti pubblici, il suo scopo principale è stato quello di evitare la deflazione dei prezzi e riportare l'inflazione in prossimità dell'obiettivo del 2 per cento. Ad oggi, questa politica non ha minato la credibilità della Bce: in particolare, il mercato ritiene che lo scopo effettivo della Bce sia quello che viene dichiarato e non sia invece la monetizzazione dei debiti dei singoli stati membri.

La situazione cambierebbe radicalmente se, ad esempio, uno Stato membro pretendesse e ottenesse la cancellazione del proprio debiti nei confronti della Bce. In questo caso, il mandato della Bce cambierebbe e diventerebbe quello di finanziare gli Stati in difficoltà.

Non è perciò difficile capire perché abbia creato grande preoccupazione la notizia dello scorso maggio che questo poteva essere uno dei punti del contratto delle due forze politiche che si accingevano a formare il governo in Italia.