

63° Convegno di Studi Amministrativi

La tutela degli interessi finanziari della collettività nel quadro della contabilità pubblica

Sviluppo dell'economia e stabilità finanziaria: il vincolo del debito pubblico

Ignazio Visco

Governatore della Banca d'Italia

Varenna, 21 settembre 2017

L'economia italiana ha nettamente accelerato nell'ultimo anno. Nel complesso del 2017 la crescita dovrebbe essere vicina all'1,5 per cento e proseguire su ritmi simili nel prossimo anno. Alle nostre spalle lasciamo i dieci anni peggiori della storia economica del nostro paese in tempo di pace: per la domanda interna e per l'occupazione le conseguenze della doppia recessione che abbiamo attraversato sono state più gravi di quelle della Grande Depressione degli anni trenta del Novecento.

L'elevato debito pubblico e il basso potenziale di crescita, frutto dei ritardi con cui sono state affrontate le sfide poste dalla globalizzazione, dal progresso tecnologico e dall'introduzione della moneta unica, hanno reso il nostro paese vulnerabile alle tensioni finanziarie. Le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito si sono manifestate con la prima recessione, quella causata dalla crisi finanziaria globale, che ha colpito soprattutto l'industria esportatrice e ha determinato un ulteriore forte incremento delle passività pubbliche e una brusca riduzione del prodotto interno lordo.

L'estendersi delle situazioni di crisi tra i paesi membri dell'area dell'euro e le esitazioni con cui, almeno inizialmente, si è fornito sostegno ai paesi in maggiore difficoltà (in particolare, alla Grecia) hanno alimentato i timori per la tenuta della moneta unica e per la conseguente possibile ridenominazione in valuta nazionale dei debiti pubblici dei membri dell'area. Sono improvvisamente lievitati i premi al rischio per i titoli dei paesi più deboli: quelli i cui sistemi finanziari erano stati particolarmente colpiti dalla crisi globale, come l'Irlanda, quelli con i più evidenti squilibri macroeconomici, come la Spagna, e quelli, come l'Italia, con un alto debito pubblico e basse prospettive di crescita.

Le tensioni si sono rapidamente allargate dai titoli sovrani ad altri segmenti di mercato, in particolare alle banche, determinando condizioni di gravissima instabilità

finanziaria. Ne è seguita una restrizione creditizia che, in un generale clima di incertezza, ha portato all'avvio di una seconda, forte recessione. In Italia, come nel resto dell'area, è diventato concreto il rischio di una spirale deflazionistica.

L'esigenza di superare la crisi ha sollecitato un impegno eccezionale, a livello nazionale ed europeo. In Italia sono state effettuate ampie correzioni dei conti pubblici e si è avviato un intenso programma di riforme strutturali per recuperare la fiducia dei mercati e rilanciare il potenziale di crescita dell'economia. Di questo ho parlato in più occasioni e non mi dilungherò in questa sede; mi limito a ricordare l'ampio spettro degli interventi, che – a stadi diversi di definizione ed efficacia – spaziano dal sistema previdenziale al mercato del lavoro, dai servizi pubblici alla giustizia civile, dalla concorrenza nei servizi privati all'azione di contrasto alla corruzione e all'evasione fiscale, dal sostegno all'innovazione tecnologica a quello in favore dell'investimento in conoscenza e nuove competenze. Al contempo, la governance economica europea è stata profondamente ridisegnata, con l'attuazione di riforme volte a rafforzare l'Unione economica e monetaria che erano impensabili solo pochi anni prima, quali la creazione del Meccanismo europeo di stabilità e quella del Meccanismo di vigilanza unico. La politica monetaria espansiva ha accompagnato gli sforzi di riforma e ha contrastato con successo le pressioni deflazionistiche.

Dalla crisi siamo usciti, ma il ritorno a una crescita stabile e sostenuta richiede la prosecuzione del lavoro avviato, in maniera da risolvere i problemi strutturali dell'economia italiana, che hanno amplificato la recessione e ritardato la ripresa rispetto al resto dell'area. Non si può far conto solo sulla politica monetaria, il cui obiettivo primario resta quello di garantire condizioni adeguate per la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro e non può certo influenzare il potenziale di crescita delle singole economie dell'area.

Un duraturo ritorno alla crescita è anche la condizione necessaria per ridurre il rapporto tra debito e prodotto interno lordo, che si mantiene su livelli particolarmente elevati da oltre trent'anni. Nonostante la diminuzione avviata a metà degli anni novanta, all'inizio della crisi era ancora prossimo al 100 per cento (a fronte dell'obiettivo del 60 per cento definito dal Trattato di Maastricht). L'aumento registrato successivamente, che lo ha portato a superare il 130 per cento, è stato essenzialmente determinato dalla dinamica sfavorevole dell'economia (fig. 1).

Se il prodotto fosse cresciuto in termini reali al tasso medio, pur contenuto, del decennio precedente e se l'aumento del deflatore fosse sempre stato in linea con l'obiettivo di inflazione della Banca Centrale Europea, per il solo effetto meccanico di un denominatore più elevato il rapporto tra debito e prodotto sarebbe oggi analogo a quello del 2007. In assenza della crisi, il PIL più elevato avrebbe anche consentito di ottenere disavanzi inferiori a quelli effettivamente registrati, grazie all'operare degli stabilizzatori automatici (oltre un punto percentuale del PIL in media tra il 2008 e il 2016). Inoltre, non ci sarebbero state le spese per il sostegno finanziario prestato agli altri paesi in difficoltà (quasi 60 miliardi in complesso). Il rapporto tra debito e prodotto sarebbe stato ancora più basso (fig. 2).

Il numeratore del rapporto è cresciuto di oltre 600 miliardi tra il 2007 e il 2016. Sarebbe aumentato anche senza la crisi: finché i conti delle Amministrazioni pubbliche saranno in disavanzo, il debito continuerà a salire, come ha fatto ininterrottamente dal secondo dopoguerra. Questo vale anche a livello infrannuale: avanzi di bilancio (e riduzioni del debito) si registrano solo in alcuni mesi, quelli in cui si concentra la maggior parte delle entrate pubbliche dell'anno. Eppure invariabilmente alla diffusione da parte della Banca d'Italia del Bollettino statistico mensile sul debito pubblico, la stampa annuncia con enfasi l'ennesimo "record" segnato dal debito. Ma dov'è la notizia?

Dal punto di vista economico, invece, rileva l'andamento del debito in rapporto a una variabile di scala che misuri la capacità dello Stato di onorare le proprie obbligazioni. Per questo si guarda al rapporto tra debito e prodotto e non al valore assoluto del primo.

Non esiste un valore soglia “universale” di tale rapporto oltre il quale il debito diviene insostenibile. La soglia varia da paese a paese e nel tempo in funzione di una serie di variabili, economiche e non. Le stime disponibili suggeriscono che essa possa essere compresa tra il 25 e il 50 per cento per le economie emergenti. Tra i paesi avanzati, alcuni hanno dimostrato di poter sostenere un rapporto tra debito pubblico e prodotto che altri non sono in grado di avvicinare (in Giappone il rapporto è prossimo al 250 per cento, negli Stati Uniti al 110).

Taluni studiosi hanno creduto di individuare una soglia unica oltre la quale gli effetti di compressione della crescita economica e aumento dei tassi di interesse diventano rilevanti, con rischi per la stabilità finanziaria e la sostenibilità del debito pubblico, ma l'evidenza prodotta non sembra particolarmente robusta¹. A parità di altre condizioni, tuttavia, un debito particolarmente elevato accresce i costi di finanziamento degli investimenti produttivi del settore privato; induce un più ampio ricorso a forme di tassazione distorsiva, con effetti negativi sulla capacità di produrre reddito, risparmiare e investire; alimenta l'incertezza e anche per questa via scoraggia gli investimenti; riduce i margini disponibili per politiche di stabilizzazione macroeconomica².

¹ Cfr., ad esempio, C. Reinhart e K. Rogoff, “Growth in a Time of Debt”, *American Economic Review, Papers and proceedings*, 100, 2, 2010. Una critica ai loro risultati si trova in T. Herndon, M. Ash and R. Pollin, “Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff”, *Cambridge Journal of Economics*, 1, 23, 2013. Risultati diversi da quelli di Reinhart e Rogoff sono stati ottenuti, tra gli altri, da M.S. Kumar e J. Woo, “Public Debt and Growth”, *IMF Working Papers*, 174, 2010, e da C. Cottarelli, *What We Owe: Truths, Myths, and Lies about Public Debt*, Brookings Institution Press, Washington DC, 2017.

² Le difficoltà che si incontrano nella definizione di “sostenibilità del debito pubblico” sono analizzate in F. Balassone e D. Franco, “Assessing Fiscal Sustainability: a Review of Methods

Un alto livello del rapporto tra debito pubblico e prodotto costituisce inoltre un fattore di vulnerabilità grave, che lascia il paese esposto alla volatilità dei mercati finanziari. Se tra gli investitori matura una preoccupazione per la capacità del debitore di far fronte ai propri impegni finanziari, si possono determinare fenomeni disordinati di vendita dei titoli, con conseguenze che vanno da aumenti improvvisi del costo del debito fino all'impossibilità di trovare acquirenti per il rinnovo dei titoli in scadenza.

Come ho già ricordato, questo è ciò che è accaduto durante la crisi dei debiti sovrani in Europa. Davanti al rischio di una rottura della moneta unica, di una rapida svalutazione delle “nuove” valute nazionali e di un altrettanto rapido aumento del controvalore delle passività denominate in euro e del relativo costo di servizio, i premi al rischio sui titoli pubblici dei paesi più deboli dell'area sono aumentati precipitosamente; in alcuni casi è venuto meno l'accesso ai mercati finanziari (fig. 3).

L'elevato livello iniziale del rapporto tra debito e prodotto, in presenza di una capacità di crescita dell'economia tendenzialmente bassa, è stato certamente il principale elemento di fragilità della nostra economia negli anni della crisi. Ogni anno lo Stato si rivolge ai mercati per collocare titoli pubblici per circa 400 miliardi di euro, pari a quasi un quarto del prodotto interno lordo. Tra il 2009 e il 2016, la quota di titoli pubblici detenuta da non residenti è scesa di circa 20 punti percentuali, al 27 per cento; sono invece aumentate quella dei residenti (di 5 punti, al 49 per cento) e quella della Banca d'Italia e del resto dell'Eurosistema (di 15 punti, al 24 per cento, fig. 4).

with a View to EMU”, in Banca d'Italia, *Fiscal Sustainability*, atti del Workshop on Public Finance, Perugia, 20-22 gennaio 2000 (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-convegni/2000-fiscal-sustainability/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>).

Al di là del livello iniziale, nella valutazione della sostenibilità del debito pubblico è importante guardare anche alla sua verosimile evoluzione futura. Certamente un incremento continuo del rapporto tra debito e PIL non può essere sostenibile indefinitamente. Più il rapporto cresce, più aumenta l'incidenza della spesa per interessi sul prodotto, più sarà alta la pressione fiscale necessaria per il servizio del debito, più saranno gravi le conseguenti distorsioni sull'attività economica.

Proprio per rispondere a questo genere di preoccupazioni, Evsey Domar nel 1944 aveva dimostrato che, quando il tasso di interesse medio sul debito è superiore alla crescita del prodotto, per stabilizzare l'incidenza del debito sul PIL e mantenere costante il rapporto tra disavanzo e prodotto è necessario che il saldo primario (la differenza tra entrate e uscite, al netto della spesa per interessi) converga a un avanzo tanto maggiore quanto più alto è il tasso di interesse sui titoli pubblici e più basso il tasso di crescita dell'economia. Con riferimento al dibattito sul debito pubblico italiano, l'importanza del divario tra queste due variabili è stata sottolineata, tra gli altri, da Luigi Pasinetti e Luigi Spaventa³.

Oggi l'analisi di sostenibilità del debito pubblico fa ampio ricorso a proiezioni di lungo periodo delle spese e delle entrate pubbliche. Quelle effettuate periodicamente dalla Commissione europea non mettono in evidenza rischi significativi per la sostenibilità del debito pubblico italiano. È un risultato, questo, delle riforme che hanno garantito l'equilibrio del sistema pensionistico, cancellando quasi un terzo delle passività implicite accumulate fino ai primi anni novanta e mettendolo in condizione di sostenere shock demografici o macroeconomici avversi. Le proiezioni più recenti dell'andamento della spesa pensionistica formulate dalla Ragioneria

³ E. D. Domar, "The "Burden of the Debt" and the National Income", *American Economic Review*, 34, 4, 1944; L. Pasinetti, "Una nota sulla valutazione dei disavanzi pubblici: al netto o al lordo degli interessi?", *Moneta e credito*, 42, 166, 1989; L. Pasinetti, "European Union at the End of 1997: Who is Within the Public Finance 'Sustainability' Zone?", *BNL Quarterly Review*, 51, 204, 1998; L. Spaventa, "The Growth of Public Debt: Sustainability, Fiscal Rules and Monetary Rules", *IMF Staff Papers*, 34, 2, 1987.

Generale dello Stato sono meno favorevoli di quelle precedenti. La revisione ci ricorda una volta di più l'importanza di garantire la piena attuazione delle riforme approvate in passato.

La diffidenza nei confronti del debito pubblico ha radici antiche⁴. All'inizio dell'era moderna la maggioranza dei filosofi politici raccomandava ai sovrani di preferire l'utilizzo di fondi di riserva al ricorso al debito anche per far fronte alle emergenze; tra queste solo la guerra veniva individuata come una possibile giustificazione per l'indebitamento⁵. Il consenso sull'opportunità di mantenere in pareggio il bilancio pubblico è rimasto dominante almeno fino agli anni trenta del secolo scorso. La nostra Costituzione del 1947 conteneva, all'articolo 81, un richiamo a questo principio, di recente modificato per rafforzarlo e per tenere conto delle fasi, favorevoli o avverse, del ciclo economico.

Il principio del pareggio di bilancio è la logica conseguenza della visione di un'economia che è sempre in grado di ritrovare da sola l'equilibrio. Tuttavia, anche in quest'ambito, la necessità di consentire eccezioni alla regola generale era chiaramente avvertita. Nel 1929, pur ribadendo la correttezza del principio del bilancio in pareggio, Arthur Pigou riconosceva la legittimità di tre eccezioni: a) la finanza straordinaria, riferita non solo alle spese di guerra ma anche, ad esempio, a quelle connesse con i disastri naturali; b) l'investimento in beni capitali, "i cui frutti saranno successivamente venduti per un corrispettivo"; c) la necessità di evitare ripetuti cambiamenti delle aliquote tributarie (arrivando a sostenere l'opportunità di

⁴ L'evoluzione del pensiero economico in materia di indebitamento pubblico è discussa in F. Balassone e D. Franco, "EMU Fiscal Rules: A New Answer to an Old Question?", in Banca d'Italia, *Fiscal Rules*, atti del Workshop on Public Finance, Perugia, 1-3 febbraio 2001 (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-convegni/2001-fiscal-rules/033-058_balassone_franco.pdf?language_id=1).

⁵ Cfr. A.A. Hansen, *Fiscal Policy and Business Cycles*, Norton & C, New York, 1941.

“prevedere un bilancio pluriennale in cui gli anni cattivi e quelli buoni si compensano, con il disavanzo dei primi bilanciato dal surplus dei secondi”⁶.

Già allora era evidente, tuttavia, la difficoltà di dare applicazione pratica a questi principi. La definizione di evento straordinario, al di là dei casi estremi di facile identificazione, apriva inevitabilmente margini all'adozione di comportamenti opportunistici⁷. Sempre nella prima metà del secolo scorso, preoccupazioni analoghe sorgevano con riferimento alla possibilità di accordare il ricorso al debito per il finanziamento degli investimenti pubblici (con l'applicazione del cosiddetto *dual budget* e della *golden rule*)⁸. Infine, vi era il timore che le ragioni della politica potessero ostacolare una reazione simmetrica e tempestiva del bilancio pubblico agli andamenti congiunturali⁹.

Il principio del pareggio di bilancio si sposta definitivamente su un arco pluriennale nel pensiero di John Maynard Keynes, che riconosce al bilancio pubblico una funzione cruciale di stabilizzazione dell'economia. Quella che per Pigou era un'eccezione, per Keynes diviene la regola. Inoltre, e soprattutto, mentre in Pigou la scelta di distribuire l'onere del pareggio di bilancio su più anni è dettata dalla volontà di evitare le distorsioni dovute a frequenti cambiamenti delle aliquote tributarie, per Keynes il punto sta nella possibilità di utilizzare il bilancio pubblico per attenuare gli

⁶ A.C. Pigou, *A Study in Public Finance*, 2nd revised edition, Macmillan, Londra, 1929, pp. 34-35.

⁷ Cfr., ad esempio, A. De Viti de Marco, *Principii di economia finanziaria*, Einaudi, Torino, 1934 e il manuale dell'ONU sulla struttura e la classificazione dei conti pubblici (United Nations, *Budgetary Structure and Classification of Government Accounts*, New York, 1951).

⁸ In questo caso, peraltro, vi è anche il rischio di penalizzare spese altrettanto produttive che non si traducono necessariamente in capitale fisico (come quelle per la sanità e l'istruzione). Per una discussione critica della *golden rule*, anche in riferimento alla sua applicabilità nel contesto europeo, cfr. F. Balassone e D. Franco, “Public Investment, the Stability Pact and the Golden Rule”, *Fiscal Studies*, 21, 2, 2000.

⁹ Nelle parole di Neville Chamberlain del 1933 “If I were to pretend I could lay out a programme under which what I borrowed this year would be met by a surplus at the end of three years, everyone would soon perceive that I was only resorting to the rather transparent device of making an unbalanced budget look respectable” (cfr. B.E.V. Sabine, *British budgets in Peace and War. 1932-45*, Allen and Unwin, Londra, 1970, p. 15).

effetti delle fluttuazioni cicliche dell'economia compensando l'insufficienza della domanda privata. Keynes utilizza, in particolare, il sistema del *dual budget*, assegnando alla spesa per investimenti iscritta nel bilancio di parte capitale il compito di stabilizzare l'economia¹⁰. Nelle parole di Lawrence Klein, però: “non vi è nulla nelle prescrizioni keynesiane a sostegno di politiche pubbliche altamente squilibrate o di un affidamento eccessivo alla politica monetaria a fini di stabilizzazione economica”¹¹.

Non Keynes, ma Abba Lerner e la teoria della “finanza funzionale” propongono infatti l'abbandono del principio del pareggio: “la finanza funzionale rigetta completamente le dottrine tradizionali della ‘finanza prudente’ e il principio del pareggio di bilancio nell'anno solare o in qualunque altro arco temporale definito arbitrariamente” [... le decisioni di bilancio] “devono essere prese tenendo in considerazione esclusivamente il loro impatto sull'economia”¹². Il successo di questa teoria è tale che a metà degli anni settanta del secolo scorso Alan Blinder e Robert Solow rilevavano come dell'idea del pareggio di bilancio lungo l'arco del ciclo economico “oggi non si discute quasi mai”¹³.

La difficoltà di stimare con precisione l'impatto delle misure di bilancio sull'economia, i rischi connessi con i ritardi di attuazione delle politiche, la “stagflazione” degli anni settanta e lo sviluppo di paradigmi teorici che hanno generato dubbi sulla possibilità che politiche pubbliche di stabilizzazione economica

¹⁰ Cfr., ad esempio, *Budgetary Policy*, 15 May 1942, in D. Moggridge and A. Robinson, a cura di, *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXVII, Royal Economic Society, Londra, 1978.

¹¹ L. Klein, “The Keynesian Revolution: Fifty Years Later. A Last Word”, in *Lawrence Klein's The Keynesian Revolution: Fifty Years Later*, Proceedings of the 12th Annual Economics Day, Philadelphia, University of Pennsylvania, Department of Economics, April 1992, p. 50.

¹² A.P. Lerner, “Functional Finance and the Federal Debt”, *Social Research*, 10, 1, 1943, p. 41.

¹³ A. Blinder e R. M. Solow, *The Economics of Public Finance*, The Brookings Institution, Washington DC, 1974, p. 37.

possano permanentemente influenzare l'attività economica hanno portato a una graduale messa in discussione del *deficit spending* e alla sostanziale emarginazione della teoria della "finanza funzionale".

Un nuovo consenso si è formato alla fine del secolo scorso sull'utilità di affidare la funzione di stabilizzazione macroeconomica a quelle poste del bilancio pubblico che reagiscono automaticamente alle fluttuazioni congiunturali (i cosiddetti "stabilizzatori automatici"). All'azione politica discrezionale, invece, si è tornati a guardare con sfiducia. In Europa, inoltre, il Rapporto Delors del 1989 evidenziava forti dubbi nella capacità dei mercati di disciplinare l'azione discrezionale dei governi e riteneva indispensabile l'introduzione di regole di condotta per la politica di bilancio¹⁴. È in questo clima che nasce l'impianto del Patto di stabilità e crescita.

La solidità delle finanze pubbliche è una preconditione per la stabilità monetaria e finanziaria nell'area dell'euro; più di ogni argomentazione teorica lo dimostrano le vicende della crisi dei debiti sovrani. Altrettanto importante è la possibilità di utilizzare il bilancio pubblico a fini di stabilizzazione macroeconomica in un contesto in cui la politica monetaria comune dell'area non può tenere conto delle esigenze dei singoli stati membri. Anche di questo abbiamo avuto nuove dimostrazioni nel corso della crisi.

Le regole di bilancio europee cercano di conciliare questi due obiettivi. Mantenere il pareggio di bilancio in media "lungo il ciclo economico", precetto tanto "ortodosso" quanto keynesiano, dovrebbe consentire ai paesi membri di adottare un orientamento di bilancio espansivo nelle fasi meno favorevoli del ciclo economico senza incorrere in disavanzi eccessivi, riducendo il rischio che i conti pubblici possano imboccare un sentiero insostenibile. Il timore di comportamenti opportunistici da parte dei paesi

¹⁴ "I vincoli imposti dalle forze di mercato possono essere troppo lenti e deboli, oppure troppo repentini e travolgenti", Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Bruxelles 1989, p. 24.

membri ha portato alla traduzione di tale precetto in termini quantitativi; per farlo è stato tuttavia necessario utilizzare variabili non direttamente osservabili come l'*output gap* e il saldo strutturale, con tutte le limitazioni che ne conseguono. Alle stesse preoccupazioni per possibili comportamenti opportunistici rispondono anche l'individuazione di un tetto numerico predeterminato al disavanzo nominale (il 3 per cento del Trattato di Maastricht)¹⁵, di una soglia per il rapporto tra debito pubblico e prodotto (il 60 per cento) e del ritmo a cui rapporti superiori dovrebbero convergervi¹⁶.

Non si tratta di una soluzione perfetta ma di un compromesso dettato dall'interazione tra la natura multinazionale dell'Unione economica e monetaria e l'assenza di un'autorità federale di bilancio. Nel maggio del 1998, alla vigilia dell'introduzione della moneta unica, Padoa-Schioppa scriveva sulle colonne del Corriere della Sera: "la capacità di politica macroeconomica [dell'Unione economica e monetaria europea] è, salvo che per la moneta, embrionale e sbilanciata [...] Per la Banca centrale europea la vera insidia non sarà la poca indipendenza, ma la troppa solitudine [...] Ha dunque ragione non solo chi applaude il passaggio di ieri, ma anche chi ne rileva l'incompiutezza, i rischi, la temerarietà".

Solo con un bilancio comune si possono attuare politiche coerenti con le condizioni cicliche delle economie nazionali e del complesso dell'area dell'euro, agendo tempestivamente e in piena legittimità. Ma la condivisione del bilancio richiede ulteriori cessioni di sovranità, una funzione legislativa europea rafforzata, l'introduzione di strumenti di debito comuni e decisioni sul trattamento dei debiti preesistenti. I tempi non erano maturi per un passo di questo genere negli anni novanta del secolo scorso. Di recente, sulla spinta della crisi dei debiti sovrani, la

¹⁵ Il tetto può essere superato a patto che si tratti di deviazioni temporanee, di entità contenuta e dovute a fattori al di fuori del controllo dei governi nazionali.

¹⁶ Per una discussione dei fondamenti economici delle regole di bilancio europee, cfr. F. Balassone e D. Franco (2001), cit..

questione del completamento dell'Unione economica e monetaria è tornata al centro del dibattito; ho ricordato che passi importanti sono stati compiuti con la creazione del Meccanismo europeo di stabilità e con l'Unione bancaria, ma la strada è ancora lunga.

Tornando al disegno delle regole di bilancio europee, è difficile vedere in esse l'imposizione di un orientamento sistematicamente restrittivo. In situazioni normali, ossia lungo cicli economici standard e in presenza di una dinamica media del prodotto non negativa, il rispetto della regola del debito non richiede più del mantenimento del pareggio di bilancio strutturale (lasciando quindi operare gli stabilizzatori automatici). Dove le regole europee sono carenti è semmai nella gestione delle situazioni "eccezionali", quelle diverse dalle normali fluttuazioni economiche. Il tentativo di scrivere un "contratto completo" che specificasse la reazione appropriata a qualunque possibile stato del mondo, volto a escludere il bisogno di qualunque decisione discrezionale, era destinato al fallimento. I limiti di questo approccio da pilota automatico sono diventati particolarmente evidenti durante la crisi dei debiti sovrani.

Non è neanche vero che il Patto di stabilità e crescita penalizzi gli investimenti pubblici. A farlo sono semmai le scelte politiche sulle voci di spesa da tagliare per mantenere il disavanzo sotto controllo: il contenimento della spesa per investimenti trova tipicamente minori resistenze nel dibattito politico di quello delle spese per il personale e dei trasferimenti.

Nel nostro paese, poi, dal 1998 il disavanzo è stato quasi sempre prossimo o superiore al 3 per cento del prodotto, un valore superiore a quello della spesa per investimenti: di fatto, è come se avessimo mantenuto il bilancio (di parte corrente) in pareggio o in leggero disavanzo e avessimo realizzato investimenti in deficit, applicando la *golden rule*. Pertanto, se c'è una carenza di infrastrutture in Italia, le

ragioni vanno ricercate soprattutto nella qualità della spesa, non nelle regole di bilancio¹⁷.

Nelle “Considerazioni finali” dello scorso maggio ho fatto riferimento a un semplice esercizio di simulazione per quantificare l’entità dell’impegno necessario a ricondurre il rapporto tra debito e prodotto al disotto del 100 per cento in un arco di tempo ragionevole (dieci anni): con un tasso di crescita annuo intorno all’1 per cento (allora in linea con le previsioni di consenso per il triennio in corso, che potrebbero oggi apparire prudenti alla luce del recente rafforzamento della ripresa), l’inflazione al 2 (coerente con l’obiettivo della BCE) e con l’onere medio del debito in graduale risalita verso i valori osservati prima della crisi, sarebbe necessario mantenere l’avanzo primario intorno al 4 per cento del PIL. Dato il livello della spesa per interessi, questo equivale sostanzialmente a conseguire il pareggio del saldo strutturale¹⁸.

L’esercizio non definisce certo un programma economico di governo, si basa sulla semplice relazione dinamica che lega le grandezze coinvolte. Simulazioni di questo genere ci mostrano le condizioni sotto le quali un certo risultato è raggiungibile, e le possibili conseguenze di scelte che di tali condizioni non tengano conto. Con un differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita inferiore, il percorso di riduzione sarebbe più rapido; un minore avanzo primario allungherebbe invece i tempi. A titolo di esempio, con una crescita più alta di un punto, la soglia del 100 per cento sarebbe

¹⁷ Si vedano, ad esempio, le analisi condotte in Banca d’Italia negli anni scorsi (“Le infrastrutture in Italia: dotazione, programmazione, realizzazione”, a cura di F. Balassone e P. Casadio, *Seminari e Convegni*, 7, 2011; <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/collana-seminari-convegni/2011-0007/index.html>; “L’efficienza della spesa per infrastrutture, a cura di F. Balassone, *Seminari e Convegni*, 10, 2012; <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/collana-seminari-convegni/2012-0010/index.html>).

¹⁸ Un esercizio analogo è stato recentemente proposto da Carlo Cottarelli (C. Cottarelli, “Prospettive di contenimento e riduzione del debito pubblico italiano”, in G. Arachi e M. Baldini, a cura di, *La finanza pubblica italiana. Rapporto 2017*, Il Mulino, Bologna, 2017).

raggiunta due anni prima; rispetto a questo scenario, con un avanzo pari al 2 per cento del PIL, prossimo a quello atteso per l'anno in corso, ci vorrebbero sei anni in più (con tassi di crescita inferiori, un tale avanzo non sarebbe peraltro sufficiente a garantire il raggiungimento del 100 per cento in tempi ragionevoli, fig. 5).

Un avanzo primario pari al 4 per cento del prodotto non è un impegno da poco, ma è coerente con i piani definiti per il prossimo triennio dall'ultimo Documento di economia e finanza e richiede in quell'arco di tempo la definizione di misure correttive complessivamente dell'ordine di 1,5 punti percentuali del prodotto (evitando l'aumento delle aliquote dell'IVA previsto dal prossimo anno).

Già in passato l'Italia ha saputo conseguire e mantenere un alto avanzo primario: tra il 1995 e il 2000 l'avanzo è stato in media pari a quasi il 5 per cento del PIL; in quei sei anni il rapporto tra debito e prodotto si è ridotto di quasi 15 punti percentuali. Altri paesi hanno ottenuto risultati anche migliori e per periodi più lunghi; tra il 1995 e il 2007 l'avanzo primario è stato pari in media a oltre il 6,5 per cento del PIL in Canada, a circa il 5 in Belgio, in Danimarca e in Finlandia. Gli sforzi di questi paesi, anche grazie a una sostenuta dinamica del prodotto nominale, hanno determinato riduzioni più ampie del rapporto tra debito e prodotto. L'Italia non è stata altrettanto pronta a sfruttare una congiuntura economica favorevole. Gli attuali ritmi di crescita economica rendono meno rapido, a parità di avanzo, il processo di riduzione dell'incidenza del debito sul PIL. Anche per questo dobbiamo mirare a riportarci su un sentiero di crescita stabilmente più elevata, che consenta la diminuzione del premio al rischio nei tassi di interesse sul debito pubblico e renda più agevole mantenere avanzi primari elevati.

Mantenere un avanzo primario del 4 per cento (o comunque più elevato dell'1,5 attuale) non vuol dire fare una manovra di ampia entità ogni anno. L'aggiustamento va fatto una volta e può essere anche ripartito nel tempo. L'impulso diretto sulla

crescita del prodotto viene dalle variazioni del saldo di bilancio, non dal suo livello. Non sono neanche necessari drastici tagli di spesa. Partendo dalle stime del Documento di economia e finanza per l'anno in corso si può stimare che se il prodotto crescesse all'1 per cento in termini reali e la spesa primaria corrente crescesse solo al ritmo dell'inflazione, l'avanzo primario aumenterebbe di quasi mezzo punto percentuale del prodotto all'anno.

A parità di saldo, una ricomposizione del bilancio fondata sulla riduzione delle spese meno produttive a favore delle altre o di riduzioni della pressione fiscale può esercitare un impulso positivo sull'attività economica. Questi spazi di razionalizzazione nell'allocazione delle risorse pubbliche vanno utilizzati per perseguire obiettivi di medio-lungo periodo. Deve tornare a crescere la spesa per gli investimenti pubblici, in particolare in nuove infrastrutture che contribuiscano a innalzare il potenziale produttivo: in calo dal 2010, la sua incidenza sul prodotto era appena superiore al 2 per cento nel 2016, circa un punto in meno che negli anni precedenti la crisi e tra i valori più bassi nell'area dell'euro.

L'espansione del disavanzo pubblico non può, di per sé, sostenere stabilmente l'attività economica. Del resto dall'avvio dell'Unione monetaria l'Italia ha registrato disavanzi prossimi o superiori al 3 per cento del prodotto per 15 volte. È essenziale avviare con decisione la riduzione del rapporto tra debito e prodotto: finanze pubbliche in ordine, unitamente al consolidarsi della ripresa, sono le condizioni necessarie affinché il graduale ritorno alla normalità delle condizioni monetarie e finanziarie nell'area dell'euro non si traduca nel nostro paese in un aumento del differenziale tra costo del debito e crescita dell'economia.

o o o

Le regole di bilancio possono essere migliorate. Negli ultimi anni la Commissione europea ha ribadito la presenza di ampi margini di flessibilità all'interno di tali regole. Quei margini l'Italia li ha ampiamente utilizzati nell'ultimo triennio; se non ha potuto farlo prima, al di là della diversa interpretazione delle regole allora prevalente, è stato soprattutto per la situazione di emergenza in cui il Paese si è venuto a trovare durante la crisi dei debiti sovrani.

Ma per quanto migliorabili, le regole hanno dei limiti. Non si può rinunciare a una intelligente azione di governo affidandosi alla loro applicazione meccanica. Per quanto ben disegnate, le regole non possono prevedere tutte le contingenze possibili e avranno sempre bisogno di una clausola di salvaguardia che consenta di agire di fronte a circostanze inattese. Nelle parole di Alan Blinder e Robert Solow: “Il meglio che si può dire a proposito delle regole è che alcune di esse possono essere migliori di politiche discrezionali gestite in maniera incompetente”¹⁹.

L'attivazione e la gestione di una tale clausola, tuttavia, non può essere affidata esclusivamente a un organo tecnico: richiede responsabilità politica. Organi tecnici come i *fiscal councils* istituiti recentemente nei singoli paesi dell'area dell'euro (da noi, l'Ufficio Parlamentare di Bilancio) e come lo European Fiscal Board offrono il necessario, utile, supporto analitico insieme con una indispensabile funzione di garanzia per decisioni che devono essere assunte a livello politico. La Commissione europea si è trovata più volte a dover interpretare, in maniera inevitabilmente discrezionale, i margini di flessibilità presenti nelle regole, esponendosi a critiche per aver ecceduto i limiti del proprio mandato. All'Unione economica e monetaria manca un governo comune; fino a che non ci sarà, essa resterà incompleta e vulnerabile.

¹⁹ A. Blinder e R. Solow, 1974, cit., p. 45. Gli autori ricordano anche l'affermazione di Paul Samuelson secondo il quale ogni regola automatica “viene definita con una decisione discrezionale, viene abbandonata con una decisione discrezionale e con essa si interferisce con decisioni discrezionali” (P.A. Samuelson, “Principles and Rules in Modern Fiscal Policy: A Neoclassical Reformulation”, in *Money, Trade, and Economic Growth: in Honour of John Henry Williams*, MacMillan, 1951, p. 164).

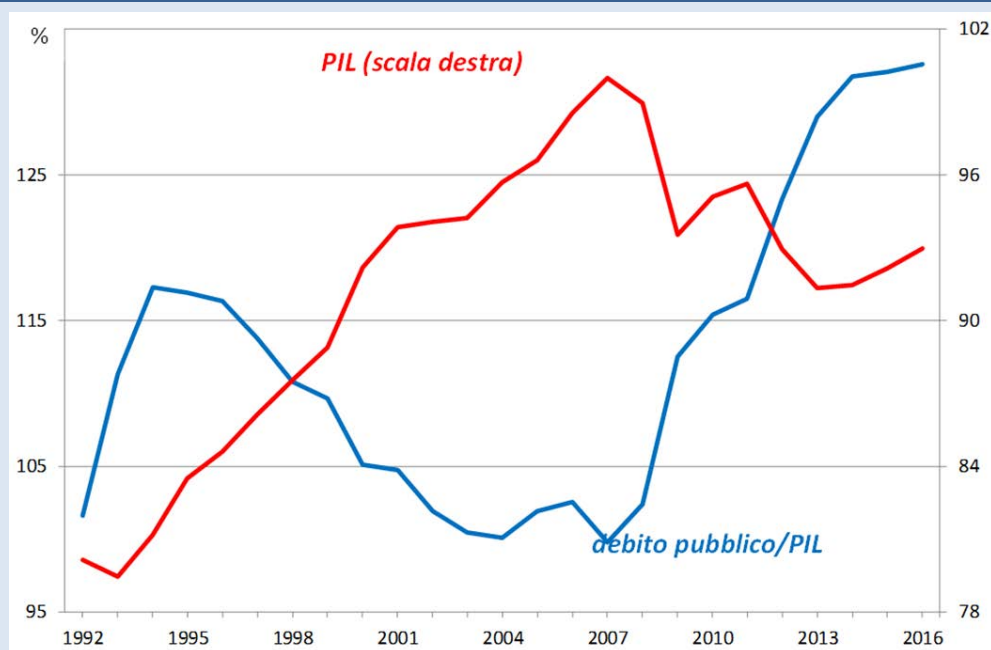
Il dibattito in Italia si concentra spesso sui vincoli posti alla politica di bilancio dalle regole europee ma, in realtà, i vincoli più stringenti provengono dall'alto livello del debito pubblico in rapporto a un prodotto che stenta a crescere a un ritmo soddisfacente. La forte esposizione alla volatilità dei mercati e il freno alla crescita che ne derivano non ci consentono di posticipare ulteriormente la riduzione del debito. Non dobbiamo ripetere gli errori del passato.

La nostra economia deve assolutamente tornare su un sentiero stabile di crescita elevata. Per questo deve proseguire con continuità e coerenza il percorso di riforma avviato nell'ultimo quinquennio. Un miglioramento del potenziale di sviluppo dell'economia consentirà anche di accelerare la riduzione dell'incidenza del debito pubblico sul PIL.

FIGURE

Figura 1

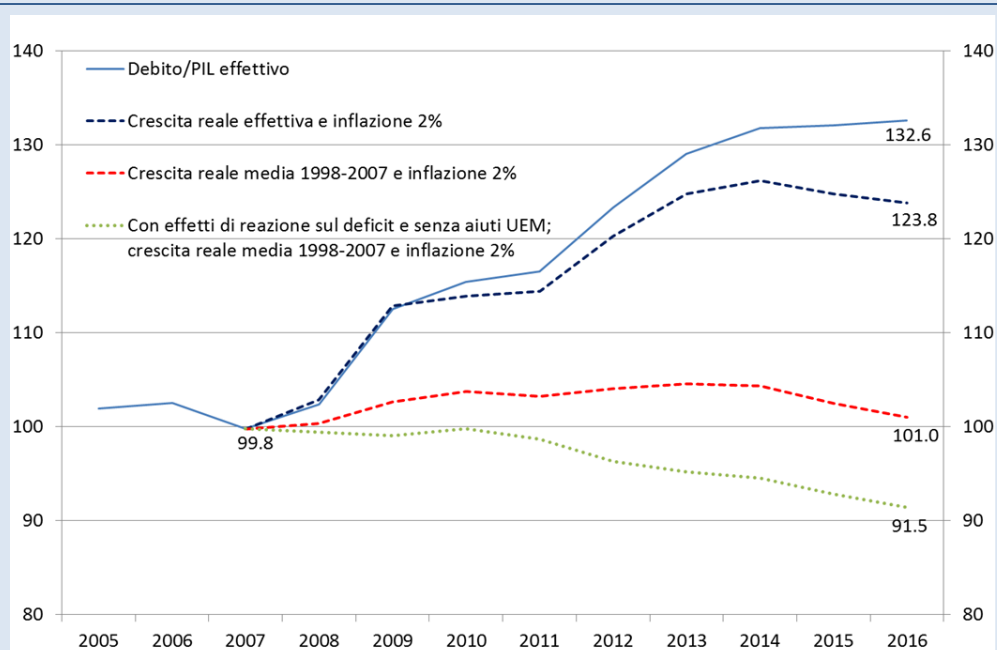
**Debito pubblico/PIL e livello del PIL in Italia
(PIL: 2007=100)**



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat. Nota: PIL a valori concatenati.

Figura 2

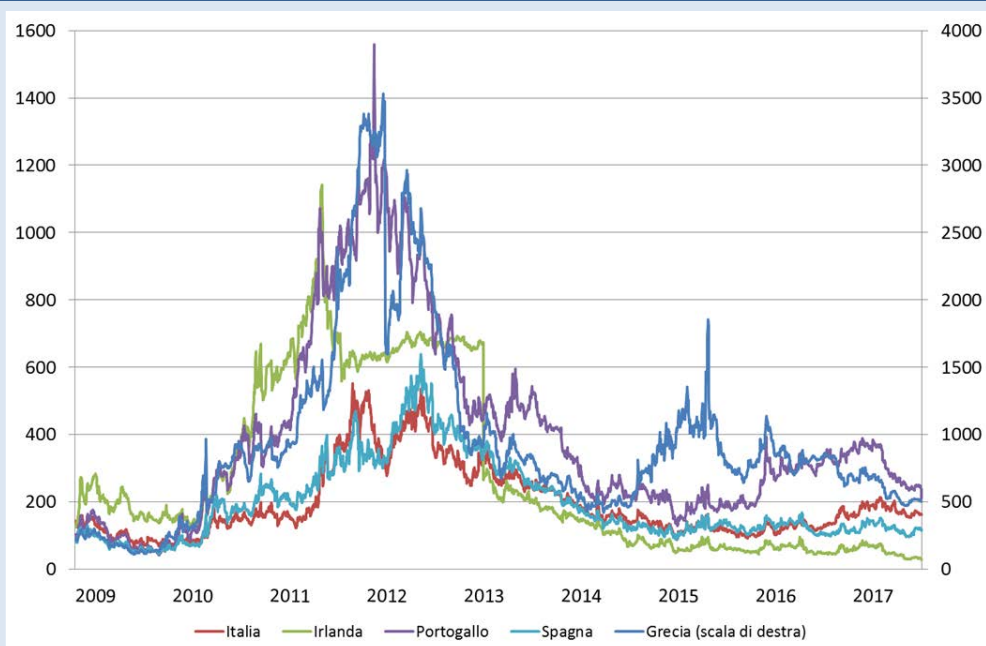
Andamento del rapporto tra debito e prodotto: scenari controfattuali (2005-2016)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

Figura 3

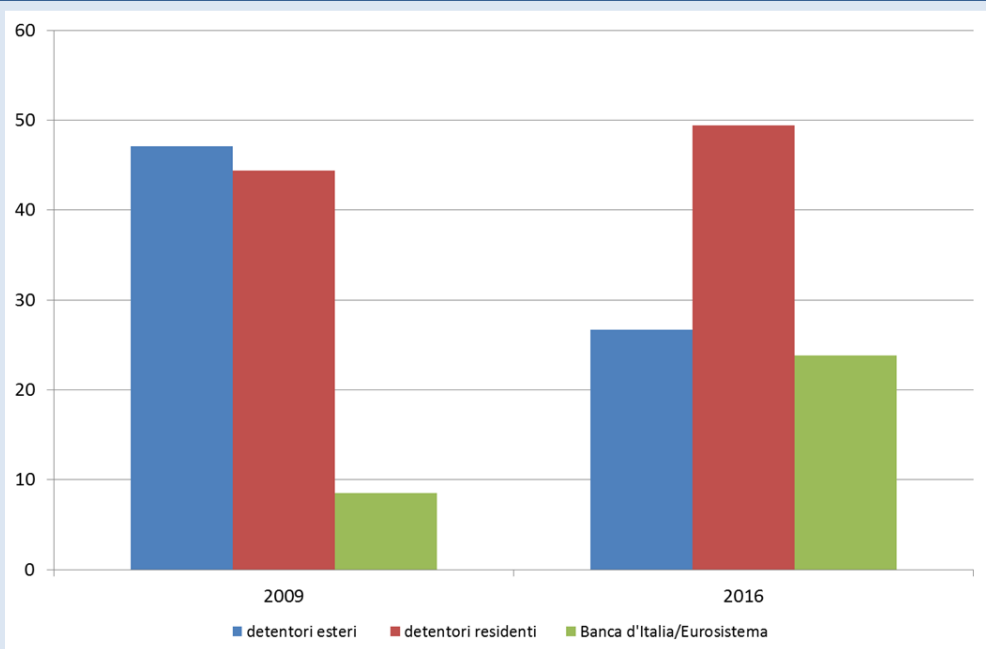
Differenziale di rendimento dei titoli pubblici decennali rispetto a quelli tedeschi (2009-2017)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg

Figura 4

Titoli pubblici italiani: ripartizione per detentore, 2009-2016



Riduzione del rapporto debito/PIL sotto diverse ipotesi

