

Lezioni Mario Arcelli

VII

CeSPEM Mario Arcelli
Centro Studi di Politica Economica e Monetaria

Atti della settimana
“Lezione Mario Arcelli”

Le prospettive del debito pubblico in Europa

a cura di
Francesco Timpano e Federico Arcelli

Piacenza - 4 marzo 2011
Università Cattolica del S. Cuore



Rubbettino
2011

Comitato Scientifico delle Lezioni “Mario Arcelli”

Prof. Maurizio Baussola
(Università Cattolica del S. Cuore, Coordinatore del Dottorato
di Ricerca in Modelli Quantitativi per la Politica Economica)

Prof. Luigi Campiglio
(Università Cattolica del S. Cuore)

Prof. Enrico Ciciotti
(Università Cattolica del S. Cuore - Sede di Piacenza)

Prof. Ignazio Angeloni

Prof. Marco Mazzoli
(Università Cattolica del S. Cuore)

Dott. Stefano Pronti

Prof. Francesco Timpano
(ordinario presso la Facoltà di Economia della Sede di Piacenza
dell'Università Cattolica e Direttore Dipartimento di Scienze Economiche e sociali
("DISES") e direttore del CeSPEM Mario Arcelli")

Prof. Giacomo Vaciago
(Università Cattolica del S. Cuore)

Dott. Angelo Federico Arcelli

Dott. Francesco Arcelli

Dott. Marco Arcelli Fontana

Prof.ssa Francesca Arcelli Fontana
(Università di Milano Bicocca)

Comitato Direttivo

Maurizio Baussola
Marco Mazzoli
Francesco Timpano
Massimo Baucia
Francesca Arcelli Fontana
Angelo Federico Arcelli
Libero Ranelli

CeSPEM Mario Arcelli
Centro Studi di Politica Economica e Monetaria Mario Arcelli
Università Cattolica – Sede di Piacenza
Via Emilia Parmense, 84 – 29100 - www.marioarcelli.org

Indice

<i>Nota Introduttiva</i>	7
Debito pubblico, squilibri economici e di finanza pubblica (di Antonio Pedone)	9
Troppo debito: cause e rimedi (di Giacomo Vaciago)	43
Debito pubblico e rilancio della domanda in Europa (di Attilio Ventura)	49
Il debito pubblico e la crisi economica: una prospettiva europea (di Lucia Piana)	55

Nota introduttiva

Questo settimo volumetto continua la collana di atti che raccoglie i contributi proposti annualmente nel corso della “Lezione Mario Arcelli”, organizzata dal CeSPEM Mario Arcelli, centro studi dell’Università Cattolica.

La VII Lezione Mario Arcelli si è tenuta il 4 marzo 2011 presso la sede di Piacenza dell’Università Cattolica. A rappresentare il comune, nel saluto istituzionale all’inizio dei lavori, sono intervenuti il Sindaco di Piacenza, ing. Roberto Reggi e l’Assessore alla Cultura del Comune di Piacenza, dott. Paolo Dosi, mentre a rappresentare l’Università è stato il preside della facoltà di economia, prof. Maurizio Baussola.

La Lezione di quest’anno è stata tenuta dal prof. Antonio Pedone, sul tema “*Le prospettive del debito pubblico in Europa*”.

L’intervento del prof. Pedone ha messo in evidenza le problematiche che devono essere affrontate per la gestione (ed il controllo) del debito pubblico in presenza di squilibrio della finanza pubblica. La sua presentazione è stata seguita da un dibattito, moderato dal prof. Franco Timpano, Direttore del CESPEM, a cui hanno partecipato il dott. Attilio Ventura, già presidente di Borsa Valori, la dott.ssa Lucia Piana, della direzione generale Affari Economici e Finanziari della Commissione Europea, il prof. Maurizio Baussola, Preside della Facoltà di Economia della Sede di Piacenza dell’Università Cattolica e il prof. Giacomo Vaciago, fondatore della sede di economia di Piacenza dell’Università Cattolica.

La lezione di quest’anno è capitata in un momento di forti tensioni sulle finanze pubbliche e i temi oggetto di discussione sono stati, quindi, di particolare interesse e attualità.

I curatori

Piacenza, 4 marzo 2011

Debito pubblico, squilibri economici e di finanza pubblica

di Antonio Pedone¹

1. Desidero innanzitutto ringraziare gli organizzatori di questo incontro per avermi invitato a tenere la lezione Mario Arcelli 2011. Sono onorato e commosso per questo. Onorato, oltre che per la figura dell'illustre studioso cui queste lezioni sono intitolate, anche per la qualità e autorevolezza dei partecipanti a questa e alle precedenti edizioni. Commosso, perché questa occasione mi consente di ricordare i rapporti personali e intellettuali che, per alcuni decenni, ho avuto con Mario Arcelli in sede accademica, editoriale (per la pubblicazione di riviste scientifiche) e di varie Commissioni di studio. In particolare, ricordo le due Commissioni istituite nel 1986 e 1988 presso il Ministero del Tesoro, e le cui relazioni sono state pubblicate in un volume ("Politica monetaria e debito pubblico negli anni Ottanta in Italia") con una Presentazione di Mario Arcelli molto interessante e attuale.

Così come interessanti e di grande attualità sono molti altri suoi contributi su alcuni temi che richiamerò nel corso di questa lezione, quali, ad esempio

– l'importanza, nel definire e misurare la sostenibilità del debito pubblico, oltre che del livello e della struttura dello stock iniziale di debito e del tasso di crescita del prodotto interno lordo, anche dell'orientamento e della condotta della politica mo-

¹ Professore di Scienza delle finanze, Sapienza Università di Roma. Accademico dei Lincei.

netaria, delle condizioni del funzionamento dei mercati finanziari nazionali e internazionali, delle aspettative e dei comportamenti degli intermediari e degli operatori, compresi i sottoscrittori finali dei titoli;

– e, perciò, le difficoltà di valutare la sostenibilità del debito basandosi soltanto sulla simulazione di sentieri ipotetici di finanza pubblica, senza tener conto dell'intreccio tra politica monetaria e innovazioni finanziarie stimulate dai processi di liberalizzazione e deregolamentazione e dallo sviluppo delle tecnologie informatiche;

– e, ancora, l'importanza, nel passaggio da una gestione amministrativa a una gestione di mercato del debito pubblico, della presenza di mercati ben funzionanti che ovviamente da soli non bastano, ma possono aiutare, come ben risulta da questa sua affermazione: “sebbene la correzione delle tendenze di fondo rimanga un problema fondamentale reale e agli squilibri di finanza pubblica non si può porre rimedio solo con provvedimenti di natura finanziaria e tanto meno con espedienti di ingegneria finanziaria, ... ciò non riduce l'utilità delle proposte formulate per migliorare nel medio periodo il funzionamento dei mercati finanziari e per facilitare il finanziamento del Tesoro e dell'economia a condizioni meno onerose rispetto a quelle tendenziali” (Arcelli 1990, 4).

Questa affermazione esprime bene l'approccio realistico e seriamente riformistico che Mario Arcelli ha avuto trattando dei sempre più complessi problemi che la politica economica italiana ha dovuto affrontare nel corso degli ultimi decenni. Di fronte a questi problemi, sempre più spesso di origine esterna e di dimensioni apparentemente intrattabili da parte di un singolo paese di medie dimensioni come l'Italia, egli ha evitato atteggiamenti di supina rassegnata accettazione o, al contrario, di illusoria velleitaria aspirazione a voler e poter fare tutto da soli. Ha, invece, formulato analisi approfondite e proposte dettagliate, basandosi sull'evoluzione della teoria, sulle trasformazioni della realtà economica e sui mutamenti negli indirizzi della politica monetaria, valutaria e fiscale.

2. È in questo spirito che ho cercato di formulare la mia lezione, nella quale tratterò quattro temi relativi al rapporto tra

debito pubblico, squilibri economici (e, in particolare, macroeconomici) e decisioni di finanza pubblica, e cioè:

- l’impatto eccezionale e differenziato della crisi economica e finanziaria sulle finanze pubbliche dei vari paesi e sulle loro prospettive;

- la compatibilità del duplice ruolo assegnato alle politiche di bilancio: di stabilizzazione del livello di attività economica e di consolidamento delle finanze pubbliche;

- le lezioni, se vi sono e quali sono, che si possono trarre dall’esperienza di un’economia con un livello elevato e persistente di debito pubblico quale l’Italia nel corso degli ultimi 150 anni;

- l’utilità di modifiche delle regole e delle istituzioni di bilancio, quali quelle che si stanno configurando nell’ambito della revisione della governance economica europea.

Su ciascuno di questi temi esiste una gran massa di informazioni disponibili e di schemi teorici per la loro analisi economica e la loro interpretazione economica. Spesso i dati utilizzati presentano limiti circa la loro significatività e comparabilità, e gli schemi teorici impiegati si basano su inevitabili drastiche semplificazioni rispetto alla realtà; in molti casi, i risultati sono ambigui o da prendere con molta cautela.

Rinviando alla più estesa e dettagliata esposizione contenute nell’ampia letteratura richiamata, cercherò di fornire un quadro sintetico e senza pretesa di completezza dei termini essenziali del dibattito su ciascuno dei quattro temi, concentrandomi su alcuni punti che ritengo più importanti e trascurati e che possono costituire utili punti di vista per valutare proposte di riforma delle regole e degli assetti istituzionali di coordinamento e attuazione delle politiche economiche e di bilancio di cui si discute attualmente.

I. La crisi e gli squilibri di finanza pubblica

3. Alcune caratteristiche dell’evoluzione delle finanze pubbliche nel corso della presente crisi, quale si è manifestata finora sino alla fine del 2010, meritano di essere sottolineate (Pedone 2011). Sulla base dei dati disponibili (Tab. I, II e III; Tab. A1-

A5), sia pur soggetti ancora a possibili revisioni che non dovrebbero comunque modificare sostanzialmente il quadro che ne emerge, si può sinteticamente rilevare:

a) l'eccezionale gravità della crisi, ma anche la grande eterogeneità del suo manifestarsi fra le diverse aree economiche e al loro interno, per quanto riguarda sia l'intensità della crisi economica sia il peggioramento delle finanze pubbliche.

Per quanto riguarda l'intensità della crisi economica, si rileva per i maggiori paesi sviluppati una caduta della produzione così forte e prolungata (o non recuperata nell'arco di un triennio) che non ha precedenti dalla fine della seconda guerra mondiale. In particolare, mentre alcuni di tali paesi risultano ancora pesantemente colpiti (Irlanda, Italia, Grecia, Giappone, Spagna), altri (Canada, USA, Germania, Francia) sembrano aver recuperato più o meno pienamente le perdite. D'altro canto, le maggiori economie emergenti (Cina, India, Brasile) hanno continuato a crescere a tassi elevati, mentre altre (Russia, Messico) hanno subito soltanto un forte rallentamento. Così che, nel corso dell'ultimo triennio si va, tra i paesi sviluppati, dal crollo dell'economia irlandese (-11,4) alla lieve crescita di quella canadese (+1,1) e, tra le economie emergenti, dalla forte crescita della Cina (+29,2) alla sostanziale stazionarietà, tra caduta e ripresa, del Messico, che sembra riflettere quella del vicino gigante americano.

Altrettanto profondo, diffuso e differenziato risulta il peggioramento dei principali indicatori di squilibrio delle finanze pubbliche, con particolare aggravamento della situazione del debito pubblico nei paesi sviluppati ma non nelle economie emergenti.

L'eccezionale aumento del rapporto debito pubblico/PIL nel corso del triennio riflette sia l'alto livello del deficit complessivo sia la caduta del PIL; ed è particolarmente rilevante per Irlanda (quasi 75 punti), Grecia (35), Giappone (38), Regno Unito (33), Stati Uniti (31), Spagna (27). Anche nel caso in cui il peggioramento risulta più contenuto, come, per esempio, Belgio (17 punti) o Italia (15 punti), va tenuto presente che esso assorbe e annulla in un triennio la lenta riduzione faticosamente realizzata nel decennio precedente. Il peggioramento del rap-

porto debito/PIL è trascurabile nelle economie emergenti, nelle maggiori delle quali (Cina e India) si riscontra addirittura una riduzione nonostante un aumento consistente del deficit complessivo, soprattutto in India (oltre 27 punti), mettendo così in rilievo l'importanza fondamentale che ha il tasso di crescita economica nell'influenzare la dinamica del rapporto debito/PIL.

Tabella I – Variazione cumulata 2008-2010 dei tassi di crescita del PIL, dei saldi di bilancio complessivi e primari, e del debito pubblico in % del PIL.

	Tasso di crescita del PIL	Variazione del saldo complessivo	Variazione del saldo primario	Variazione del rapporto DP/PIL
Stati Uniti	0,0	-30,7	-25,4	30,6
Germania	-0,4	-7,6	-0,5	10,4
Francia	-0,8	-18,9	-12,1	20,4
Italia	-5,3	-13,0	0,5	14,9
Spagna	-3,1	-24,6	-20,4	27,4
Portogallo	-1,5	-19,4	-10,4	20,4
Irlanda	-11,4	-53,8	-49,3	74,4
Grecia	-4,0	-29,2	-13,9	34,6
Belgio	-0,3	-11,9	-0,6	17,4
Regno Unito	-3,3	-25,4	-19,3	32,8
Giappone	-3,6	-23,9	-20,7	38,1
Canada	1,1	-10,3	-9,0	16,6
Cina	29,2	-6,3	-4,8	-0,7
India	21,8	-27,3	-11,8	-0,6
Russia	1,3	-6,7	-5,7	2,6
Brasile	12,4	-6,2	9,5	1,6
Messico	0,0	-9,9	-2,7	6,9

Fonte: elaborazioni su dati IMF (2010), World Economic Outlook, October, per la I colonna; per le colonne successive, IMF, Fiscal Exit: From Strategy to Implementation, Fiscal Monitor, November 2010.

Tabella II – Saldi di bilancio in alcuni paesi dell'Unione Europea (in % del PIL)

	Saldo complessivo					Saldo strutturale					Saldo primario				
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Belgio	-0,2	-1,2	-6,0	-5,0	-5,0	-1,3	-2,1	-3,9	-3,8	-4,0	2,5	1,7	-0,3	0,0	-0,2
	-0,3	-1,3	-6,0	-4,8	-4,6	-1,6	-2,1	-4,6	-3,7	-3,7	3,5	2,4	-2,4	-1,3	-1,1
Francia	-2,7	-3,3	-7,5	-8,0	-7,4	-3,8	-3,8	-6,2	-6,2	-6,2	-1,1	-0,9	-3,9	-3,6	-3,3
	-2,7	-3,3	-7,5	-7,7	-6,3	-3,7	-3,5	-5,8	-6,0	-4,6	0,0	-0,5	-5,2	-5,2	-3,6
Germania	0,2	0,0	3,3	-5,0	-4,7	-1,2	-1,1	-1,7	-3,6	-3,5	1,6	1,6	0,9	-1,0	-0,8
	0,3	0,1	-3,0	-3,7	-2,7	-0,6	-0,7	-1,0	-2,8	-2,2	3,0	2,8	-0,4	-1,2	-0,3
Grecia	-5,1	-7,7	-13,6	-9,3	-9,9	-6,8	-8,7	-13,0	-8,5	-8,2	-2,7	-4,2	-8,0	-3,2	-2,4
	-6,4	-9,4	-15,4	-9,6	-7,4	-7,7	-10,5	-15,2	-7,4	-4,1	-1,9	-4,5	-10,1	-3,7	-1,2
Irlanda	0,1	-7,3	-14,3	-11,7	-12,1	-1,6	-7,0	-9,4	-9,3	-10,2	-0,6	-5,7	-7,3	-6,5	-6,7
	0,0	-7,3	-14,4	-32,3	-10,3	-1,7	-7,3	-11,8	-30,2	-9,1	1,1	-5,9	-12,2	-29,3	-6,9
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3	-5,0	-3,2	-3,5	-4,0	-3,7	-3,6	1,8	1,6	0,7	0,9	1,2
	-1,5	-2,7	-5,3	-5,0	-4,3	-3,0	-3,3	-3,5	-3,7	-3,5	3,5	2,5	-0,6	-0,4	0,5
Portogallo	-2,6	-2,8	-9,4	-8,5	-7,9	-3,1	-3,8	-8,1	-7,7	-7,0	-0,3	-0,8	-5,2	-4,6	-3,4
	-2,8	-2,9	-9,3	-7,3	-4,9	-3,1	-3,0	-8,2	-6,7	-3,8	0,0	0,0	-6,5	-4,4	-1,2
Regno Unito	-2,8	-4,9	-11,5	-12,0	-10,0	-3,9	-5,2	-9,5	-10,4	-8,7	-1,7	-2,9	-7,5	-7,6	-5,6
	-2,7	-5,0	-11,4	-10,5	-8,6	-3,7	-5,2	-9,0	-8,3	-6,9	-0,5	-2,7	-9,3	-7,8	-5,6
Spagna	1,9	-4,1	-11,2	-9,8	-8,8	1,2	-4,1	-8,9	-7,8	-7,0	2,8	-2,5	-7,1	-5,7	-4,4
	1,9	-4,2	-11,1	-9,3	-6,4	1,3	-4,2	-9,2	-7,4	-4,9	3,5	-2,6	-9,4	-7,3	-4,1

Tabella II (segue) – Saldi di bilancio in alcuni paesi dell'Unione Europea (in % del PIL)

EA-16	-0,6	-2,0	-6,3	-6,6	-6,1	-1,9	-2,8	-4,7	-5,0	-4,8	1,0	0,2	-1,8	-2,1	-1,6
	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	-4,6	-1,7	-2,6	-4,4	-4,9	-3,5	2,3	1,0	-3,4	-3,5	-1,6
EU-27	-0,8	-2,3	-6,8	-7,2	-6,5	-2,1	-3,1	-5,2	-5,6	-5,2	0,6	-0,3	-2,5	-2,8	-2,2
	-0,9	-2,3	-6,8	-6,8	-5,1	-2,0	-3,0	-4,9	-5,3	-3,9	1,8	0,4	-4,2	-4,0	-2,2

Note: La prima riga contiene i dati della Spring 2010 Economic Forecast, che, per quanto riguarda la Grecia, sono basati su informazioni disponibili precedentemente alla conclusione del 2 maggio 2010 dell'accordo tra il governo greco e la Commissione, la Banca Centrale Europea e il Fondo Monetario Internazionale. La seconda riga contiene i dati tratti da Autumn 2010 Economic Forecast.

Fonte: European Commission (2010a), European Economic Forecast -Spring 2010, European Economy No 2, May; European Commission (2010b), European Economic Forecast-Autumn Forecast 2010-2012, European Economy No 7, November.

Tabella III – Rapporto Debito pubblico/PIL in alcuni paesi dell'Unione Europea (in % del PIL)

	Rapporto Debito pubblico/PIL					2007-11
	2007	2008	2009	2010	2011	
Belgio	84,2	89,8	96,7	99,0	100,9	16,7
	84,2	89,6	96,2	98,6	100,5	16,3
Francia	63,8	67,5	77,6	83,6	88,6	24,8
	63,8	67,5	78,1	83,0	86,8	23,0
Germania	65,0	66,0	73,2	78,8	81,6	16,6
	64,9	66,3	73,4	75,7	75,9	11,0
Grecia	95,7	99,2	115,1	124,9	133,9	38,2
	105,0	110,3	126,8	140,2	150,2	45,2
Irlanda	25,0	43,9	64,0	77,3	87,3	62,3
	25,0	44,3	65,5	97,4	107,0	82,0
Italia	103,5	106,1	115,8	118,2	118,9	15,4
	103,6	106,3	116,0	118,9	120,2	16,6
Portogallo	63,6	66,3	76,8	85,8	91,1	27,5
	62,7	65,3	76,1	82,8	88,8	26,1
Regno Unito	44,7	52,0	68,1	79,1	86,9	42,2
	44,5	52,1	68,2	77,8	83,5	39,0
Spagna	36,2	39,7	53,2	64,9	72,5	36,3
	36,1	39,8	53,2	64,4	69,7	33,6
EA-16	66,0	69,4	78,7	84,7	88,5	22,5
	66,0	69,7	79,1	84,1	86,5	20,5
EU-27	58,8	61,6	73,6	79,6	83,8	25,0
	58,8	61,8	74,0	79,1	81,8	23,0

Note: La prima riga contiene i dati della Spring 2010 Economic Forecast, che, per quanto riguarda la Grecia, sono basati su informazioni disponibili antecedentemente alla conclusione del 2 maggio 2010 dell'accordo tra il governo greco e la Commissione, la Banca Centrale Europea e il Fondo Monetario Internazionale. La seconda riga contiene i dati tratti da Autumn 2010 Economic Forecast.

Fonte: European Commission (2010a), European Economic Forecast – Spring 2010, European Economy No 2, May; European Commission (2010b), European Economic Forecast – Autumn Forecast 2010-2012, European Economy No 7, November.

4. b) La diversa importanza, nell'esperienza dei singoli paesi, dei numerosi fattori che influenzano l'andamento del rapporto tra debito pubblico lordo e prodotto interno lordo: il li-

vello dello stock iniziale, il divario tra tasso di crescita e tasso di interesse, il tasso di inflazione, il saldo primario, oltre a vari meccanismi di *stock-flow adjustment*. Senza un'analisi approfondita dei singoli casi, che tenga conto della specificità delle condizioni economiche e finanziarie di ciascun paese, è difficile e imprudente cercare di formulare generalizzazioni circa i rapporti, spesso indiretti e multidirezionali secondo linee diverse nei singoli casi, tra quei numerosi fattori.

A causa della varietà nell'effettiva configurazione di tali rapporti, risultano molto differenziate le corrispondenze tra variazioni del tasso di crescita del PIL, variazioni dei saldi di bilancio rilevanti (complessivo nominale, complessivo strutturale, primario) e variazioni del rapporto debito pubblico/PIL (Tab. II e III)².

c) La grande varietà delle relazioni tra situazioni iniziali (come livello dei disavanzi di bilancio e del debito pubblico in rapporto al PIL) e loro evoluzione: talvolta i paesi che, fino al 2007, apparivano tra i virtuosi nella tenuta dei propri conti pubblici soffrono il più forte peggioramento degli stessi. È il caso, ad esempio, dell'Irlanda che, nel 2007, aveva un saldo di bilancio complessivo sostanzialmente in pareggio e un rapporto debito pubblico/PIL vicino al 25%, e nel triennio successivo sperimenta un'esplosione senza confronti del deficit e del debito; o della Spagna che, nel 2007, aveva addirittura saldi di bilancio in avanzo e un rapporto debito/PIL inferiore al 40%, e che vede peggiorare la propria situazione di finanza pubblica in misura incomparabilmente più grave di quanto non accada a paesi che partivano da situazioni iniziali molto più squilibrate.

Ovviamente, anche paesi che partivano con livelli molto elevati di deficit e di debito vedono peggiorare la propria situazione.

² Si noti che i dati contenuti in queste due tavole, relativi ai saldi di bilancio e al debito pubblico in rapporto al PIL, differiscono, sia pure di poco, da quelli contenuti nella Tab. I e nelle Tabelle riportate in Appendice. Si tratta di differenze attribuibili ai diversi criteri seguiti dalle rispettive fonti (la Commissione Europea nel caso delle Tab. II e III relative soltanto ai paesi UE: il Fondo Monetario Internazionale per le altre Tabelle relative ai paesi industriali e emergenti), che in ogni caso non modificano le tendenze chiaramente rilevabili sulla base dei due diversi insiemi di dati.

ne in misura molto grave (come la Grecia, anche per effetto dell'emersione dei disavanzi precedentemente occultati), piuttosto grave (Portogallo) o relativamente attenuata (Italia, Belgio). In quest'ultimo caso, in particolare per quanto riguarda l'Italia, si tratta di un comportamento imposto dal timore delle reazioni dei mercati e che, traducendosi nell'assenza pressoché totale di qualsiasi forma di sostegno del reddito e della domanda di famiglie e imprese, ha contrastato meno che nella maggior parte degli altri paesi la caduta del reddito.

5. d) Lo scarso contributo al peggioramento delle finanze pubbliche attribuibile alle misure di bilancio discrezionali di sostegno diretto o indiretto della domanda è un altro aspetto caratteristico dell'esperienza degli ultimi tre anni. Nella maggior parte dei casi, il repentino aumento dei disavanzi e del debito pubblico è attribuibile in larga misura all'agire degli stabilizzatori automatici piuttosto che alle misure discrezionali, le quali si sono concentrate, sia negli USA che in Europa, sul salvataggio del sistema finanziario più che sul sostegno della domanda di famiglie e imprese. In alcuni dei casi più gravi (come l'Irlanda), lo squilibrio dei conti pubblici è apparso come l'immagine speculare se non la conseguenza di squilibri in altri settori. Solo successivamente, quando gli squilibri dei conti pubblici si sono manifestati in misura clamorosa e appaiono difficilmente riassorbibili, si può affermare che "large macroeconomic imbalances reflect contingent budgetary risks" (European Commission 2010a). Le strette interconnessioni tra squilibri finanziari pubblici e privati fanno correre il rischio che si avvii un circolo vizioso tra *rumours* non infondati di difficoltà di alcuni importanti istituti bancari, attesa di interventi statali con accresciuti oneri a carico dei bilanci pubblici, caduta dei corsi dei titoli del debito pubblico con conseguenti accresciuti oneri di interessi per i conti pubblici e più alti rischi per le banche che hanno in portafoglio titoli pubblici, riavviando il circolo vizioso.

Appare perciò evidente che molte garanzie e passività implicite dei conti pubblici sono legate all'intreccio sempre più fitto, alimentato da un'enorme e spesso imperscrutabile crescita dell'indebitamento complessivo, tra banche e intermediari

finanziari di varia natura ed emittenti sovrani. La crescita dell'indebitamento complessivo, in presenza di incertezza "intrattabile", crea situazioni di estrema fragilità ed instabilità che tendono a propagarsi, con rapidità e intensità diverse e talvolta inattese, attraverso la rete di intrecci. Finché gli intrecci non sono chiariti e parzialmente sciolti, e permangono problemi di utilizzo della liquidità e usi speculativi dei nuovi strumenti finanziari, i rischi per le finanze pubbliche possono derivare da situazioni contingenti, come l'entità e la distribuzione territoriale e temporale dei *rollovers* legati all'entità e alla concentrazione dei rimborsi e dei rinnovi dei titoli del debito pubblico (e privato).

Si tratta, perciò, di trovare i modi in cui superare i rischi di liquidità per le istituzioni finanziarie pubbliche e private, e di avviare un processo ordinato di riduzione e ristrutturazione dell'indebitamento complessivo (*de-leveraging*), evitando di indurre e favorire comportamenti opportunistici pubblici e privati ispirati da *moral hazard*. Per cercare possibili soluzioni e formulare proposte su questi temi, sono da tempo aperti due cantieri: a livello globale (Gruppo dei 20 maggiori paesi), al fine di ridisegnare un insieme di regole e di accordi per la supervisione, la vigilanza e il controllo del sistema monetario e finanziario internazionale; a livello di Unione Europea, al fine di estendere il campo della governance economica europea al monitoraggio e alla prevenzione degli squilibri macroeconomici e finanziari, e rafforzare gli strumenti per il consolidamento e la sostenibilità delle finanze pubbliche senza compromettere la crescita.

II. *Il ruolo delle politiche di bilancio durante e dopo la crisi*

6. La priorità che, nelle circostanze descritte, ha assunto l'obiettivo del consolidamento dei conti pubblici ha riaperto il dibattito sul ricorso, almeno durante la fase acuta della crisi, a politiche di bilancio dirette al sostegno della domanda aggregata nel breve periodo. Nonostante l'ampia diffusione, nel secondo dopoguerra, delle politiche di bilancio di ispirazione keynesiana e il loro apparente successo nel primo ventennio postbellico,

se ne sono progressivamente evidenziati i limiti di efficacia pratica da un lato, e di fondatezza teorica dall'altro.

La fiducia nella misura in cui fosse possibile regolare effettivamente il livello dell'attività economica e dell'occupazione agendo sulla domanda aggregata mediante la manovra del bilancio pubblico (nella sua tripla cangiante dimensione del livello assoluto, del saldo rilevante e della composizione di entrate e spese) ha incontrato problemi che sono stati infatti evidenziati sin dall'origine e che sono stati successivamente discussi e approfonditi e sono ancora oggi ripresi nel dibattito corrente (Pedone 2011).

Tra gli aspetti più frequentemente discussi, e per i quali vi sono anche una molteplicità di stime quantitative, vanno ricordati: il calcolo della misura e dei tempi dei moltiplicatori delle principali voci di entrate e spese pubbliche, anche in presenza di differenze nelle capacità produttive settoriali non sfruttate, nel grado di apertura degli scambi commerciali con l'estero, e nel grado di possibile ricorso al credito da parte di famiglie e imprese; la dimensione dei diversi tipi di ritardi delle manovre di bilancio (recognition, decision, implementation lags) e la tempestività e rilevanza delle reazioni anticipatrici dei diversi soggetti operanti sul mercato, soprattutto in economie sempre più aperte e integrate; le forme di più o meno intenso coordinamento delle politiche di bilancio con gli orientamenti e la condotta della politica monetaria, soprattutto in presenza di diversi gradi di libertà valutaria e dei movimenti di capitale; la presenza di asimmetrie e comportamenti opportunistici nei processi decisionali e di carenze e imperfezioni nelle strutture amministrative che gestiscono la politica di bilancio.

Alla luce dei limiti di efficacia delle politiche compensative di bilancio messi in luce dall'analisi di questi diversi aspetti, Sergio Steve poteva concludere ritenendo che “si debbano diminuire le ambizioni per l'impiego degli strumenti fiscali nella *regolazione fine* dell'attività economica”, ma che, allo stesso tempo, “si debba riaffermare la funzione essenziale degli strumenti fiscali nel controllare i grandi squilibri inflazionistici e deflazionistici” (Steve 1997, 1972).

7. Un deciso mutamento di priorità nelle politiche di bilancio, dal perseguimento della stabilizzazione dell'attività economica al consolidamento delle finanze pubbliche, si è verificato soprattutto a partire dall'inizio degli anni Settanta in seguito all'evoluzione della macroeconomia *mainstream* e ai profondi mutamenti intervenuti nell'ambiente economico nel corso degli anni Settanta: dall'abbandono del sistema monetario internazionale di Bretton Woods nel 1971 alle crisi petrolifere del 1973 e 1979, all'esplosione della grande inflazione e alle connesse radicali redistribuzioni di reddito e potere economico, alla svolta di politica monetaria da parte della Federal Reserve americana nel 1979, al progressivo irrigidimento della struttura dei bilanci pubblici e alla loro ridotta manovrabilità per effetto dell'accrescersi degli *entitlements* e dell'interdipendenza tra azioni di bilancio e andamento dell'economia, da un lato, e comportamento degli operatori (contribuenti e percettori di spesa pubblica) dall'altro.

La progressiva diffusa convinzione che l'operare di agenti razionali pienamente informati su mercati completi e perfetti conducesse a situazioni di equilibrio anche a livello macroeconomico ha spinto, insieme all'esigenza di rimettere e tenere sotto controllo i flussi di cassa pubblici e privati per contenere le spinte inflazionistiche, a considerare come unico o principale squilibrio originario da correggere quello tra entrate e spese pubbliche, eventualmente tenendo conto delle fasi cicliche (nel caso in cui si ammetteva la possibilità di un loro verificarsi e di misurare in qualche modo l'*output gap*). Nell'analisi e nella politica economica è divenuto così centrale e dominante (e spesso unico) l'obiettivo di riequilibrio delle finanze pubbliche, inteso come pareggio (puntuale o lungo il ciclo) del bilancio e come stabilizzazione o riduzione del rapporto debito pubblico/PIL all'interno di ciascun paese, indipendentemente dalla presenza di squilibri (esclusi in via di principio ma presenti nella realtà) nelle altre componenti interne di ciascun sistema economico e nei rapporti economici e finanziari tra le varie economie nazionali.

Una tale impostazione ha in vari modi influenzato la formulazione originaria e la successiva evoluzione dei criteri di finan-

za pubblica presenti nel trattato sull'Unione Europea e nel Patto di Stabilità e Crescita. In particolare, nell'ambito dell'Unione Monetaria Europea, sebbene l'indisponibilità della politica valutaria e monetaria da parte dei singoli Stati membri abbia spostato l'onere dell'eventuale politica di stabilizzazione (per affrontare shock esogeni asimmetrici) verso la politica di bilancio nazionale, e nonostante si sia sancito il divieto apparentemente assoluto di salvataggio di uno Stato membro da parte degli altri mediante l'adozione della clausola di *no-bailout*, sono stati avanzati svariati motivi a favore della presenza di regole di bilancio numeriche comuni e uniformi.

Tra tali motivi, si possono ricordare: l'esigenza di aiutare i politici a "legarsi le mani", rinunciando a poteri discrezionali per evitare comportamenti opportunistici indotti dalle procedure decisionali in materia di spesa pubblica e del suo finanziamento; scongiurare la creazione di situazioni in cui le interconnessioni tra finanze pubbliche e operatori finanziari (in particolare bancari) potessero indurre, per evitare rischi sistemici, a violare esplicitamente o implicitamente il divieto di salvataggio; creare condizioni favorevoli a una condotta della politica monetaria indipendente e credibile diretta a garantire la stabilità dei prezzi; affrontare, senza un rilevante aumento del volume della spesa pubblica in disavanzo, le pressioni sui conti pubblici derivanti dall'invecchiamento della popolazione; accomodare almeno in parte le spinte a una riduzione della pressione tributaria derivanti dall'accresciuta concorrenza fiscale internazionale e dalla connessa erosione delle basi imponibili; rassicurare il principale paese partecipante all'UME (Germania).

8. La diversa fondatezza e importanza attribuita ai diversi motivi ha portato ad interpretazioni e valutazioni delle regole di finanza pubblica fissate nel Trattato molto disparate e controverse e a una loro applicazione talvolta diseguale e contrastata. Non è possibile ripercorrere qui l'esperienza dell'ultimo decennio di applicazione del Patto di Stabilità e Crescita (PSC) e delle sue modifiche. Qui si può soltanto accennare all'evoluzione dell'importanza relativa attribuita ai due criteri di finanza pubblica (quello relativo al rapporto deficit/PIL e quello relativo al

rapporto debito/PIL) fissati nel Trattato di Maastricht al fine di garantire la stabilità delle finanze pubbliche degli Stati membri.

Tra i due criteri di convergenza (e poi di stabilità, una volta entrati nell'Unione Monetaria Europea) inizialmente previsti dal Trattato, quello riguardante il rapporto deficit/Pil, nel quale il valore del deficit è riferito all'indebitamento netto del conto consolidato della Pubblica Amministrazione (redatto in termini di competenza economica), offre una maggiore possibilità di verifica, sul piano numerico, di un suo effettivo o mancato rispetto. Infatti, è previsto che tale rapporto non debba eccedere il 3%, salvo che, se inizialmente superiore, esso non sia diminuito in modo sostanziale e continuo ed abbia raggiunto un livello che si avvicina al valore di riferimento oppure il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino al valore di riferimento. Questa caratteristica di effettiva e immediata verificabilità del rispetto del primo criterio ha fatto sì che, nell'esame sia del processo di convergenza sia delle condizioni di stabilità (una volta entrati nell'UME), ci si sia concentrati quasi esclusivamente su di esso per valutare le condizioni per l'eventuale avvio di una procedura per i disavanzi eccessivi.

Il secondo criterio è stato inizialmente fissato in termini quantitativi meno facilmente verificabili: prevede infatti che il rapporto tra lo stock di debito pubblico lordo e il Pil non debba eccedere il 60%, a meno che esso non si stia riducendo e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo "adeguato". Inoltre, la variazione del debito non sta in una relazione diretta, e univocamente definita e costante, con il valore dell'indebitamento netto per due gruppi di motivi:

– perché tale variazione è influenzata, oltre che da numerosi fattori che non si riflettono sui saldi di bilancio comunque definiti e che danno luogo allo *stock-flow adjustment* (ricavi da privatizzazioni, ripiano di debiti pregressi, variazioni del tasso di cambio per i titoli denominati in valuta, ...), dall'andamento del fabbisogno e non dell'indebitamento netto;

– perché l'andamento del fabbisogno, che è il parametro rilevante per la variazione del debito, può discostarsi dall'andamento dell'indebitamento netto in misura consistente e variabile (anche di segno opposto) di anno in anno.

La concentrazione sul criterio del rapporto deficit/Pil, e quindi sull'indebitamento netto piuttosto che sul fabbisogno, è risultata poi rafforzata, nell'ambito del Patto di Stabilità e Crescita, dall'inserimento di un nuovo vincolo per cui tutti gli Stati membri devono porsi un obiettivo a medio termine (MTO) costituito da un saldo di bilancio prossimo al pareggio o in surplus, e da intendersi come saldo di bilancio strutturale, cioè depurato dagli effetti della fase ciclica.

9. L'esperienza dell'applicazione del Patto di Stabilità e Crescita ha però messo in luce alcune ambiguità e incongruenze della formulazione originaria e ha portato, soprattutto con la riforma del 2005 e quella attualmente in discussione, a ridare un maggior peso al criterio del debito. Infatti, le regole numeriche adottate si sono rivelate in parte incoerenti tra di loro e, per la prevalenza data inizialmente al criterio del deficit rispetto a quello del debito pubblico, non sono riuscite a evitare comportamenti asimmetrici da parte dei governi nelle diverse fasi cicliche e hanno portato a una scarsa considerazione della sostenibilità di lungo periodo della finanza pubblica.

L'incongruenza tra i valori scelti dei due parametri quantitativi (il 3% per il rapporto deficit/Pil e il 60% per il rapporto debito/Pil) è apparsa chiara con l'abbassamento del tasso di crescita del Pil ben al di sotto del 3% in molti paesi europei, tra cui l'Italia. Infatti, un valore del rapporto debito/Pil del 60% è avvicinabile con ritmo adeguato e poi stabilmente tenibile, in relazione a un rapporto deficit/Pil del 3%, soltanto se il Pil nominale cresce intorno al 5% (di cui un 2% attribuibile all'inflazione e un 3% reale). Se il tasso di crescita del Pil nominale è inferiore al 5%, ci si può stabilizzare intorno al 60% del rapporto debito/Pil ma soltanto rispettando valori del rapporto deficit/Pil inferiori al 3%; se, invece, si consentono valori di quest'ultimo rapporto fino al 3%, la stabilizzazione del rapporto debito/Pil avviene intorno a valori ben superiori al 60%. Si può dunque fondatamente sostenere che già nella scelta iniziale del valore dei due parametri di finanza pubblica fissati nel Trattato ci fossero le premesse per l'insorgenza di serie difficoltà di rispettarli, soprattutto in presenza di una prolungata fase di ral-

lentamento dell'economia come quella che si è verificata in molti paesi.

Al di là dei numerosi espedienti contabili ai quali hanno fatto ricorso in varia misura molti stati membri anche nel tentativo di conciliare apparentemente il rispetto contemporaneo dei due criteri, la credibilità del meccanismo preventivo del Patto di Stabilità e Crescita è stata minata anche dall'elevato scarto tra previsioni del rapporto deficit/Pil formulate nei programmi di stabilità e risultati ottenuti da parte dei maggiori paesi. Anche in presenza di una riduzione o eliminazione di tale scarto, la credibilità di un approccio basato essenzialmente sulla verifica del rispetto del criterio deficit/Pil appariva ridotta a causa del divario, variabile di anno in anno e spesso molto elevato, tra livello dell'indebitamento netto e variazione dello stock di debito, per effetto dei due fenomeni cui si è prima accennato (stock-flow adjustment e divario tra fabbisogno e indebitamento netto).

Con la riforma del 2005 si è inteso ovviare ad alcuni inconvenienti riscontrati nel primo periodo di applicazione del Patto di Stabilità e Crescita. Qui importa richiamare soltanto alcuni aspetti delle modifiche al meccanismo preventivo del Patto che hanno contribuito a riportare in primo piano il controllo della dinamica del debito pubblico. In particolare, è stato ridefinito sia il contenuto dell'obiettivo di bilancio a medio termine sia le modalità del percorso di avvicinamento cui sono tenuti i singoli Stati membri, introducendo in entrambi i casi riferimenti espliciti e precisi all'andamento del rapporto debito/Pil.

L'obiettivo a medio termine (OMT) va determinato non più soltanto in modo da mantenere un margine di sicurezza rispetto al limite del 3% nel rapporto deficit/Pil ma anche da assicurare progressi verso la sostenibilità a medio termine delle finanze pubbliche e creare spazio per manovre espansive da perseguire soprattutto tramite un aumento degli investimenti pubblici. E poi è importante sottolineare che gli OMT potranno essere differenziati per ciascun paese, tenendo conto delle differenze nel tasso di crescita potenziale, nel livello del rapporto debito/Pil e delle passività implicite. Essi potranno discostarsi da una posizione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo, sul-

la base dei tre elementi appena ricordati, tra cui appunto il valore del rapporto debito/Pil di ciascun Stato membro.

III. *Il problema della sostenibilità del debito pubblico e alcuni cenni all'esperienza italiana*

10. Lo spostamento di attenzione dal breve periodo e dal saldo di bilancio (eventualmente corretto per il ciclo) verso il problema della sostenibilità a lungo termine del debito pubblico è stato accentuato dall'evolversi della crisi finanziaria, che ha portato in primo piano i rischi di solvibilità e di liquidità dei debiti sovrani di alcuni Stati membri dell'UME.

Nonostante l'affinamento dei metodi di calcolo e il ricorso a ipotesi di base alternative, il calcolo di diversi indici di sostenibilità effettuato da parte delle varie autorità nazionali e della stessa Commissione Europea (cfr. Tab. IV) può fornire soltanto vaghe indicazioni generali sulla situazione e le prospettive comparate dei singoli paesi. In realtà, la nozione di sostenibilità rimane elusiva perché essa si basa su proiezioni inevitabilmente incerte circa l'andamento futuro sia dei principali fattori che influenzano la dinamica del debito pubblico (livello e struttura dello stock iniziale di debito, tasso di crescita del prodotto interno lordo e delle sue componenti, tassi di interesse sulle diverse scadenze, saldo primario e sue componenti), sia delle complesse relazioni (dirette e indirette) tra questi diversi fattori, sia delle percezioni e delle reazioni da parte dei mercati.

Per mettere in evidenza la grande varietà dei modi e dei ritmi di variazione del rapporto debito/Pil e dei probabili numerosi fattori che li hanno influenzati in diversa misura nei vari sottoperiodi, conviene richiamare per brevi cenni l'esperienza italiana dall'unificazione del Regno d'Italia nel 1861 ad oggi.

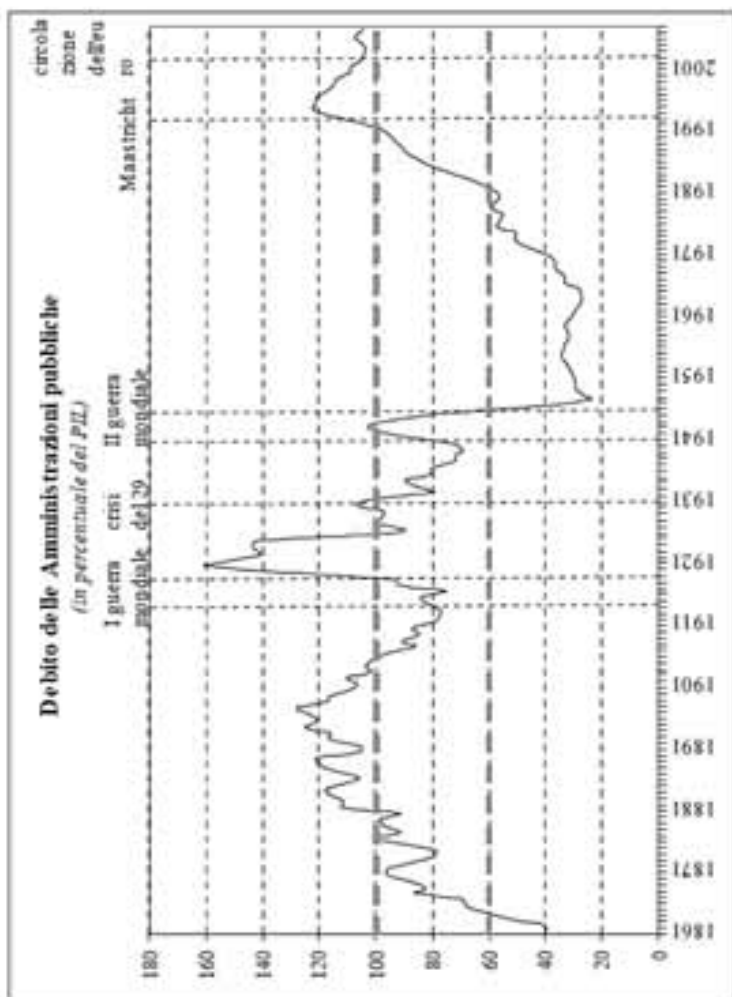
11. Basandoci sulla più recente ricostruzione dei dati relativi al debito pubblico complessivo (Francese e Pace 2008 da cui è tratto il grafico di p. 28), si possono formulare alcune sintetiche considerazioni di carattere generale:

Tab. IV Sustainability gaps (in percent of GDP)

	Structural primary balance		Change in age-related expenditure	S1					S2	
	2008	2009		Total S1	IBP*	OM*	LTC*	Total S2	IBP*	LTC*
BE	1.5	0.7	5.9	4.5	0.5	0.6	3.5	5.3	0.6	4.8
BG	1	3.1	3.2	-0.6	-0.7	-0.5	0.6	0.9	-0.6	1.5
CZ	-2.9	-2.9	6.3	5.3	3.7	-0.3	1.9	7.4	3.7	3.7
DK	5.6	2.8	1	-0.6	-1.9	-0.5	1.8	-0.2	-1.6	1.4
DE	1.6	0.6	5.1	3.1	0.8	0.2	2.1	4.2	0.9	3.3
EE	-3.9	-0.6	-0.1	0.3	1	-0.6	-0.2	1	1.1	-0.1
IE	-6.4	-7.6	8.7	12.1	8.2	0.2	3.7	15	8.3	6.7
GR	-2.1	-0.9	16	10.8	2.4	0.7	7.7	14.1	2.6	11.5
ES	-2.4	-5.2	8	9.5	5.9	-0.1	3.6	11.8	6.1	5.7
FR	-1.5	-2.7	2.1	5.5	3.8	0.4	1.4	5.6	3.8	1.8
IT	1.7	2	1.6	1.9	-0.2	0.7	1.4	1.4	-0.1	1.5
CY	2.9	0.2	10.7	4.6	0.2	-0.1	4.7	8.8	0.5	8.3
LV	-4.9	-8.1	1.3	9.4	8.8	-0.2	0.9	9.9	8.9	1
LT	-4.5	-3.1	6	5.4	3.7	-0.3	2	7.1	3.9	3.2
LU	2.3	1.2	16.2	6.2	-0.6	-0.8	7.5	12.5	-0.4	12.9
HU	-0.3	3.1	3.3	-1.1	-1.9	0.4	0.4	-0.1	-1.6	1.5
MT	-1.6	-0.2	9.2	4.7	1.1	0.2	3.4	7	1.4	5.7
NL	1.7	0	6.7	5.2	1.6	0	3.7	6.9	1.9	5
AT	0.8	-0.2	4	3.8	1.5	0.2	2.2	4.7	1.6	3.1
PL	-1.1	-3.1	-1.2	2.9	4.2	0	-1.2	3.2	4.4	-1.2
PT	-0.9	-2.4	2.8	4.7	3.4	0.3	1	5.5	3.7	1.9
RO	-2.2	-3.7	8.5	6.9	4.1	-0.4	3.2	9.1	4.3	4.9
SI	-1.3	-3.3	12.5	9.2	3.8	-0.3	5.7	12.2	3.9	8.3
SK	-3.5	-1.7	5.5	5.7	4.3	-0.3	1.6	7.4	4.5	2.9
FI	4.3	2.1	5.4	2.6	-0.8	-0.1	3.7	4	-0.5	4.5
SE	3.4	0.9	2.4	0.5	-0.1	-0.3	0.8	1.8	0.2	1.6
UK	-3.3	-2.8	4.8	10.8	8.6	0.2	2	12.4	8.8	3.6
EU27	-0.4	-2	4.4	5.4	3.1	0.2	2	6.5	3.3	3.2

*IBP = required adjustment given the initial budgetary position, OM = adjustment to reach the debt requirement (80% of GDP) in 2060, LTC = required adjustment given the long-term change in the primary balance due demographic aging. Source: European Commission, Sustainability Report 2008.

– per la maggior parte della sua storia, l'Italia ha avuto un livello del debito pubblico molto elevato: il valore del rapporto DP/Pil ha superato il 60% in 111 casi e ha superato o sfiorato il 100% in 56 casi;



– l'unico periodo a basso livello e bassa crescita del debito pubblico è stato il secondo dopoguerra, tra il 1946-47, dopo che il debito era stato azzerato da una grande inflazione, e la metà degli anni Sessanta quando riprese a crescere, prima più lentamente e poi accelerando;

– per il resto, si sono avute due forti impennate (in corrispondenza delle due guerre mondiali) seguite da due drastici abbatti-

menti nei dopoguerra; e due prolungate fasi di accumulo seguite da due più brevi fasi di decumulo, con livelli di debito pubblico persistentemente molto elevati (superiori al 60% del Pil);

– la più forte impennata del rapporto DP/Pil si verifica in corrispondenza della I guerra mondiale; il conseguente abbattimento negli anni Venti è attribuibile prevalentemente alla fortissima riduzione del debito estero, che era giunto a rappresentare quasi la metà del debito totale;

– alla più modesta impennata in corrispondenza della II guerra mondiale segue un abbattimento molto più consistente per effetto della fortissima inflazione;

– un primo periodo di sostanziale accumulo del debito pubblico, sia pure molto frastagliato e con molti picchi e avallamenti, si ha tra il 1861 e la fine dell'Ottocento, seguito da un relativo e irregolare decumulo sino alla I guerra mondiale;

– un nuovo periodo di sostanziale accumulo si avvia intorno alla metà degli anni Sessanta del secolo scorso, accelerando nel corso degli anni Ottanta fino ai primi anni Novanta, quando inizia un lento e incerto decumulo che si interrompe alla metà dello scorso decennio e si inverte poi con lo scoppio della crisi.

12. Quest'ultimo periodo, dalla metà degli anni Sessanta ad oggi, non è affatto omogeneo, anche all'interno delle fasi di più o meno rapido e frastagliato accumulo o decumulo del debito. In ciascuna singola fase in cui l'intero periodo può essere opportunamente scomposto, la dinamica del rapporto DP/PIL è influenzata in misura fortemente differenziata, e talvolta opposta, dall'andamento di numerose variabili e delle loro specifiche componenti (Longobardi e Pedone 1994, Visaggio 1997, Arcelli 1998). Tra tali variabili, in vario modo collegate tra loro nelle diverse fasi, assumono di volta in volta importanza preminente:

– il tasso di crescita dell'economia e la parte di esso attribuibile alla congiuntura internazionale, l'evoluzione delle condizioni di competitività e del saldo commerciale, delle partite correnti e della bilancia dei pagamenti;

– il costo del debito, legato al livello e alla composizione dello stock iniziale e al livello e struttura dei tassi di interesse influenzati dalla definizione dei rapporti tra Tesoro e Banca Cen-

trale, dal grado di liberalizzazione finanziaria e valutaria, dal funzionamento dei mercati monetari e finanziari nazionali e internazionali, dagli orientamenti della politica monetaria e di gestione del debito pubblico;

– il rapporto tra saldi di bilancio e variazioni dello stock di debito, e l'andamento delle singole componenti del saldo primario sia dal lato delle varie voci di spesa pubblica sia da quello delle varie forme di prelievo tributario.

L'esperienza storica italiana e della recente crisi finanziaria mostrano chiaramente che, nel determinare la dinamica del debito pubblico, la politica di bilancio, così come espressa dal saldo primario (e in particolare dalle sue componenti di entrate e spese "ordinarie o ricorrenti"), ha svolto e svolge un ruolo importante, ma non l'unico e non sempre il principale. L'esperienza mostra che altri fattori hanno influenzato, in misura variabile e spesso determinante, l'andamento del rapporto DP/Pil nel corso dei singoli episodi. L'azione di questi altri fattori e le politiche economiche dirette a influenzarli non vanno perciò trascurate quando ci si concentra sul consolidamento delle finanze mediante un miglioramento del saldo primario di bilancio.

IV. Il rafforzamento delle regole di bilancio nell'ambito della riforma della governance economica europea

13. Concentrarsi soltanto sull'esigenza di rafforzare le regole per la stabilità delle finanze pubbliche può rivelarsi, nelle presenti circostanze, insufficiente e illusorio, come dimostra l'esperienza di alcuni paesi dell'area euro nel corso della presente crisi e come è messo in evidenza dalle profonde e complesse interconnessioni tra situazioni e comportamenti degli intermediari finanziari privati, dei responsabili delle finanze pubbliche e degli orientamenti delle politiche monetarie a livello globale. Il rafforzamento delle regole per il consolidamento delle finanze pubbliche nell'area euro va perciò affrontato nell'ambito di una riforma complessiva della governance economica europea (GEE) diretta a fronteggiare l'evolversi e le conseguenze dell'attuale crisi, e a prevenirne il ripetersi. A loro volta, le iniziati-

ve avviate in materia di riforma della GEE vanno inquadrare in quelle a livello globale (in sede G20, Financial Stability Board, Fondo Monetario Internazionale) dirette a rafforzare la cooperazione e il coordinamento delle politiche macroeconomiche, e la sorveglianza e i meccanismi di prevenzione e risoluzione degli squilibri e delle crisi finanziarie.

Sono enormi le difficoltà incontrate in quelle sedi per giungere a un accordo e ad una condivisione dei criteri da utilizzare per definire, misurare e gestire i rischi sistemici, nonché per individuare i fattori che li determinano e le regole che dovrebbero guidare gli interventi delle autorità (quali e quante e a che livello?) per fronteggiare le situazioni di crisi, evitando allo stesso tempo il diffondersi di comportamenti opportunistici e riuscendo a orientare i mercati senza coartarli o esserne coartati. La presenza di tali difficoltà, che potranno solo in parte essere superate, non deve impedire che qualche utile passo avanti venga compiuto sul piano del miglioramento delle forme di coordinamento e attuazione delle politiche economiche in sede europea.

Il grado di coordinamento delle politiche economiche in Europa varia grandemente: si va da forme di politica unica (politiche commerciali, della concorrenza e, nell'ambito dell'UME, politica monetaria e valutaria) a forme di coordinamento variamente stretto (mercato unico, politiche di bilancio a livello aggregato) fino a forme di coordinamento anche molto debole (per molte altre politiche). L'Open Method of Coordination, riordinato nell'ambito della Strategia di Lisbona, non è riuscito a far superare gli ostacoli sostanziali e procedurali incontrati nel perseguire gli obiettivi di accrescere il potenziale di crescita economica, l'inclusione sociale e la sostenibilità ambientale nei singoli Stati membri.

14. Pur auspicandosi forme più incisive di coordinamento, la riforma avviata lo scorso anno della GEE sembra basarsi su tre pilastri. Il primo pilastro riguarda i meccanismi di prevenzione e correzione degli squilibri macroeconomici che, come si è visto, in molti casi si accompagnano, e in alcuni casi danno luogo, a gravi peggioramenti delle finanze pubbliche. Si è avviato, ed è ancora in corso, il dibattito sulla scelta degli indicatori, sul-

la misura e la definizione degli squilibri macroeconomici eccessivi, sulle modalità e i tempi degli interventi correttivi e sulla eventuale applicazione di sanzioni.

Intanto, si è proceduto all'introduzione dal 1 gennaio 2011 del semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche di bilancio e strutturali dei singoli Stati membri. Ciò richiede l'introduzione di modifiche rilevanti nel ciclo e negli strumenti nazionali della programmazione di bilancio che, in Italia, erano stati appena modificati con la legge 186 del dicembre 2009 (Tab. V), e ora dovranno essere riformulati secondo lo schema imposto dal semestre europeo (Tab. VI).

L'avvio del semestre europeo a partire da quest'anno può costituire la base per un più approfondito confronto e coordinamento delle politiche macroeconomiche nazionali, al fine di prevenire e correggere squilibri macroeconomici che potrebbero avere conseguenze rilevanti sulla stabilità dell'area euro. L'avvio del semestre europeo costituisce anche il quadro di riferimento per il secondo pilastro della riforma della GEE e che è costituito dal rafforzamento delle regole numeriche e procedurali per il consolidamento delle finanze pubbliche con la revisione del meccanismo preventivo, correttivo e sanzionatorio del Patto di Stabilità e Crescita e l'introduzione di requisiti minimi comuni per i sistemi di bilancio nazionali. Per valutare le modifiche proposte conviene tener presenti i vari motivi prima richiamati che hanno portato all'introduzione di regole di bilancio numeriche e procedurali comuni, e i dilemmi che si sono dovuti affrontare nella scelta di tali regole adottate e specificate nel Trattato di Maastricht e nelle diverse versioni (1997, 2005 e 2011) del Patto di Stabilità e Crescita.

In prospettiva, ciò richiederà che il nostro sistema di bilancio sia adeguato, oltre che all'avvio dal semestre europeo, anche alle modifiche tuttora in discussione del meccanismo preventivo e correttivo del PSC, e in particolare a quelle connesse alla definizione e attuazione di una politica di bilancio "prudente" e al criterio del debito diretto a valutare l'adeguatezza della velocità di riduzione quantitativa di debiti pubblici superiori al 60% (lungo una linea, avviata da tempo, di dare crescente importanza alla sostenibilità del debito che, non può essere valutata soltanto sulla base del suo livello attuale).

Tab. V – Il ciclo e gli strumenti della programmazione

L. 468/78	L. 196/09
Relazione Unificata sull' Economia e la Finanza Pubblica (28 febbraio)	Relazione sull' Economia e la Finanza Pubblica (15 aprile)
Rendiconto generale dello Stato* (30 giugno)	Rendiconto generale dello Stato* (30 giugno)
Disegno di legge di Assestamento* (30 giugno)	Disegno di legge di Assestamento* (30 giugno)
Documento di programmazione economica e finanziaria (30 giugno)	Decisione di finanza pubblica (15 settembre)
Relazione previsionale e programmatica (30 settembre)	Soppressa
Disegno di legge finanziaria (30 settembre)	Disegno di legge di stabilità (15 ottobre) Nota tecnico-illustrativa
Disegno di legge di bilancio (30 settembre)	Disegno di legge di bilancio (15 ottobre)
Disegni di legge collegati alla manovra di finanza pubblica (15 novembre)	Disegni di legge collegati alla manovra di finanza pubblica (28 febbraio)
Non previsto	Aggiornamento del programma di stabilità (calendario europeo)
Non previsto	Specifici documenti di programmazione delle AP diverse dallo Stato

* Tali documenti non costituiscono strumenti della programmazione secondo la definizione dell'articolo 7, ma fanno comunque parte del ciclo di bilancio

Altri aggiustamenti saranno richiesti per il rispetto dei requisiti minimi obbligatori (ed eventualmente di quelli “suggeriti”) in materia di:

– informazioni attendibili e tempestive (in termini di cassa e competenza economica) riferite, in modo omogeneo, all'intero comparto della P.A. e integrate da informazioni su passività implicite, agevolazioni tributarie e operazioni extra bilancio;

Tab. VI – Ciclo della programmazione secondo il “semestre europeo”

Gennaio:	la Commissione europea presenta l'Annual Growth Survey.
Febbraio-Marzo:	Il Consiglio Europeo elabora le linee guida di base della politica economica per la predisposizione dei programmi di stabilità e di convergenza (PSC) e dei programmi nazionali di riforma (PNR) dei singoli Stati membri.
Aprile:	gli Stati membri sottopongono i PSC e i PNR.
Giugno:	la Commissione europea, sulla base dei PSC e dei PNR presentati, elabora le raccomandazioni di politica economica e di bilancio per i singoli Stati membri.
Luglio:	il Consiglio Ecofin e il Consiglio per l'occupazione e affari sociali approvano le raccomandazioni della Commissione europea.
Successivamente:	gli Stati membri approvano le leggi di bilancio tenendo conto delle raccomandazioni.

– modalità di formulazione delle previsioni di bilancio realistiche e prudenti, orientate al medio termine con un orizzonte di almeno tre anni;

– monitoraggio continuo ed efficace sull'evoluzione delle grandezze di bilancio, con l'individuazione e l'eventuale applicazione di meccanismi correttivi.

Può accadere che, pur apportando tali adeguamenti e pur rispettando le regole (e tanto più non rispettandole pienamente), uno Stato membro può venire a trovarsi di fronte a una situazione di imminente crisi finanziaria. Perciò, la riforma della GEE prevede un terzo pilastro, consistente nell'istituzione di un meccanismo di gestione delle crisi che consenta di assicurare stabilità evitando comportamenti opportunistici. In tale direzione ci si dovrebbe muovere passando dallo Strumento europeo per la stabilità finanziaria, messo in atto nel maggio dello scorso anno per intervenire a sostegno delle finanze dello Stato greco, verso l'istituzione di un Meccanismo europeo di stabilità finanziaria, di cui andranno definiti compiti, risorse e modalità d'intervento.

Soltanto procedendo ad una solida costruzione contemporanea di questi tre pilastri, e non limitandosi al solo rafforzamento

delle regole di finanza pubblica, si potranno ridurre le probabilità del manifestarsi di nuove gravi crisi e, nel caso del loro verificarsi, si potranno attenuare le loro conseguenze negative.

Tabella A1 – Saldi di bilancio complessivi per alcune economie sviluppate 2007-2015 (in % del PIL).

	2007	2008	2009	2010	2011	2015
Stati Uniti	-2,7	-6,7	-12,9	-11,1	-9,7	-6,5
	-2,1	-4,8	-7,2	-7,9	-7,0	-5,7
Germania	0,2	0,0	-3,1	-4,5	-3,7	-1,4
	-0,5	-0,5	-0,9	-3,3	-2,9	-1,5
Francia	-2,7	-3,3	-7,6	-8,0	-6,0	-2,2
	-3,2	-3,2	-5,6	-6,3	-4,6	-2,1
Italia	-1,5	-2,7	-5,2	-5,1	-4,3	-3,0
	-2,3	-2,4	-3,3	-3,5	-2,9	-3,0
Spagna	1,9	-4,1	-11,2	-9,3	-6,9	-4,4
	0,2	-5,2	-9,7	-7,5	-5,3	-4,4
Portogallo	-2,8	-2,8	-9,3	-7,3	-5,2	-5,8
	-3,5	-3,3	-8,1	-6,1	-4,0	-5,1
Irlanda	0,1	-7,3	-14,6	-31,9	-11,8	-5,8
	-7,5	-11,3	-9,5	-8,6	-7,3	-5,9
Grecia	-3,7	-7,7	-13,6	-7,9	-7,3	-2,0
	-7,3	-9,7	-16,5	-7,1	-5,3	-0,8
Belgio	-0,2	-1,2	-5,9	-4,8	-5,1	-5,2
	-1,1	-2,2	-3,8	-3,4	-3,0	-2,1
Regno Unito	-2,7	-4,9	-10,3	-10,2	-8,1	-2,4
	-3,1	-5,6	-8,3	-7,9	-6,2	-1,7
Giappone	-2,4	-4,1	-10,2	-9,6	-8,9	-7,4
	-2,5	-3,6	-7,3	-7,6	-7,2	-7,3
Canada	1,6	0,1	-5,5	-4,9	-2,9	-0,2
	0,6	0,0	-3,2	-3,4	-2,0	-0,2

Note: la prima riga indica il saldo complessivo; la seconda riga il saldo complessivo corretto per il ciclo.

Fonte: IMF (2010), Fiscal Exit: From Strategy to Implementation. Fiscal Monitor, Nov. 2010.

Tabella A2 – Saldi di bilancio primari per alcune economie sviluppate 2007-2015 (in % del PIL)

	2007	2008	2009	2010	2011	2015
Stati Uniti	-0,6	-4,7	-11,2	-9,5	-8,0	-2,7
	0,0	-2,9	-5,5	-6,5	-5,4	-2,0
Germania	2,6	2,5	-0,8	-2,2	-1,5	0,4
	2,0	1,9	1,3	-1,0	-0,7	0,3
Francia	-0,4	-0,8	-5,5	-5,8	-3,6	0,3
	-0,9	-0,6	-3,6	-4,1	-2,3	0,4
Italia	3,3	2,2	-0,9	-0,8	0,4	2,3
	2,5	2,4	0,9	0,7	1,7	2,3
Spagna	3,0	-3,0	-9,9	-7,5	-4,7	-1,0
	1,3	-4,1	-8,5	-5,7	-3,2	-1,0
Portogallo	-0,1	0,1	-6,4	-4,1	-1,7	-1,7
	-0,8	-0,4	-5,3	-3,0	-0,6	-1,0
Irlanda	0,3	-6,9	-13,1	-29,3	-8,1	-0,7
	-7,3	-10,8	-8,0	-6,1	-3,8	-0,7
Grecia	0,5	-3,1	-8,6	-2,2	-0,8	5,8
	-2,9	-4,7	-11,3	-1,5	0,9	6,8
Belgio	3,7	2,6	-2,1	-1,1	-1,5	-1,4
	2,9	1,6	-0,1	0,2	0,5	1,7
Regno Unito	-1,1	-3,3	-8,4	-7,6	-5,2	0,5
	-1,5	-4,0	-6,5	-5,4	-3,4	1,1
Giappone	-1,9	-3,4	-9,1	-8,2	-7,2	-5,1
	-2,0	-2,8	-6,2	-6,2	-5,6	-5,0
Canada	2,2	0,1	-4,6	-4,5	-2,8	-0,8
	1,2	0,0	-2,3	-2,9	-1,8	-0,8

Note: la prima riga indica il saldo complessivo; la seconda riga il saldo complessivo corretto per il ciclo.

Fonte: IMF (2010), Fiscal Exit: From Strategy to Implementation. Fiscal Monitor, Nov. 2010.

Tabella A3 – Saldi di bilancio complessivi e primari per alcune economie emergenti 2007-2015 (in % del PIL)

	2007	2008	2009	2010	2011	2015
<i>a) Saldi complessivi</i>						
Cina	0,9	-0,4	-3,0	-2,9	-1,9	0,1
	0,3	-0,8	-3,1	-3,2	-2,2	0,0
India	-4,2	-7,6	-10,1	-9,6	-8,8	-6,7
	-3,9	-7,4	-10,1	-8,7	-7,2	-3,9
Russia	6,8	4,3	-6,2	-4,8	-3,6	-3,4
	6,0	3,0	-3,3	-2,8	-2,4	-3,4
Brasile	-2,6	-1,3	-3,2	-1,7	-1,2	-1,2
	-3,0	-2,0	-2,3	-1,8	-1,2	-1,2
Messico	-1,3	-1,4	-4,9	-3,6	-3,0	-2,7
	-0,8	-1,0	-2,7	-2,8	-2,3	-2,5
<i>b) Saldi primari</i>						
Cina	1,3	0,1	-2,5	-2,4	-1,4	0,5
	0,7	-0,3	-2,7	-2,7	-1,7	0,4
India	1,1	-2,5	-4,8	-4,5	-4,0	-0,2
	1,5	-2,3	-4,8	-3,7	-2,4	2,7
Russia	6,8	4,5	-5,9	-4,3	-2,9	-2,7
	6,0	3,3	-3,0	-2,3	-1,8	-2,7
Brasile	3,4	4,1	2,1	3,3	3,2	3,3
	3,1	3,5	3,0	3,3	3,2	3,3
Messico	1,4	1,3	-2,3	-1,7	-1,1	-0,3
	1,9	1,7	-0,4	-1,0	-0,5	-0,1

Note: la prima riga indica il saldo non corretto per il ciclo; la seconda riga il saldo corretto per il ciclo.

Fonte: IMF (2010), Fiscal Exit: From Strategy to Implementation. Fiscal Monitor, Nov. 2010.

Tabella A4 – Debito pubblico lordo e netto per alcune economie sviluppate
2007-2015

	2007	2008	2009	2010	2011	2015	2007 2011	2011 2015	2007 2015
Stati Uniti	62,1	71,1	84,3	92,7	99,3	110,7	37,2	11,4	48,6
	42,4	47,6	58,8	65,8	72,7	84,7	30,3	12,0	42,3
Germania	64,9	66,3	73,5	75,3	76,5	75,6	11,6	-0,9	10,7
	50,1	49,7	55,9	58,7	60,4	61,7	10,3	1,3	11,6
Francia	63,8	67,5	78,1	84,2	87,6	88,3	23,8	0,7	24,5
	54,1	57,8	68,4	74,5	77,9	78,6	23,8	0,7	24,5
Italia	103,5	106,1	115,8	118,4	119,7	118,8	16,2	-0,9	15,3
	87,2	89,0	96,8	99,0	100,1	99,5	12,9	-0,6	12,3
Spagna	36,1	39,7	53,1	63,5	70,2	82,0	34,1	11,8	45,9
	26,5	30,4	43,7	54,1	60,9	72,6	34,4	11,7	46,1
Portogallo	62,7	65,4	76,3	83,1	87,1	97,8	24,4	10,7	35,1
	58,1	61,1	72,1	78,9	82,9	93,6	24,8	10,7	35,5
Irlanda	25,0	44,4	65,5	99,4	107,8	113,9	82,8	6,1	88,9
	12,2	23,0	36,4	69,4	77,3	85,5	65,1	8,2	73,3
Grecia	95,6	99,2	115,2	130,2	139,3	133,9	43,7	-5,4	38,3
Belgio	82,8	89,7	96,8	100,2	103,1	108,2	20,3	5,1	25,4
	73,3	74,0	86,6	91,4	94,4	100,1	21,1	5,7	26,8
Regno Unito	43,9	52,1	68,5	76,7	81,9	83,9	38,0	2,0	40,0
	38,2	45,6	61,0	68,8	74,0	76,0	35,8	2,0	37,8
Giappone	187,7	194,7	217,6	225,8	234,1	249,1	46,4	15,0	61,4
	81,5	94,9	111,6	120,7	129,5	153,4	48,0	23,9	71,9
Canada	65,1	69,8	81,6	81,7	80,5	71,6	15,4	-8,9	6,5
	23,1	22,4	29,0	32,2	33,5	32,2	10,4	-1,3	9,1

Note: la prima riga è riferita al rapporto tra debito pubblico lordo; e PIL; la seconda riga al rapporto tra debito pubblico netto e PIL.

Fonte: IMF (2010), Fiscal Exit: From Strategy to Implementation. Fiscal Monitor, Nov. 2010.

Tabella A5 – Debito pubblico lordo e netto per alcune economie emergenti 2007-2015

	2007	2008	2009	2010	2011	2015	2007 2011	2011 2015	2007 2015
Cina	19,8	16,8	18,6	19,1	18,9	14,0	-0,9	-4,9	-5,8
India	75,7	73,7	77,7	75,1	74,0	69,6	-1,7	-4,4	-6,1
Russia	8,5	7,8	10,9	11,1	12,9	14,6	4,4	1,7	6,1
Brasile	65,2	64,1	68,9	66,8	66,6	64,8	1,4	-1,8	-0,4
	45,1	37,9	42,3	36,7	35,5	30,8	-9,6	-4,7	-14,3
Messico	38,2	43,3	44,9	45,1	45,7	43,7	7,5	-2,0	5,5
	31,4	35,7	39,1	39,6	40,3	39,4	8,9	-0,9	8,0

Note: la prima riga è riferita al rapporto tra debito pubblico lordo e PIL; la seconda riga al rapporto tra debito pubblico netto e PIL.

Fonte: IMF (2010), Fiscal Exit: From Strategy to Implementation. Fiscal Monitor, Nov. 2010.

Bibliografia

- Abbas S.A., N. Belhocine, A. ElGanainy, and M. Horton (2010), *A Historical Public Debt Database*, IMF WP/10/245.
- Arcelli M. (1984), “Deficit pubblico e svolta monetaria”, *Economia Italiana*, numero speciale.
- Arcelli M. (1990), “I contributi delle commissioni di studio del Tesoro alla politica monetaria e alla gestione del debito pubblico”, in Arcelli M. (a cura di), *Politica monetaria e debito pubblico negli anni Ottanta in Italia*, Torino, Utet.
- Arcelli M. (1998), “Il rientro del debito pubblico”, *Economia Italiana*, n. 1.
- Artoni R. e S. Biancini (2004), “Il debito pubblico dall’Unità ad oggi”, in Ciocca P. e G. Toniolo (a cura di), *Storia Economica d’Italia*, Bari, Laterza.
- Checherita C. and Rother P. (2010), *The Impact of high and growing government debt on economic growth. An empirical investigation for the Euro area*, European Central Bank WP No 1237.
- Cottarelli C. and A. Schaechter (2010), *Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies*, IMF Staff Position Notes, 10/13.

- De Luca G. e A. Maioli (a cura di) (2007), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX*, Milano, Angeli.
- Dornbusch R. and J. Poterba (1990), "Debt and Deficits in the 1990s", in Makin J.H., N.J. Ornstein and D. Zlowe (eds.), *Balancing Act. Debt, Deficit, and Taxes*, Washington, D.C., The AEI Press.
- Ente Einaudi (1992), *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*. Vol. I. *Alle radici del deficit: politica della spesa e politica fiscale*. Vol. II. *Le politiche di rientro: problemi macro e microeconomici dell'aggiustamento*. Bologna, il Mulino.
- European Commission (2010a), "Public Finances in EMU 2010", *European Economy*, No. 4/2010.
- European Commission (2010b), *European Economic Forecast*, Autumn.
- Fausto D. (2005), "Lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)", in *Rivista di Storia Finanziaria* n. 15, luglio-dicembre.
- Favero C.A. and A. Missale (2010), "EU Public Debt Management and Eurobonds", in European Parliament, *Euro Area Governance. Ideas for Crisis Management Reform*.
- Francesco M. e A. Pace (2008), *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 31.
- Garbero P. (2001), "I costi medi dei debiti pubblici nei paesi dell'Unione Europea, 1973-1999", in *Economia Italiana*, maggio-agosto.
- Giavazzi F. and L. Spaventa (eds.) (1988), *High public debt: the Italian experience*, Cambridge University Press.
- Graziani A. (a cura di) (1988), *La spirale del debito pubblico*, Bologna, il Mulino.
- Herber B.P. (ed.) (1986), *Public Finance and Public Debt*, Detroit, Wayne State University Press.
- Longobardi E. e A. Pedone (1994), "Le politiche di bilancio e il debito pubblico", in Pizzuti F.R. (a cura di), *L'economia italiana dagli anni Settanta agli anni Novanta*, Milano, McGraw-Hill.
- Ministero del Tesoro (1988), *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, Roma, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.

- Morcaldo G. (1993), *La finanza pubblica in Italia*, Bologna, il Mulino.
- Neck R. and Sturm J.-E. (2008), *Sustainability of Public Debt*, CESifo Seminar Series. Cambridge, Mass., The MIT Press.
- Pedone A. (2011), “Vecchi e nuovi problemi nell’impiego delle politiche di bilancio”, in *Moneta e Credito*, vol. 64, n. 253.
- Pedone A. e L. Spaventa (1982), “Il debito pubblico e i tassi di interesse”, in *Rapporto CER-Centro Europa Ricerche*, n. 1, gennaio.
- Piergallini A. and M. Postigliola (2011), *Fiscal Policy and Public Debt Dynamics in Italy*, mimeo.
- Pisauro G. (2010), “I conti pubblici: quota 115 dopo il decennio perduto”, in Guerra M.C. e A. Zanardi (a cura di), *La finanza pubblica italiana. Rapporto 2010*, Bologna, il Mulino.
- Reinhart C.M. and Rogoff K.S. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton Press.
- Salvemini M.T. (1992), *Le politiche del debito pubblico*. Roma-Bari, Laterza.
- Sarcinelli M. (1990), “Tendenze e squilibri della finanza pubblica italiana”, *Economia Italiana*, n. 2.
- Spaventa L. (1985), “Piani di rientro, politica fiscale e politica monetaria”, *Economia Italiana*, n. 1.
- Steve S. (1997), *Scritti vari*, Milano, Angeli.
- Tanzi V. (1985), “The Deficit Experience in Industrial Countries”, in Cagan P. (ed.), *The Economy in Deficit*, Washington, D.C., American Enterprise Institute.
- Tanzi V. and D. Fanizza (1995), *Fiscal Deficit and Public Debt in Industrial Countries, 1970-1994*, IMF Working Paper 95/49.
- Vaciago G. (1990), “Debito pubblico e mercati finanziari”, in Arcelli M. (a cura di), *Politica monetaria e debito pubblico negli anni Ottanta in Italia*, Torino, Utet.
- Visaggio M. (1997), *Politiche di bilancio e debito pubblico*, Roma, La Nuova Italia Scientifica.

Troppo debito: cause e rimedi

di Giacomo Vaciago¹

Il 4 ottobre 2009 – festa di San Francesco, patrono d'Italia – si vota in Grecia. Un mese dopo, il nuovo Governo riconosce che il deficit pubblico non sarà il 3%, ma il 13% del PIL! Inizia così una crisi finanziaria dell'Eurozona che è ancora in corso e che presenta molte analogie e qualche significativa differenza con la crisi più generale iniziata il 9 agosto 2007 e anch'essa in corso. Anche in questo caso, ne subiamo i danni senza averne avuto molta colpa, ma ciò non consola.

Pone anzitutto una serie di domande sulle cause: chi ne ha più colpa? È colpa del Governo, che ha finanziato con debito pubblico una spesa che non contribuendo allo *sviluppo* del reddito ha portato ad un debito pubblico “eccessivo”, cioè non sostenibile? Oppure, è colpa dei privati – famiglie e imprese – che hanno fatto troppi debiti (per finanziare spesa corrente, e non investimenti), e quindi delle banche che hanno sbagliato a concedere quei finanziamenti? Oppure ancora, è colpa della Banca Centrale che ha tenuto una politica monetaria troppo espansiva e quindi tassi di interesse troppo bassi, che hanno reso conveniente quell'eccessivo indebitamento (pubblico e/o privato)?

Sappiamo che la crisi finanziaria globale iniziata nel 2007 ha avuto cause che rappresentano un mix delle tre appena individuate: troppo debito privato e/o pubblico anche perché era troppo espansiva la politica monetaria. Nel caso dell'Eurozona,

¹ Giacomo Vaciago – Università Cattolica, Milano.

c'è solo un problema in più: i paesi coinvolti essendo membri di una Unione monetaria non hanno a disposizione né propri tassi di interesse né tassi di cambio come possibili strumenti autonomi per correggere le conseguenze della crisi: per poterlo fare dovrebbero uscire dall'Euro. Ecco perché una crisi che era iniziata come crisi di debito pubblico (dalla scoperta delle bugie della Grecia), è diventata crisi bancaria (dai salvataggi delle banche irlandesi) e infine crisi dell'Euro (da quando si è visto che alcuni paesi, per salvarsi, avrebbero bisogno di una svalutazione). Chi prova a ridurre il debito "eccessivo", scopre che la cosa non è affatto facile (come si vede in Grecia) perché la prima conseguenza è una caduta del reddito! Oggi la crisi ha ancora tutte e tre quelle dimensioni, e ciò spiega perché dopo un anno e più si stia ancora discutendo dei rimedi. Rimedi che non arrivano o che non saranno buoni, se non c'è consenso sulle cause dei nostri guai. Torniamo quindi a ragionare su come si arriva ad una crisi dovuta a debito "eccessivo".

Nella Fowler Hamilton Lecture² tenuta a Oxford il 13 novembre 1992, sottolineavo la contrapposizione tra due scuole di pensiero, ambedue dalle nobili origini, sui possibili effetti di un debito "eccessivo". Secondo una prima scuola – che Barro riconduce a Ricardo – solo *per errore* una persona "normale" può fare un debito *eccessivo*; direttamente e allora lo chiamiamo debito privato, oppure tramite il Governo che ha eletto, e allora lo chiamiamo debito pubblico. In altre parole, le persone normali, che non fanno errori, hanno sempre e solo il debito (e la distinzione fra privato e pubblico non rileva!) che vogliono avere. Non si può neppure discutere di effetti reali di un debito diverso da quello voluto, né di un Governo che fa più debito di quanto i cittadini vogliano: non sono loro a scegliersi il Governo³?

Basta allontanarsi un po' dal mondo rarefatto di Barro, in cui la persona "normale" rappresenta tutti e ciascuno, e in cui la razionalità ci impedisce di fare errori; per capire che nel mon-

² Vedi *Public versus Private Debt*, "BNL Quarterly Review", September 1993.

³ L'esperienza recente conferma che i cittadini mandano a casa i Governi che hanno fatto troppo debito pubblico; vedi Grecia e Irlanda.

do in cui viviamo, è giustificata l'alternativa ipotesi keynesiana di un debito pubblico a volte utile per sostituirsi al possibile pessimismo dell'imprenditore (che non investe) o del *rentier* (che non vuole rinunciare alla liquidità). E se i cittadini non sono tutti rappresentati dalla persona "normale", ma hanno ben diverse preferenze sulla spesa pubblica e sulle tasse da pagare per averla, allora vediamo la possibilità che siano presenti e diventino causa di nuovi problemi debiti, pubblici e/o privati eccessivi. È anche chiaro perché in questo secondo modello, se il debito pubblico da medicina può diventare malattia, sia necessario considerare come tale anche il debito privato.

Se ambedue possono essere "eccessivi" e quindi causare guai (che vanno dallo "spiazzamento" di altra spesa al fallimento del debitore), la sostenibilità di ciascuna componente dipenderà anche da quella dell'altra. L'Italia ha potuto sopravvivere con un elevato debito pubblico anche perché gli italiani, per lo meno quelli di loro che pagano poche tasse, hanno preferito avere titoli del debito pubblico in cui investire il proprio risparmio, anche quello equivalente alle tasse evase.

In tutti questi casi, è chiaramente elevata la sostituibilità tra le due componenti del debito, ed è quindi il totale la misura corretta per valutare la sostenibilità del debito, che come è noto corrisponde al saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. La gravità della crisi odierna in zona Euro è ben diversa per paesi come Grecia, Spagna, Portogallo il cui deficit corrente con l'estero supera il 10% del PIL (nel caso della Grecia già dal 2006!!) rispetto all'Italia il cui deficit con l'estero dovuto soprattutto all'aumento del prezzo del petrolio, è dell'ordine del 3% del PIL.

Questa essendo la realtà odierna da curare, ci sono ancora due problemi da affrontare. Anzitutto, perché nel Trattato di Maastricht e nella sua successiva applicazione data dal *Patto di stabilità* comparisse lo squilibrio (debito e deficit) riferito soltanto al settore pubblico. E infine se i rimedi che si stanno progettando a Bruxelles siano quelli corretti.

Sul primo punto, va ricordato che i requisiti di Maastricht e i successivi due criteri del *Patto di stabilità* erano stati pensati a difesa dell'*indipendenza* della Banca centrale europea nel suo

unico compito di garantire la stabilità del valore della nuova moneta, l'Euro.

La *view* allora prevalente era duplice. Da un lato, che uno squilibrio di finanza pubblica potesse indurre un Governo a desiderare una monetizzazione dell'eccessivo debito pubblico. Evitare ciò significa quindi prevenire uno squilibrio di finanza pubblica che non si cura altrimenti. Come tipicamente avviene quando il maggior debito pubblico non serve a finanziare quanto fa bene alla crescita dell'economia: è per questo che il limite riguarda il rapporto Debito/PIL, che non aumenterà se al maggior numeratore segue sempre un altrettanto maggiore denominatore, cioè se il debito è anche "utile".

La seconda *view* – oggi meno certa e condivisa – era che la stabilità monetaria fosse condizione necessaria e di solito sufficiente per avere anche la stabilità finanziaria. In realtà, è avvenuto il contrario: i successi della BCE nel conseguire una buona moneta comune e quindi poca inflazione e bassi tassi di interesse per tutti i paesi membri, hanno finito col favorire gli squilibri di finanza pubblica, e/o privata, dei paesi membri che hanno utilizzato i benefici dell'Euro non per finanziare gli investimenti produttivi necessari per convergere verso i paesi più ricchi, ma un *mix* di maggior spesa corrente e di speculazioni immobiliari. La teoria della crescita non spiega la crescita della produttività totale di un paese con il boom dell'edilizia e/o con l'aumento degli stipendi dei dipendenti pubblici!

D'altra parte, anche l'eccesso di debito privato e la conseguente crisi delle banche pongono problemi, diretti e indiretti, alla politica monetaria. Non solo nei casi più manifesti, come per l'Irlanda dove il salvataggio delle banche è ancora avvenuto con maggior debito pubblico. Ma anche nei casi in cui il debito pubblico resta sotto controllo e però la fragilità del sistema bancario richiede interventi accomodanti della Banca centrale.

In ultima analisi, la crisi risulterà superata e le difese del sistema Euro saranno tornate robuste, quando sarà stata ripristinata la "cultura" della stabilità monetaria e finanziaria: i debiti non sono mai eccessivi se di norma servono a finanziare la crescita che sola rende quei debiti sostenibili. I debiti privati perché finanziano investimenti privati; e i debiti pubblici perché fi-

nanziano investimenti pubblici. Bisogna anche tornare a credere che i Governi sono utili perché evitano o correggono gli errori dei privati (*market failures*) e non perché ne sono complici.

Se da questi principii molto generali e di ovvio senso comune vogliamo ricavare alcune indicazioni che riguardano la necessaria ricostruzione degli equilibri finanziari nella Eurozona – perché anche qui abbiamo debiti mai prima visti in tempo di pace⁴ – due aspetti devono essere sottolineati. Il primo riguarda gli obiettivi; il secondo i vincoli, ed ambedue dovrebbero essere considerati nella riscrittura del *Patto di stabilità e crescita*.

Anzitutto, il titolo stesso di quel “patto”. Si ricorderà che la crescita fu aggiunta all’ultimo minuto, ma non entrò mai a pieno titolo nella lettera e nello spirito del Patto. Tanto è vero che di crescita si parlò in seguito, e quell’obiettivo fu poi affidato ad un diverso protocollo, che va sotto il nome di “Strategia di Lisbona (2000)”. Le due cose, la stabilità e la crescita, furono messe su due diversi percorsi dotati ciascuno di una sua *governance* e solo dopo quest’ultima crisi⁵ si è pensato utile provare a riunire le due cose. Meglio tardi che mai! Perché ciò che abbiamo imparato dopo molti secoli caratterizzati da tante crisi finanziarie dovute a debito eccessivo – e non è facile decidere se le peggiori siano state le crisi dovute a troppo debito pubblico o quelle dovute a troppo debito privato – è che una crisi è, prima o poi, certa se un debito crescente non serve a finanziare la crescita economica che sola può rendere quel debito *sostenibile*.

All’interno di una “unione incompleta” cioè solo monetaria, senza ancora le regole – anzitutto di sovranità politica – di una comune politica di bilancio, è chiaro che i “trasferimenti” di risorse da un paese all’altro non dovrebbero diventare strutturali, cioè difficilmente reversibili. Mentre la crisi odierna è esplosa ed è diventata di difficile soluzione quando si è osservato che una parte della zona Euro era in modo permanente finanziata dall’altra parte. I rispettivi saldi delle partite correnti di bilancia

⁴ Vedi S.G. Cecchetti, M.S. Mohanty, F. Zampolli, *The future of public debt: prospects and implications*, BIS Working Paper, March 2010.

⁵ Vedi I. Visco, *La riforma della governance economica europea*, Camera dei deputati, 10 dicembre 2010.

dei pagamenti e i sottostanti saldi finanziari dei settori, confermano la fragilità di quello squilibrio: non si stava finanziando il processo di convergenza, cioè gli investimenti grazie ai quali la “periferia” (a cominciare dalla Grecia) raggiungeva la produttività ed i livelli di reddito procapite dei “paesi centro” (a cominciare dalla Germania), ma un insostenibile, perché “inutile”, accumulazione di debito.

Il futuro ritorno alla normalità, assumendo come a tutti evidente che l’Unione non faccia presto passi avanti sulla strada dell’unione politica, richiede dunque che il “Patto” diventi davvero utile, cioè serva alla *crescita* ed alla *convergenza*, ponendo sotto osservazione gli indicatori rilevanti a misurare – e quindi a consentire – il perseguimento di quei due obiettivi.

Debito pubblico e rilancio della domanda in Europa

di Attilio Ventura¹

L'Europa come oggi noi la conosciamo è in una fase di grande trasformazione, e il sistema finanziario europeo è, in effetti, di fronte a sfide e scelte importanti, se non decisive. La crisi finanziaria ha avuto non solo impatti concreti nell'economia reale, ma, anche, ha reso palesi le contraddizioni della finanza e dell'economia moderna.

Vorrei contribuire alla discussione odierna dando alcune idee sulla mia esperienza diretta dei mercati, e formulare alcune proposte, forse vicine alla provocazione, che possano – spero – suscitare interesse e dibattito.

Cominciando dalla crisi più vicina in termini di tempo, quella relativa alle tensioni sul debito sovrano di alcuni paesi europei. Le radici di questa crisi sono in alcuni casi profonde e strut-

¹ Attilio Ventura, si è laureato in Economia e Commercio presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. Ha svolto corsi di specializzazione in Economia e Finanza alla Seton Hall University di South Orange (Stati Uniti) e Merrill Lynch di New York. Il Dott. Ventura è stato dal 1967 Agente di Cambio e dal 1981 membro del Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio. Dal 1985 al 1988 il Dott. Ventura è stato Vice Presidente del Comitato Direttivo Borse Valori, dal 1988 al 1992 Presidente Comitato Direttivo Borse Valori e dal 1992 al 1995 Presidente del Consiglio Borse Valori. Successivamente il Dott. Ventura è stato Consigliere di Amministrazione della Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. (dal 1996 al 1998) e Vice Presidente della "Fondazione Aretè" dell'Ospedale San Raffaele di Milano (dal 2004 a tutt'oggi). Attualmente il Dott. Ventura è Consigliere di Amministrazione di Mediaset SpA (direttore indipendente non esecutivo), di Aedes s.g.r. e di Ceresio Sim.

turali, mentre in altri più vicine agli sforzi fatti per risolvere la crisi finanziaria, aiutare il sistema bancario e cercare di fare politiche espansive per innescare la ripresa economica. I diversi stati hanno operato ciascuno in modo diverso, secondo le condizioni e possibilità, ma la linea di fondo è stata simile.

In pratica abbiamo assistito a una crescita improvvisa e consistente del debito sovrano. In alcuni paesi questa crescita è stata talmente significativa da far dubitare al mercato circa le reali capacità di alcuni di quei paesi di rimanere solvibili nel medio lungo termine. Questo si è tradotto in una crescita considerevole degli *spread* tra le emissioni di titoli di debito pubblico degli stati più deboli (es. Grecia, Irlanda...) e il *benchmark* di riferimento dato dai titoli di stato tedeschi.

In pratica cosa è successo? Che il vantaggio di appartenere alla stessa area economica e di utilizzare la stessa moneta – l'euro – si è affievolito, dato che il debito degli stati deboli “costa” molto di più di quelli “forti”. Questo vuol dire, tuttavia, che il mercato non considera i paesi membri dell'area Euro come un rischio omogeneo, ma differenzia, anche in modo significativo. In pratica il *default* di un paese non è un'eventualità accademica ma viene percepita come una possibilità reale (se non fosse così l'Irlanda e la Germania pagherebbero lo stesso in termini di *spread*).

Questo è un fenomeno molto significativo, perché rappresenta l'esatto contrario di quella convergenza a cui l'Europa dovrebbe tendere. Infatti, guardando il rendimento dei titoli di debito pubblico, quelli che rendono (costano) di più sono i titoli dei paesi più deboli. In pratica, le risorse che dovrebbero essere convogliate verso le aree più deboli per svilupparle e convergere sono invece implicitamente drenate dalle dinamiche del mercato (l'avversità al rischio di chi compra i titoli pubblici), ovvero nel comportamento degli investitori che per continuare a finanziare i paesi meno forti chiedono ritorni sempre più elevati (mentre si accontentano di molto meno quando il rischio è basso, come nel caso tedesco). Questo è normale, e se ci pensiamo un attimo, tutti noi, investendo i nostri propri risparmi, faremmo lo stesso. Ma tutto questo ha un effetto finale perverso.

Ma anche per i paesi più grandi vale un discorso simile e un esempio ancora più significativo si può fare con l'Italia. Il nostro paese paga già ora *spread* di circa 200 punti base maggiori di quelli della Germania, ma dovrebbe porsi gli stessi obiettivi di crescita e sviluppo. In realtà siamo come un corridore che corra con una palla al piede. Perché quei 200 punti base che il mercato chiede allo stato italiano per prestargli denaro, sono 200 punti base su di un debito ora pari al 115% e più del PIL, ovvero un 2/2.5% del PIL stesso, all'anno. Tutte risorse che noi togliamo allo sviluppo del nostro paese per passarle alla rendita finanziaria, tra l'altro non necessariamente interna. In pratica, per continuare a investire e svilupparsi allo stesso livello della Germania nel medio e lungo termine, l'Italia "produttiva" dovrebbe, in media, essere più brava dei tedeschi al punto di produrre extra risorse per compensare il costo maggiore del debito.

Se a questo aggiungiamo l'idea di far "rientrare" il debito esistente nel lungo termine al 60% del PIL con "rate annuali" di circa il 3% (vediamo come si interpreteranno), ci esponiamo a un drenaggio di risorse al 5/6% del PIL all'anno dagli investimenti produttivi all'economia finanziaria (non nazionale). In queste condizioni non c'è possibilità di competizione con la Germania, ma anche con altri.

Ma immaginiamo il caso della Grecia: i greci già ora pagano fino a 900 punti base in più rispetto ai titoli tedeschi². Per far fronte al loro crescente debito hanno fatto una serie di manovre restrittive, che hanno portato il paese in recessione. Ora, per definizione, per recuperare le stesse risorse nel medio termine, questo si tradurrà in un circolo vizioso che porterà a sempre maggiori contrazioni nella spesa e negli investimenti. Due considerazioni: è chiaro che se il mercato fa pagare tanto allo stato greco, chi ha investito in quei titoli sta scontando la possibilità di perdere dei soldi per effetto di una crisi di debito locale. Inoltre è chiaro che in questo modo il *trend* implicito in Europa sta diventando quello di sostenere le aree "forti" a scapito di quelle "deboli". Questo, se accettabile (forse) come una distorsione temporanea, va necessariamente corretto in prospettiva.

² Spread medio alla data della lezione.

Il fondo europeo “salva-stati” non è una soluzione. Sia perché è un meccanismo che prevede la partecipazione di tutti i membri, inclusi gli stati da salvare. Sia perché è una soluzione di “ultima istanza” (ovvero quando le altre opzioni sono esaurite), il che vuole dire che non è una soluzione (ma un’ulteriore dilazione). Sia perché quello di cui c’è bisogno è un sistema che consenta di allocare le risorse in modo da consentire la convergenza delle varie componenti dell’Unione.

In questo dei titoli di debito europei sarebbero una soluzione, perché il costo del debito sarebbe lo stesso per tutti. Inoltre, con questo debito si potrebbero finanziare gli investimenti, riuscendo a farlo con denaro meno caro, dato che i paesi “forti” e i paesi “deboli” sarebbero sullo stesso piano. Tuttavia non sembra una soluzione praticabile a breve. Infatti (comprensibilmente) il debito pubblico europeo costerebbe certo più di quello tedesco o degli altri paesi virtuosi.

In pratica, quello che sarebbe la soluzione per le aree deboli si tradurrebbe in un onere aggiuntivo per i contribuenti delle aree forti, e questa “solidarietà” europea è lungi da venire, anche dato che all’Europa manca quella unione politica federale che fa la forza (ad esempio) degli USA e che, ad esempio, consente alla FED di comperare titoli di stato americani per oltre 2500 miliardi di dollari (ovvero garantendo una linea di credito sostanzialmente illimitata al tesoro), cosa che la BCE non potrebbe mai fare (quanto acquistato di recente, tra molte critiche, è dell’ordine di una sessantina di miliardi di Euro, una quantità insufficiente per rispondere alla crisi).

A questo punto mi sentirei di fare un’altra proposta, forse ancora più provocatoria. Anche qui traggio ispirazione dall’esperienza americana, dove lo stato è entrato nel capitale di banche e industrie (senza però nazionalizzarle. Si è trattato di investimenti finanziari ora in corso di smobilizzo). In Europa avremmo bisogno di un modello simile. Ma non gestito dagli stati (che sarebbero facilmente accusabili di ingerenza nell’economia di mercato o di attitudini socialiste), quanto, piuttosto, a livello europeo. Una ricapitalizzazione di banche ed industrie in crisi o in necessità di fondi fatta da un super-fondo sovrano europeo sarebbe invece accettabile, perché non potrebbe essere vista come

una nazionalizzazione (essendo le regole, all'americana, definite prima e in sede comune), consentirebbe di accrescere la patrimonializzazione e solidità del sistema a livelli di assoluta tranquillità (che farebbero, tra l'altro, scendere il costo del debito, privato – dei beneficiati - e forse anche pubblico, per via della percezione di maggiore solidità economica in generale) e, soprattutto, costerebbe molto meno in termini di ammontari necessari di quanto invece è l'aggregato delle risorse di debito di cui si parla, sia a livello di stati che di Europa.

Lascio a voi ogni riflessione di fattibilità.

Il debito pubblico e la crisi economica: una prospettiva europea

di Lucia Piana¹

La crisi economico-finanziaria che ha colpito l'economia globale nell'estate del 2007² ha avuto pesanti ripercussioni sulle finanze pubbliche delle maggiori economie industrializzate, fino a divenire crisi del debito sovrano in alcuni stati europei.

L'evoluzione del debito pubblico: l'impatto della crisi interviene su un rapporto debito/PIL già mediamente elevato ed esposto agli imminenti effetti dell'invecchiamento della popolazione

Il drammatico deterioramento dei saldi di finanza pubblica, in particolare la generalizzata crescita del rapporto debito/PIL negli Stati membri dell'Unione europea riflette il supporto che le politiche di bilancio hanno fornito all'economia, nonché, in molti paesi, il sostegno diretto specificamente al settore bancario. La reazione automatica del bilancio al variare delle condizioni cicliche (i cosiddetti stabilizzatori automatici del bilancio) ha determinato sostanziali tendenze al rialzo dei deficit, normalmente superiori a quelle generate dalle politiche discrezionali di stimolo adottate da molti Stati membri. La reazione au-

¹ Capo del settore Aspetti della politica fiscale attinenti la sorveglianza, della Direzione generale Affari economici e finanziari della Commissione europea. Le considerazioni espresse in questo intervento non riflettono necessariamente quelle della Commissione europea.

² Un'illustrazione delle cause della crisi si può trovare in European Commission (2009) Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, European Economy. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf

tomatica dei saldi di bilancio al ciclo è sostanzialmente dovuta al fatto che mentre le entrate pubbliche tendono a seguire l'andamento del PIL – e si sono dunque ridotte drasticamente a causa della recessione, nonché del calo delle elevate elasticità generate dal boom immobiliare e finanziario degli anni precedenti – le politiche di spesa continuano a riflettere gli andamenti nominali pianificati – nella fattispecie risultando in un notevole incremento della quota della spesa pubblica sul PIL.

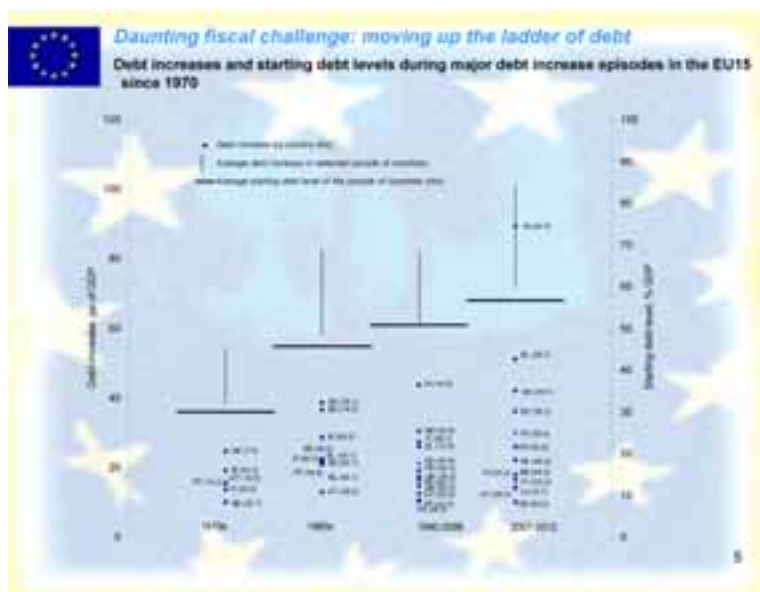
Al di là delle tendenze generali, è bene ricordare che la situazione delle finanze pubbliche è assai diversa tra i vari paesi europei e all'interno dell'area dell'euro. Condizioni delle finanze pubbliche già precarie prima della crisi – o divenute presto precarie in seguito ai gravi squilibri macroeconomici e ai cospicui aiuti pubblici ai sistemi finanziari nazionali – hanno costretto alcuni paesi europei ad adottare politiche discrezionali volte a limitare l'impatto degli stabilizzatori automatici. Stati membri con maggiore spazio di manovra fiscale hanno potuto invece adottare sostanziali politiche di stimolo, con beneficio per la loro domanda interna, ma anche con importanti *spillover* positivi per l'insieme dell'Unione e per l'economia globale.

Elevati incrementi del debito sono la norma negli anni che seguono una crisi finanziaria³. L'episodio in corso è però caratterizzato da due aspetti particolarmente negativi: il numero di paesi che coinvolge e il suo intervenire su livelli del rapporto debito/PIL già particolarmente alti. Se è vero che livelli ancora più elevati di detto rapporto sono stati raggiunti in passato, normalmente essi si sono verificati in conseguenza di guerre. Nel 2010, il debito medio ha raggiunto circa l'ottanta per cento del PIL (cinque punti percentuali di PIL in più nell'area dell'euro); si tratta di un valore che non ha precedenti in tempi di pace. Esso è il risultato di episodi di incremento che si sono susseguiti dagli anni settanta. Sebbene gli episodi di consolidamento non siano mancati, anche nel punto di minimo relativo raggiunto nel

³ Per un'analisi empirica dell'andamento delle finanze pubbliche in seguito a crisi finanziarie si veda European Commission (2009) «Public Finances in Emu – 2009», European Economy. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_15390_en.pdf

2007 il rapporto debito/PIL era in media più alto di quello riscontrato all'inizio degli anni novanta.

Possiamo attenderci che il rapporto debito/PIL continuerà a



crescere nella maggioranza dei paesi dell'Unione europea almeno fino al 2012. Nel medio periodo, le finanze pubbliche risentiranno inoltre dei costi legati all'invecchiamento della popolazione, con un impatto ancora più negativo di quello della crisi economico-finanziaria. Nei paesi in cui una modesta crescita economica si combina ad un'inflazione ridotta dalla necessità di recuperare competitività, un surplus primario particolarmente elevato sarà necessario per assicurare la riduzione del rapporto debito/PIL.

Consolidare le finanze pubbliche in modo permanente e credibile ha effetti positivi sulla crescita economica

La credibilità e la composizione dell'aggiustamento fiscale giocheranno un ruolo primario nel determinare il suo impatto sul PIL: un aggiustamento credibilmente permanente attuato

principalmente dal lato delle entrate ha effetti particolarmente positivi sul PIL già nel medio periodo. Per paesi soggetti ad un elevato premio al rischio, l'effetto positivo è più immediato.

Gli Stati membri e le istituzioni europee hanno moltiplicato gli sforzi per assicurare la credibilità dell'aggiustamento. Nel definire la politica di stimolo fiscale concordata al termine del 2008, è stato specificato che le misure espansive dovevano avere carattere temporaneo. Inoltre, una strategia di uscita dalla crisi per le finanze pubbliche è stata stabilita dai Ministri delle Finanze degli Stati membri dell'Unione europea già nell'ottobre 2009. Nel settembre 2010, la Commissione europea ha presentato un pacchetto di proposte legislative volte ad un sostanziale rafforzamento della *governance* economica e con essa della capacità degli Stati membri di portare a termine il necessario consolidamento fiscale.

La strategia di uscita dalla crisi per le finanze pubbliche

La strategia di uscita dalla crisi per le finanze pubbliche stabilisce che il consolidamento fiscale sia coordinato nell'ambito dell'applicazione del Patto di Stabilità e Crescita (PSC) e che debba essere in atto nel 2011 in tutti gli Stati membri, con gli stati con deficit e debito più elevati chiamati ad iniziare l'aggiustamento già negli anni precedenti ed ad a portarlo a termine in maniera accelerata. La strategia prevede inoltre che per molti paesi il consolidamento vada ben oltre il parametro di riferimento di 0,5 punti percentuali di PIL per anno e che sia accompagnato da riforme delle pensioni, della sanità e del mercato del lavoro. Al fine di rinforzare la credibilità del consolidamento, la strategia raccomanda inoltre il rafforzamento dei quadri di riferimento per le politiche di bilancio nazionali.

La strategia è stata confermata ed ulteriormente specificata nel febbraio 2011, nel contesto del primo 'semestre europeo'⁴. In particolare, in linea con la prevista riforma del PSC, i Ministri delle Fi-

⁴ Nel settembre del 2010, il Consiglio Economia e finanza (Ecofin) ha approvato l'introduzione del "semestre europeo", ossia di un ciclo semestrale di coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri.

nanze dell'UE hanno stabilito che gli Stati membri debbano mantenere il tasso di crescita della spesa pubblica al netto delle misure discrezionali sul lato delle entrate chiaramente al di sotto del tasso di crescita di medio termine del PIL potenziale, fino al raggiungimento degli obiettivi di bilancio di medio termine. Le misure dal lato delle entrate dovrebbero di preferenza comportare aumenti della tassazione indiretta ed un ampliamento della base imponibile.

Le proposte della Commissione per riformare la governance economica includono la riforma del Patto di Stabilità e Crescita e requisiti minimi per i quadri di riferimento delle politiche di bilancio nazionali

Il pacchetto legislativo presentato dalla Commissione il 29 settembre 2010 si compone di sei provvedimenti: due nuovi regolamenti mirano a prevenire e correggere efficacemente gli squilibri macroeconomici, mentre le restanti proposte sono volte a rafforzare il PSC, nonché – e questa è per certi aspetti la componente più innovativa delle proposte in materia fiscale – ad introdurre requisiti minimi per i quadri di riferimento delle politiche di bilancio nazionali.

Filling the gaps in the EU fiscal framework: a comprehensive reform
Commission legislative package of 29 September 2010

Fiscal surveillance	Macroeconomic surveillance
<ul style="list-style-type: none"> Preventive arm of SGP: principles of prudent fiscal policy making (amend. to Reg. 1466/97, ordinary legislative procedure) Corrective arm of SGP: benchmark for sufficiently diminishing debt ratio (amend. to Reg. 1467/97 special legislative procedure; Parliament and ECB consulted) Minimum requirements of national fiscal frameworks (new Directive on national fiscal frameworks, Council decides after consulting Parliament) 	<ul style="list-style-type: none"> New regulation on prevention and correction of macroeconomic imbalances (ordinary legislative procedure)
<p>Enforcement</p> <ul style="list-style-type: none"> New disincentives/sanctions in case of non-compliance in preventive and corrective arm of SGP (new draft Regulation, ordinary legislative procedure). 	<p>Enforcement</p> <ul style="list-style-type: none"> New disincentives/sanctions in case of non-compliance with new macroeconomic surveillance (new draft Regulation, ordinary legislative procedure).

Il PSC viene spesso erroneamente assimilato alla sola procedura per i disavanzi eccessivi, che attualmente scatta in caso di violazione del criterio legato alla soglia del 3 per cento del PIL stabilita nel corrispondente protocollo del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. In realtà il PSC non richiede agli Stati membri semplicemente di mantenere il deficit al di sotto del 3 per cento del PIL. Il PSC, in particolare il cosiddetto meccanismo preventivo⁵, richiede di raggiungere e mantenere il cosiddetto "obiettivo di bilancio medio termine" (OMT). Detto obiettivo è definito in termini strutturali, ossia al netto degli effetti ciclici e delle misure una tantum e temporanee, in modo tale da garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche del paese nel lungo periodo e da creare un margine di sicurezza sufficiente ad evitare disavanzi eccessivi nel breve termine.

Gli OTM differiscono tra i vari Stati membri, perché gli obiettivi minimi sono stabiliti tenendo conto del saldo di bilancio necessario per stabilizzare il debito delle amministrazioni pubbliche al 60 per cento del PIL, dell'opportunità che i paesi con un debito più elevato pongano in atto uno sforzo supplementare per accelerare la riduzione verso questa soglia e delle proiezioni per le spese legate all'invecchiamento della popolazione. Per molti paesi si tratta di un saldo strutturale sostanzialmente in pareggio.

In base al meccanismo preventivo del PSC, uno Stato membro che non ha ancora raggiunto il proprio OMT deve adottare provvedimenti che consentano il conseguimento di tale obiettivo nel corso del ciclo economico. In particolare, per i paesi appartenenti all'area dell'euro e quelli che fanno parte del meccanismo di cambio tra le monete europee e l'euro (ERM II) è indicato come parametro di riferimento un miglioramento annuo del saldo di bilancio strutturale pari a 0,5 punti percentuali di PIL.

È innegabile che il progresso verso gli OMT sia stato generalmente insufficiente, lasciando le finanze pubbliche di molti

⁵ Regolamento 1466/97 del Consiglio per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche.

Stati membri gravemente esposte agli effetti della crisi. La mancanza di meccanismi per sanzionare il mancato aggiustamento e l'incertezza riguardante la sua misurazione, basata su di variabili non osservabili quali il prodotto potenziale e relativo aggiustamento ciclico, hanno probabilmente contribuito all'insufficiente aggiustamento. Le proposte di riforma del meccanismo preventivo del PSC riguardano fundamentalmente questi due aspetti.

La Commissione europea ha proposto di fondare la prevenzione di squilibri delle finanze pubbliche sul principio di una politica di bilancio prudente, in base al quale il tasso di crescita della spesa pubblica deve essere ancorato ad una stima prudente del tasso di crescita di medio periodo dell'economia. Le proposte non impongono vincoli alla dimensione dello Stato dell'economia, normalmente misurata dalla quota della spesa pubblica sul PIL. I governi degli Stati membri restano liberi di accrescere questa quota purché, nel contempo, prendano misure atte a finanziarla aumentando le entrate in maniera strutturale. La proposta mira ad evitare che le spese vengano solo temporaneamente finanziate, grazie agli aumenti dell'elasticità delle entrate al PIL che si verificano tipicamente in periodi di boom, in particolare del settore immobiliare e finanziario, come quello che ha preceduto la crisi economica. In altri termini, viene previsto un monitoraggio basato su parametro di riferimento per il tasso di crescita delle spese al netto delle misure discrezionali dal lato delle entrate, legato al tasso di crescita di medio periodo del PIL.

La funzione del meccanismo preventivo del PSC resta quella di agevolare il percorso di convergenza verso gli OMT ed il loro mantenimento. Nei paesi che non hanno ancora raggiunto l'OMT, la crescita annuale della spesa deve quindi essere inferiore al tasso prudente di crescita del PIL a medio termine. Negli Stati membri che hanno conseguito l'OMT, la spesa può evolvere in linea con detto tasso, purché non esistano eccessivi squilibri macroeconomici. Nella proposta della Commissione europea, il tasso di riferimento per la crescita a medio termine del PIL deve essere valutato sulla base di proiezioni elaborate su un orizzonte temporale di dieci anni ed aggiornate a intervalli

regolari. Un monitoraggio incentrato sul confronto di piani e risultati in termini di spesa con una stima del tasso di crescita del PIL di medio termine sufficientemente stabile permette di superare il limite della volatilità delle stime dell'aggiustamento ciclico.

Le proposte legislative desiderano superare inoltre la limitazione costituita dall'attuale mancanza di strumenti sanzionatori per il mancato rispetto dell'aggiustamento verso l'OMT. Viene prevista, infatti, l'introduzione di un deposito fruttifero pari allo 0,2 per cento del PIL per gli Stati membri dell'area dell'euro che, sulla base di dati storici, presentano scostamenti significativi o persistenti dal sentiero di aggiustamento appropriato verso l'OMT, misurato tenendo conto del parametro di riferimento per l'andamento della spesa.

La proposta di regolamento sull'effettiva applicazione della sorveglianza di bilancio nell'area dell'euro, che include questa nuova misura coercitiva nel meccanismo preventivo del PSC, prevede nuove sanzioni anche nel meccanismo correttivo del PSC, sempre limitate ai paesi dell'area dell'euro. La possibilità di applicare sanzioni a paesi dell'area dell'euro nell'ambito della procedura di disavanzo eccessivo è già prevista dalla legislazione in vigore. Detta possibilità interviene però solo ad uno stadio molto avanzato della procedura, in seguito alla mancata ottemperanza sia alle raccomandazioni che alle intimazioni del Consiglio a correggere il disavanzo eccessivo. Perché possano essere applicate in modo da costituire un vero deterrente, è invece opportuno che le sanzioni intervengano prima. Per questo, la Commissione ha proposto che l'avvio di una procedura disavanzo eccessivo per un paese dell'area dell'euro comporti la costituzione di un deposito infruttifero pari allo 0,2 per cento del PIL (nel caso il paese fosse già sottoposto ad un deposito fruttifero questo viene trasformato in infruttifero). Nel caso in cui un paese dell'area dell'euro non adotti azioni idonee in risposta ad una raccomandazione intesa a far cessare la situazione di disavanzo eccessivo, il deposito infruttifero diviene una multa. È previsto che tutte queste nuove sanzioni vengano proposte dalla Commissione e si considerino adottate dal Consiglio, a meno che questo non esprima voto contrario a maggioranza qualificata.

Oltre all'inadeguatezza dell'apparato sanzionatorio, il principale limite della procedura per disavanzo eccessivo⁶ è stato identificato nel suo focalizzarsi unicamente sulla dimensione del deficit, trascurando quella del debito, benché essa possa per molti aspetti considerarsi più rilevante per la sostenibilità delle finanze pubbliche. Il Trattato (Articolo 126) stabilisce che la conformità alla disciplina di bilancio venga misurata in base a due criteri: uno basato sul disavanzo ed uno basato sul debito. Il criterio sul debito richiede che, in caso di un rapporto debito/PIL superiore alla soglia di riferimento, (60 per cento), tale rapporto debba ridursi in misura sufficiente ed avvicinarsi alla soglia di riferimento ad ritmo adeguato.

In mancanza di un accordo su come stabilire se il ritmo di riduzione del rapporto debito/PIL possa essere considerato adeguato, il criterio del debito ha, fino ad ora, rivestito una posizione marginale nell'applicazione della procedura per disavanzo eccessivo. La proposta di riforma del meccanismo correttivo del PSC cerca di rendere finalmente operativo questo criterio, stabilendo un parametro numerico di riferimento per la riduzione del debito. In base al parametro proposto, il rapporto debito/PIL verrà considerato ridursi in maniera sufficiente se il differenziale rispetto al valore di riferimento del 60 per cento si è ridotto negli ultimi tre anni ad un ritmo dell'ordine di un ventesimo all'anno.

I dettagli per l'applicazione di questo parametro sono attualmente in discussione. In ogni caso, è previsto che la violazione del parametro non comporti automaticamente l'apertura della procedura per disavanzo eccessivo nei confronti del paese. Le decisioni concernenti l'apertura ed i successivi stadi della procedura terranno conto di una valutazione complessiva delle ragioni che hanno portato alla violazione del parametro e della gravità della situazione, basata su una lunga lista di cosiddetti "altri fattori rilevanti". Fattori i cui effetti si può attendere si compensino nel tempo senza necessità di misure correttive riceveranno speciale attenzione. Si tratta soprattutto dell'impatto dell'andamento del ciclo sul rapporto debito/PIL, particolar-

⁶ Regolamento 1467/97 del Consiglio per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi.

mente elevato a causa dell'effetto sul denominatore, e della composizione dell'aggiustamento stock-flussi, per esempio l'accumulo di attività finanziarie.

Nell'Unione europea, la politica di bilancio resta comunque una prerogativa degli Stati membri. Perché possano essere effettivamente conseguiti, quindi è essenziale che gli obiettivi del PSC si riflettano nei quadri di riferimento nazionali per le politiche bilancio. Le proposte di rafforzamento della *governance* economica prevedono quindi anche una direttiva volta definire i requisiti minimi che detti quadri di riferimento devono soddisfare in materia di contabilità, produzione di statistiche inerenti alla finanza pubblica, previsioni macroeconomiche e di finanza pubblica, regole numeriche, orientamento di medio termine della programmazione di bilancio e trasparenza. Si tratta appunto di requisiti minimi: gli Stati membri resteranno liberi di scegliere modalità di attuazione in linea con le loro specificità, ma dovranno assicurare che i loro quadri di riferimento siano coerenti con quello europeo ed uno standard qualitativo adeguato al conseguimento degli obiettivi comuni.

Le conclusioni della *task force* del Consiglio europeo coordinato dal Presidente Van Rompuy sulla *governance* economica si discostano solo leggermente dalle proposte della Commissione. In particolare, la *task force* ha raccomandato di rendere operativo il criterio del debito nel Trattato tramite un parametro quantitativo e confermato l'opportunità di una più estesa gamma di sanzioni, da applicare gradualmente, sia nel meccanismo preventivo che in quello correttivo del PSC. Qualche, limitata, divergenza si riscontra nelle proposte riguardanti la riforma del meccanismo preventivo del PSC. La *task force* ritiene che valutazione dell'ottemperanza debba restare basata sui cambiamenti nel saldo di bilancio strutturale, ma concorda che questa debba essere affiancata da una valutazione dell'andamento della spesa al netto delle misure discrezionali dal lato delle entrate. Inoltre, le conclusioni della *task force* prevedono che, nel meccanismo preventivo, le sanzioni scattino in seguito a due successive raccomandazioni da parte del Consiglio, mentre nella proposta della Commissione il deposito infruttifero scatterebbe già in seguito alla prima raccomandazione.



INVITO

La S.S. è invitata a

CeSPEM

CONFERENZA EUROPEA
SULLA SPESA PUBBLICA

**VII Lezione "Mario Arcelli"
Le prospettive del debito pubblico in Europa**

Università Cattolica del Sacro Cuore di Piacenza
Sala Convegni "Giuseppe Piana"

venerdì 4 marzo 2011 - ore 9:30 - 12:00

Università Cattolica del Sacro Cuore
via Emilia Piacenza, 54
29122 Piacenza

In collaborazione con
DISES
DIPARTIMENTO DI ECONOMIA
E POLITICHE ECONOMICHE

- Salute introduttiva:** Prof. Francesco Tarquini, Direttore CeSPEM, Università Cattolica del Sacro Cuore di Piacenza
Ing. Roberto Ruggi, Sindaco di Piacenza
Dot. Federico Arcelli, European Investment Bank
- Lezione:** **Debito, imposte e inflazione in condizioni di grande squilibrio delle finanze pubbliche**
Prof. Antonio Polito, Professore Ordinario di Scienza delle Finanze, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"
Debito pubblico e rilancio della domanda in Europa
Dot. Anna Vignati, già Presidente di Borsa Italiana
- Ne discutono:** Prof. Giovanni Virago, Professore Ordinario di Politica Economica, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano
Prof. Maurizio Bassoli, Preside della Facoltà di Economia, Università Cattolica del Sacro Cuore di Piacenza
- Conclude:** **Il debito pubblico e la crisi economica: una prospettiva europea**
Dott.ssa Lucia Piana, Executive and Financial Affairs (EC/EPG), European Commission

Il programma della lezione sarà visibile presso la Biblioteca Comunale Piacenza (sala di assegnazione del Premio di Economia "Mario Arcelli") ed alla cerimonia di presentazione della sala della Biblioteca Anabatini al Liceo Umberto del Prof. Marco Arcelli, Università Cattolica, Piacenza, via del Comune di Piacenza.

Finito di stampare nel mese di giugno 2011
dalla Rubbettino Industrie Grafiche ed Editoriali
per conto di Rubbettino Editore Srl
88049 Soveria Mannelli (Catanzaro)

Le lezioni Mario Arcelli organizzate dal CeSPEM Mario Arcelli

1. 4 marzo 2005 - On. Dr. Alberto Carzaniga, già Sottosegretario di Stato al Bilancio, “L’esperienza di governo con Mario Arcelli”
2. 3 marzo 2006 - Dr. Gerlando Genuardi, vicepresidente della Banca europea per gli Investimenti, “Sviluppo locale e intervento europeo”
3. 12 aprile 2007 - Prof. Peter Hammond, Stanford University, “Intergenerational Public Finance in the Global Economy”; e 13 aprile 2007 (2^a lezione) - On. Prof. Antonio Marzano, già ministro per le Attività Produttive e presidente del CNEL, “La globalizzazione, l’Italia e l’Europa”
4. 29 febbraio 2008 - Sen. Prof. Mario Baldassarri, già ministro delegato per l’Economia e le Finanze “The World Economy toward Global Disequilibrium”
5. 6 marzo 2009 - Prof. Paolo Savona, già ministro per l’Industria: “Genesi e partenogenesi della crisi dei subprime”.
6. 5 marzo 2010 - Prof. Pierluigi Ciocca, già vice-direttore generale e membro del direttorio della Banca d’Italia: “L’impresa, lo stato e il ristagno dell’economia”.
7. 4 marzo 2011 - Prof. Antonio Pedone, ordinario di economia “Le prospettive del debito pubblico in Europa”.

