

Debito, disavanzo e crescita (Economia e Politiche Pubbliche - Prof. Leonzio Rizzo)

1 Rapporto tra dinamica del disavanzo pubblico e debito pubblico.

Il conto consolidato della pubblica amministrazione restituisce un ammontare totale di spese al netto delle uscite del conto delle attività finanziarie (concessione di crediti, acquisizioni di titoli) ed un dato ammontare totale di entrate al netto delle entrate del conto delle attività finanziarie (riscossione crediti, vendita titoli). Se al saldo calcolato come differenza tra entrate nette e spese nette si aggiunge il saldo delle partite finanziarie (entrate del conto delle attività finanziarie meno uscite del conto delle attività finanziarie) si ottiene il saldo netto da finanziare, ovvero differenza tra entrate finali e uscite finali. Se infine alle spese finali si somma la spesa per il rimborso prestiti, le così calcolate spese complessive si sottraggono dalle entrate finali e si ottiene il fabbisogno finanziario della pubblica amministrazione, ovvero la quantità di titoli di debito che è necessario che lo Stato venda sul mercato per far sì che le entrate complessive uguaglino le uscite complessive.

Questo ragionamento può essere schematizzato utilizzando il seguente modello contabile:

$$B_t = (G_t - T_t + iB_{t-1}) + B_{t-1} \quad (1)$$

ove B_t è debito pubblico al tempo t , B_{t-1} è debito pubblico al tempo $t - 1$, $(G_t + iB_{t-1})$ sono le spese finali al tempo t , T_t le entrate finali al tempo t e quindi $(G_t - T_t + iB_{t-1})$ è il saldo netto da finanziare, che nel caso, che da ora in avanti assumiamo, in cui il saldo delle partite finanziarie sia nullo, coincide con l'indebitamento netto. Aggiungendo a quest'ultimo B_{t-1} otteniamo la quantità di titoli pubblici da emettere nell'anno t . In particolare nel modello è utile considerare il caso semplificato in cui i titoli emessi all'anno $t - 1$ scadono tutti all'anno t . In tale eventualità infatti B_t risulta essere il debito pubblico complessivo all'anno t , che serve a finanziare il debito

pubblico in scadenza, B_{t-1} , gli interessi da pagare su quest'ultimo, iB_{t-1} e l'eventuale disavanzo primario, $G_t - T_t$, nel caso in cui $G_t > T_t$.¹ Infine definiamo i come il tasso di interesse pagato sui titoli di stato ed ipotizziamo anche che il prodotto interno lordo cresca ad un tasso costante, y , da un anno all'altro, ovvero:

$$Y_t = (1 + y) Y_{t-1} \quad (2)$$

ove per ogni t :

$$y = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}}.$$

Siamo interessati a capire quale deve essere il legame tra disavanzo primario, $G_t - T_t$, tasso di interesse, i e tasso di crescita, y per realizzare la convergenza verso un determinato target debito/pil, che assieme al rapporto deficit/pil (ove con deficit nel nostro modello si intende $G_t - T_t + iB_{t-1}$) è il parametro su cui il patto di stabilità europeo fissa una data soglia. Dobbiamo quindi trasformare gli elementi della (1) in grandezze rapportate al pil. Dividendo membro di sinistra e di destra della (1) per Y_t ed utilizzando la (2):

$$\frac{B_t}{Y_t} = \left(\frac{G_t}{Y_t} - \frac{T_t}{Y_t} + i \frac{B_{t-1}}{(1+y)Y_{t-1}} \right) + \frac{B_{t-1}}{(1+y)Y_{t-1}} \quad (3)$$

da cui:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{G_t}{Y_t} - \frac{T_t}{Y_t} + \frac{1+i}{1+y} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}. \quad (4)$$

Se usiamo le lettere minuscole per indicare le variabili finanziarie in rapporto la pil, la (4) diventa:

$$b_t = g_t - t_t + \frac{1+i}{1+y} b_{t-1}. \quad (5)$$

La (5) è una retta con coefficiente angolare $\frac{(1+i)}{(1+y)}$ e costante $g_t - t_t$, che descrive la dinamica del debito, dati $g_t - t_t$, i e y .

Possono presentarsi tre casi di interesse.

Il *primo* è quello in cui il tasso di interesse, i , è inferiore al tasso di crescita, y , e le spese finali al netto degli interessi, G_t , sono superiori alle entrate finali, T_t , ovvero $g_t - t_t > 0$. La retta (fig. 1) interseca il semiasse positivo delle ordinate (b_t) ed ha pendenza $\frac{(1+i)}{(1+y)} < 1$. In tal caso è facile verificare come, partendo da un qualsiasi

¹Ovviamente nel caso, come quello italiano, in cui $G_t < T_t$, B_t servirà a ripagare una quota di $iB_{t-1} + B_{t-1}$, poichè la parte rimanente è finanziata con l'avanzo di bilancio primario $T_t - G_t > 0$.

punto della retta, nel tempo si converga verso il punto di intersezione tra la (5) e la bisettrice. Il punto S è un punto stazionario (il debito su pil al tempo t è uguale al debito su pil al tempo $t-1$) stabile, ovvero il rapporto debito/pil, una volta raggiunto quel punto, non varia più nel tempo, a patto che il disavanzo primario, il tasso di crescita del pil e il tasso di interesse rimangano immutati.

Se infatti partiamo al tempo $t = 1$ da un punto della retta alla sinistra del punto S, ad esempio dal punto A, identificato da b_1 sull'asse delle ordinate e b_0 sull'asse delle ascisse, al tempo $t = 2$, otteniamo il punto D, identificato da b_2 sull'asse delle ordinate e b_1 sull'asse delle ascisse, che è graficamente ricavato proiettando l'ordinata del punto A sulla bisettrice ed individuando quindi il punto C, che, se proiettato sull'asse delle ascisse, individua l'ascissa b_1 , la quale sulla retta della dinamica del debito, identifica il punto D, la cui ordinata b_2 è più elevata di quella del periodo precedente (b_1). Simmetricamente se invece partiamo al tempo $t = 1$ da un punto della retta alla destra del punto S, ad esempio dal punto E, identificato da b_1 sull'asse delle ordinate e b_0 sull'asse delle ascisse, al tempo $t = 2$, otteniamo il punto G, identificato da b_2 sull'asse delle ordinate e b_1 sull'asse delle ascisse, che è graficamente ottenuto proiettando l'ordinata del punto E sulla bisettrice ed individuando quindi il punto F. Tale punto, se proiettato sull'asse delle ascisse, individua l'ascissa b_1 , la quale sulla retta della dinamica del debito, individua il punto G, la cui ordinata b_2 è più bassa di quella del periodo precedente (b_1). Quindi partendo sia da destra, che da sinistra del punto stazionario si tende sempre a convergere ad esso.

Il *secondo* è quello in cui il tasso di interesse è superiore al tasso di crescita e le spese finali al netto degli interessi, G_t , sono superiori alle entrate finali, T_t , ovvero $g_t - t_t > 0$. La retta (fig. 2) interseca il semiasse positivo delle ordinate (b_t) ed ha pendenza $\frac{(1+i)}{(1+y)} > 1$. In tal caso la retta non interseca mai la bisettrice. Non esiste quindi un punto stazionario ed il rapporto debito/pil tende ad esplodere. Se infatti ad esempio partiamo al tempo $t = 1$ dal punto A, identificato da b_1 sull'asse delle ordinate e b_0 sull'asse delle ascisse, al tempo $t = 2$, otteniamo il punto D, identificato da b_2 sull'asse delle ordinate e b_1 sull'asse delle ascisse, che è graficamente ricavato proiettando l'ordinata del punto A sulla bisettrice ed individuando quindi il punto C, che, se proiettato sull'asse delle ascisse, identifica l'ascissa b_1 , che sulla retta della dinamica del debito, individua il punto D, la cui ordinata b_2 è più elevata di quella del periodo precedente (b_1).

Il *terzo* caso è quello in cui il tasso di interesse continua ad essere superiore al tasso di crescita, ma le spese finali al netto degli interessi, G_t , sono inferiori alle entrate finali, T_t , ovvero $g_t - t_t < 0$. La retta (fig. 3) interseca il semiasse negativo delle ordinate (b_t) ed ha pendenza $\frac{(1+i)}{(1+y)} > 1$. Esiste quindi un punto stazionario non stabile. Infatti possiamo mostrare che, partendo da qualsiasi posizione della retta

dell'equazione dinamica del debito, il rapporto debito/pil non convergerà mai verso il punto stazionario S.

Se infatti partiamo al tempo $t = 1$ da un punto della retta alla sinistra del punto S, ad esempio dal punto A, identificato da b_1 sull'asse delle ordinate e b_0 sull'asse delle ascisse, al tempo $t = 2$, otteniamo il punto D, identificato da b_2 sull'asse delle ordinate e b_1 sull'asse delle ascisse, che è graficamente ricavato proiettando l'ordinata del punto A sulla bisettrice ed individuando quindi il punto C, che se proiettato sull'asse delle ascisse, individua l'ascissa b_1 , la quale sulla retta della dinamica del debito, individua il punto D, la cui ordinata b_2 è più bassa di quella del periodo precedente (b_1). Simmetricamente se invece partiamo al tempo $t = 1$ da un punto della retta alla destra del punto S, ad esempio dal punto E, identificato da b_1 sull'asse delle ordinate e b_0 sull'asse delle ascisse, al tempo $t = 2$, otteniamo il punto G, identificato da b_2 sull'asse delle ordinate e b_1 sull'asse delle ascisse, che è graficamente ottenuto proiettando l'ordinata del punto E sulla bisettrice ed individuando quindi il punto F, che se proiettato sull'asse delle ascisse, individua l'ascissa b_1 , la quale sulla retta della dinamica del debito, identifica il punto G, la cui ordinata b_2 è più elevata di quella del periodo precedente (b_1). Quindi partendo sia da destra, che da sinistra del punto stazionario si tende sempre a divergere da esso.

2 Il modello e la nostra crisi finanziaria

Ovviamente la situazione ideale è quella descritta dal *primo caso*, in cui vi è un tasso di crescita del pil superiore al tasso di interesse che bisogna pagare sul debito e che quindi consente di avere una pubblica amministrazione in disavanzo primario, che è in grado di pagare gli interessi ed il debito in scadenza, senza che quest'ultimo esploda. Solo un'economia che cresce più di quanto costa il debito può permettersi di finanziare parte della propria attività pubblica, al netto degli interessi sul debito, emettendo debito in modo credibile. E' evidente come questo sia oggi il problema di gran parte delle economie occidentali, che si ritrovano a pagare tassi di interesse sul proprio debito pubblico superiori ai propri tassi di crescita del pil. Il problema può quindi essere risolto o stimolando il tasso di crescita ad un livello superiore al tasso di interesse a cui il mercato è disposto a far credito agli stati stessi, oppure rinunciando alla leva del debito per finanziare l'attività pubblica. Quest'ultima è la cosiddetta linea di rigore verso cui molti paesi europei fino a qualche anno fa sembravano voler andare e che sancirebbe il riconoscimento di fatto dell'impossibilità ad avere tassi di crescita superiori ai tassi di interessi che il mercato chiede per acquistare i titoli di debito.

Il *secondo caso* è il peggiore dei mondi possibili, poichè si tratta di pubbliche

amministrazioni in disavanzo primario e con un tasso di crescita inferiore al tasso di interesse. L'Italia dal 1992 non si è mai trovata in questa situazione. Infatti da quella data in poi il nostro paese ha sempre avuto degli avanzi primari, che hanno permesso di pagare parte degli interessi sul debito con le entrate dell'anno. Ci siamo di fatto sempre trovati nel terzo caso (fig. 3) e per molti anni si è proceduto con avanzi primari crescenti, che hanno consentito ogni anno di traslare verso il basso la retta della dinamica del debito. E' ad esempio istruttivo nella figura 4 notare come dal punto E rilevato all'anno $t = 1$ si possa passare al punto stazionario F e non al punto G, nel caso in cui si riesca ad imporre un incremento dell'avanzo primario pari ad HI. Si noti che il passaggio dal punto E al punto F garantisce un livello di debito/pil esattamente pari a quello dell'anno precedente. Il caso considerato è anche un punto stazionario, che garantirebbe, se l'avanzo primario, il tasso di interesse e il tasso di crescita continuassero ad essere immutati negli anni successivi, un identico e sostenibile rapporto debito/pil.