

## IV. La sostenibilità delle finanze pubbliche: il punto della situazione

A sei anni dall'inizio della crisi finanziaria mondiale, nella maggior parte delle economie avanzate il debito pubblico ha raggiunto livelli mai registrati in periodi di pace e continua ad aumentare in maniera preoccupante. La crisi, tuttavia, non ha fatto che peggiorare una situazione già critica. Nel 2007 il debito pubblico si collocava già su livelli storicamente elevati in molte economie avanzate, avendo generalmente seguito una tendenza al rialzo dalla metà degli anni settanta. Il quadro è reso ancora più fosco dal fatto che le statistiche ufficiali sul debito sottostimano la vera dimensione del problema in molte economie, nella misura in cui le promesse fatte dai governi implicano per i decenni a venire un considerevole aumento della spesa pensionistica e sanitaria.

Dal 2010 sono stati compiuti in varia misura passi avanti nel consolidamento delle finanze pubbliche. Nelle economie soggette a elevata pressione da parte dei mercati gli sforzi di risanamento sono stati sostanziali e hanno contribuito a stabilizzare le condizioni finanziarie. In altre economie, in particolare quelle che hanno continuato a beneficiare di tassi di interesse molto bassi, i progressi fatti per ripianare i disavanzi correnti e affrontare il problema delle passività prive di copertura sono stati più lenti. In questi casi la correzione di bilancio necessaria rimane ingente e potrebbe ulteriormente ampliarsi qualora i tassi di interesse a lungo termine risalissero dagli attuali livelli estremamente bassi.

La maggior parte delle economie emergenti (EME) si trova in condizioni migliori rispetto alle economie avanzate. Una ripresa più vigorosa le ha aiutate a ridurre i disavanzi. Tuttavia, la situazione delle loro finanze pubbliche potrebbe apparire più rosea di quanto realmente sia. In diversi casi le posizioni di bilancio potrebbero aver beneficiato sia della vigorosa crescita del credito sia dei forti rialzi dei corsi azionari e delle materie prime. Inoltre, si prevede che in alcune economie la spesa pubblica per pensioni e sanità cresca in maniera significativa. Occorre pertanto che i governi delle economie emergenti rimangano prudenti nelle politiche di bilancio e assicurino la copertura delle future passività connesse all'invecchiamento della popolazione.

Questo capitolo passa in rassegna i progressi delle economie avanzate ed emergenti nel consolidamento delle finanze pubbliche. Dopo aver esaminato gli andamenti dei disavanzi e del debito dal 2009, esso analizza l'entità del risanamento ancora necessario per garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche. Successivamente, valuta l'impatto che un aumento dei tassi di interesse potrebbe avere sulle traiettorie del debito pubblico in diverse economie che godono attualmente di tassi a lungo termine bassi. Il capitolo esamina poi se le richieste di una maggiore gradualità o di un ulteriore differimento del risanamento siano fondate. Infine, sottolinea come la qualità, ovvero la composizione, delle correzioni ai bilanci pubblici sia di importanza fondamentale per favorire la crescita nel lungo periodo.

### I progressi compiuti finora

Nel 2010 le economie avanzate hanno iniziato a ridurre i propri disavanzi, che si erano impennati subito dopo l'insorgere della crisi finanziaria. Per la maggior parte dei paesi i disavanzi complessivi avevano raggiunto il livello massimo nel 2009, con

valori compresi fra il 5 e il 16% del PIL. Da allora si sono ristretti e, per la fine del 2013, dovrebbero risultare inferiori dai 2 ai 12 punti percentuali circa rispetto ai valori massimi.

Il saldo primario al netto degli effetti del ciclo (il saldo corretto per il ciclo al netto della spesa per interessi e delle misure una tantum) offre una immagine più accurata dei progressi nel consolidamento fiscale rispetto ai disavanzi complessivi<sup>1</sup>. Nel breve periodo l'inasprimento delle politiche di bilancio riduce la crescita del prodotto; al contempo, il livello dei pagamenti per interessi potrebbe non riflettere immediatamente i miglioramenti derivanti dal risanamento. In base al saldo primario al netto degli effetti del ciclo e prendendo a riferimento il 2009, per la fine del 2013 le economie avanzate dovrebbero avere mediamente migliorato i rispettivi saldi di quasi 4 punti percentuali (1 punto l'anno).

I progressi delle economie avanzate, tuttavia, non sono stati uniformi. Le correzioni più marcate si sono avute nelle economie sottoposte alla pressione dei mercati finanziari. Fra i paesi beneficiari di programmi di assistenza finanziaria UE-FMI, il saldo primario al netto degli effetti del ciclo dovrebbe migliorare di quasi 17 punti percentuali del PIL potenziale entro la fine del 2013 nel caso della Grecia, e di 7,3 e 6,8 punti percentuali rispettivamente nel caso di Irlanda e Portogallo. Fra i paesi i cui emittenti sovrani continuano ad avere accesso al mercato, il saldo primario al netto degli effetti del ciclo dovrebbe migliorare di 8,3 punti percentuali nel caso della Spagna e di 5,1 punti in quello dell'Italia (tabella IV.1). Per contro, l'aggiustamento è progredito più lentamente nei paesi sottoposti a minori pressioni di mercato. All'interno dell'area dell'euro, la Francia registrerà un aumento di 4,9 punti percentuali del saldo primario al netto degli effetti del ciclo, i Paesi Bassi di 3,5 punti, l'Austria di 2,4 e il Belgio di 2,3 punti percentuali.

I progressi sono stati più lenti anche nei paesi dove i tassi di interesse si collocano attualmente al di sotto della media storica (principalmente per effetto degli acquisti di attività finanziarie da parte della banca centrale e di afflussi di capitali in cerca di impieghi sicuri). A fine 2013 nel Regno Unito e negli Stati Uniti il saldo primario al netto degli effetti del ciclo risulterà migliorato di rispettivamente 3,3 e 4,8 punti percentuali del PIL potenziale al confronto con il 2009. Solo in Giappone il saldo primario corretto si è deteriorato, in parte a causa della ricostruzione successiva al terremoto. Considerata la proiezione di un disavanzo complessivo di oltre il 10% del PIL per il 2013, il risanamento delle finanze pubbliche del Giappone rimane un'impresa ardua (tabella IV.1).

L'attuale situazione nella maggior parte delle economie avanzate è simile, in termini di rapidità del consolidamento, a quella osservata in precedenti periodi di rilevanti risanamenti di bilancio. In tali periodi la mediana del miglioramento del saldo primario corretto per il ciclo è stata di circa 1 punto percentuale l'anno<sup>2</sup>. Ciò nonostante, se si considerano la dimensione dei disavanzi e l'ampiezza della correzione necessaria, gli sforzi attuali risultano ancora insufficienti in molti paesi.

Il debito lordo delle amministrazioni pubbliche dovrebbe continuare ad aumentare in diverse economie avanzate. In particolare, le proiezioni per il 2013 lo

<sup>1</sup> Il saldo primario al netto degli effetti del ciclo è pur sempre una misura imperfetta, poiché si basa su una stima dell'output gap che inevitabilmente non è affidabile. Mentre l'impatto negativo di breve termine del risanamento fiscale sulla crescita è destinato a esaurirsi progressivamente, una parte di ciò che viene ascritto all'andamento ciclico potrebbe invece dimostrarsi più persistente o strutturale. Qualora la dimensione degli output gap negativi sia sovrastimata, lo saranno anche i progressi nel risanamento.

<sup>2</sup> Cfr. ad esempio H. Blöchliger, D. Song e D. Sutherland, "Fiscal consolidation: part 4. Case studies of large fiscal consolidation episodes", *Economics Department Working Papers* dell'OCSE, n. 935, febbraio 2012. Cfr. inoltre BRI, *80ª Relazione annuale*, giugno 2010, tabella V.2.

Posizioni di bilancio<sup>1</sup>

Tabella IV.1

	Saldo complessivo <sup>2</sup>			Saldo primario al netto degli effetti del ciclo <sup>3</sup>			Debito lordo <sup>2</sup>		
	2009	2013	Variazione	2009	2013	Variazione	2009	2013	Variazione
<b>Economie avanzate</b>									
Austria	-4,1	-2,3	1,8	-1,4	1,1	2,4	74	87	12,6
Belgio	-5,6	-2,6	3,1	-0,9	1,4	2,3	100	105	4,9
Canada	-4,8	-2,9	1,9	-3,0	-2,0	0,9	82	85	3,6
Francia	-7,6	-4,0	3,6	-4,6	0,3	4,9	91	114	22,2
Germania	-3,1	-0,2	2,9	0,7	1,4	0,7	77	88	10,4
Giappone	-8,8	-10,3	-1,4	-7,0	-8,5	-1,6	189	228	39,7
Grecia	-15,6	-4,1	11,5	-11,4	5,5	16,9	138	184	45,4
Irlanda	-13,9	-7,5	6,4	-7,7	-0,5	7,3	71	129	58,7
Italia	-5,4	-3,0	2,5	0,3	5,4	5,1	130	144	13,5
Paesi Bassi	-5,6	-3,7	1,9	-3,5	-0,1	3,5	68	84	16,6
Portogallo	-10,2	-6,4	3,8	-4,9	1,8	6,8	94	143	48,9
Regno Unito	-10,8	-7,1	3,8	-7,6	-4,3	3,3	72	109	37,1
Spagna	-11,2	-6,9	4,3	-8,1	0,3	8,3	63	98	34,9
Stati Uniti	-11,9	-5,4	6,6	-7,9	-3,1	4,8	89	109	20,3
Svezia	-1,0	-1,6	-0,6	1,9	-0,2	-2,1	52	53	0,5
<b>Economie emergenti</b>									
Brasile	-3,1	-1,2	1,9	2,8	3,3	0,4	67	67	0,2
Cina	-3,1	-2,1	0,9	-2,2	-0,3	1,9	18	21	3,6
Corea	-1,1	1,4	2,5	-1,0	0,8	1,8	34	35	1,5
India	-10,1	-8,3	1,8	-5,8	-4,3	1,5	75	66	-8,6
Indonesia	-1,8	-2,8	-1,1	-0,0	-1,4	-1,4	29	24	-5,0
Malaysia	-6,2	-4,0	2,1	-4,0	-2,1	1,9	53	56	3,2
Messico	-4,7	-3,1	1,6	-1,2	-0,5	0,7	45	44	-1,0
Sudafrica	-5,5	-4,8	0,8	-2,8	-1,5	1,3	31	43	11,4
Thailandia	-3,2	-2,7	0,5	-1,4	-2,5	-1,1	45	46	0,7

<sup>1</sup> Amministrazioni pubbliche. <sup>2</sup> In percentuale del PIL. Stime dell'OCSE per le economie avanzate e la Corea; stime dell'FMI per le altre economie. <sup>3</sup> In percentuale del PIL potenziale; al netto dei pagamenti netti per interessi. Stime dell'OCSE per le economie avanzate e la Corea; stime dell'FMI per le altre economie. Le stime dell'OCSE sono corrette per gli effetti del ciclo e delle misure una tantum, quelle dell'FMI sono corrette per gli effetti del ciclo.

Fonti: FMI; OCSE.

danno prossimo al 230% del PIL in Giappone, superiore al 180% in Grecia e al 140% in Italia e Portogallo, vicino al 130% in Irlanda, intorno al 110% negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Francia, e quasi al 100% in Belgio e Spagna. Per contro, in Canada e Germania esso dovrebbe collocarsi al disotto del 90% ed essere in procinto di stabilizzarsi (tabella IV.1).

Considerando i livelli di debito corretti per le variazioni delle attività delle amministrazioni pubbliche, il quadro risulta in certi casi diverso. Il debito netto delle amministrazioni pubbliche è di gran lunga inferiore a quello lordo in

Giappone, ma sempre stimabile al 145% del PIL, mentre in Canada risulta più basso di circa 50 punti percentuali. Tuttavia, nella maggior parte delle altre economie lo scarto è significativamente minore. Va inoltre considerato che il debito netto è una misura più incerta del debito lordo, data la difficoltà di determinare il valore di alcune attività finanziarie detenute dal settore pubblico (ad esempio le partecipazioni in società a controllo pubblico).

In base ai saldi di bilancio e ai livelli di debito attuali delle amministrazioni pubbliche, le economie emergenti si trovano in condizioni migliori rispetto a quelle avanzate. All'inizio della recente recessione mondiale molte EME presentavano livelli di disavanzo e di debito più bassi rispetto ad analoghi episodi precedenti. Inoltre, grazie al vigoroso recupero della crescita del prodotto e alle favorevoli condizioni di finanziamento, tali economie hanno beneficiato di una rapida riduzione dei disavanzi nei primi due anni della ripresa. I livelli del debito sono già calati in numerosi paesi, fra cui l'India, l'Indonesia e il Messico (tabella IV.1).

Ciò nonostante, la correzione nei disavanzi pubblici di alcune EME, come India, Sudafrica e Thailandia, ha rallentato il passo a seguito dell'indebolimento della domanda mondiale. Attualmente si prevede che nei prossimi anni il debito aumenti in Sudafrica e Thailandia, e che in India rimanga oltre il 66% del PIL, un livello già elevato che non lascia grandi spazi di manovra per reagire a sviluppi negativi imprevisti.

L'evoluzione favorevole riscontrata di recente nelle finanze pubbliche della maggior parte delle EME non dovrebbe essere fonte di compiacimento. I saldi complessivi di bilancio sono migliorati, ma rimangono al disotto dei livelli pre-crisi in diverse economie. Inoltre, le entrate fiscali in alcune EME potrebbero aver beneficiato finora di un boom non sostenibile del credito e dei prezzi delle attività. Alcuni paesi potrebbero altresì dover fare i conti con considerevoli passività occulte, nuovo debito che potrebbe materializzarsi qualora si rendesse necessario il salvataggio di istituzioni finanziarie, amministrazioni locali o altri soggetti pubblici. Infine, nei prossimi decenni si profilano per alcune economie aumenti considerevoli della spesa per pensioni e sanità.

## I progressi ancora necessari

Nonostante i recenti sforzi di risanamento delle finanze pubbliche, sono necessari ulteriori miglioramenti sostanziali dei saldi primari al netto degli effetti del ciclo per assicurare la sostenibilità nella maggior parte delle economie avanzate e in diverse EME.

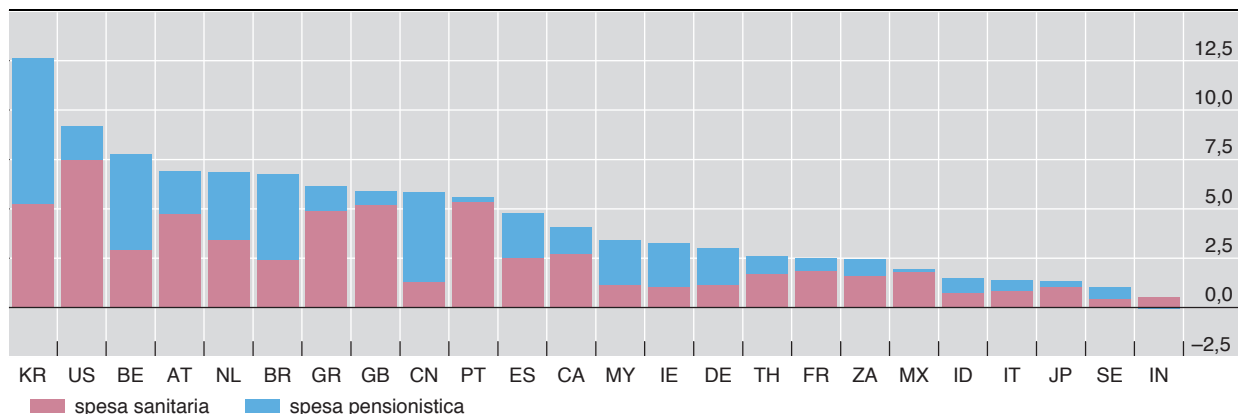
Per valutare le necessità di intervento è importante determinare quale sia il livello di debito effettivamente sostenibile. Una semplice stabilizzazione del debito verosimilmente non basterà ad assicurare la solvibilità nel lungo periodo. Dal momento che le posizioni debitorie hanno già raggiunto livelli mai registrati in tempi di pace in molte economie avanzate, qualsiasi evento imprevisto di una certa entità (ad esempio un'altra crisi finanziaria) potrebbe ingenerare un ulteriore brusco aumento del debito, rendendo rapidamente insostenibili posizioni di bilancio all'apparenza solide.

Anche in assenza di sviluppi di questo tipo, tuttavia, la persistenza di livelli elevati di debito può essere onerosa per vari motivi. Primo, è senz'altro plausibile che l'aumento della probabilità di insolvenza o di monetizzazione del debito potenzialmente derivante da un ulteriore forte shock negativo faccia aumentare i premi per il rischio richiesti dai creditori sia al settore pubblico sia a quello privato. Secondo, livelli di debito elevati riducono lo spazio di manovra per attuare politiche anticicliche, accrescendo la volatilità dell'economia. Essi acquiscono inoltre

## Proiezioni sulla variazione della spesa collegata all'età, 2013-40<sup>1</sup>

In punti percentuali del PIL potenziale

Grafico IV.1



AT = Austria; BE = Belgio; BR = Brasile; CA = Canada; CN = Cina; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; GR = Grecia; ID = Indonesia; IE = Irlanda; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; NL = Paesi Bassi; PT = Portogallo; SE = Svezia; TH = Thailandia; US = Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> I livelli della spesa collegata all'invecchiamento della popolazione per il 2013 rappresentano una interpolazione lineare fra: a) i livelli effettivi per il 2010 della spesa pensionistica e sanitaria, e b) le proiezioni sui livelli di spesa sanitaria nel 2015 e di spesa pensionistica nel 2020.

Fonti: B. Clements, D. Coady, F. Eich, S. Gupta, A. Kangur, B. Shang e M. Soto, "The challenge of public pension reform in advanced and emerging market economies", FMI, *Occasional Papers*, n. 275, gennaio 2013; M. Soto, B. Shang e D. Coady, "New projections of public health spending, 2010-50", in B. Clements, D. Coady e S. Gupta (ed.), *The economics of public health care reform in advanced and emerging economies*, aprile 2012; elaborazioni BRI.

l'incertezza in merito all'evoluzione futura della tassazione e della spesa pubblica, il che potrebbe inibire la spesa di imprese e famiglie. Infine, un debito persistentemente più elevato implica maggiori pagamenti per interessi, che potrebbero dover essere finanziati mediante un aumento distortivo della tassazione. Tutti questi fattori possono porre un freno alla crescita.

Numerosi studi empirici forniscono evidenza a sostegno di tale conclusione, indicando che la crescita media tende a essere più bassa laddove il debito lordo del settore pubblico eccede l'80% circa del PIL (cfr. il riquadro). Il superamento di tale soglia non riduce automaticamente la crescita ma, nel caso in cui si protragga nel tempo, comporta un più elevato rischio di una minore crescita tendenziale. Data l'esigenza di mantenere risorse aggiuntive per far fronte a eventuali shock di rilievo, gli obiettivi di debito dovrebbero essere fissati a un livello considerevolmente inferiore a tale soglia. Sebbene non vi siano regole prestabilite per la scelta degli obiettivi di debito, le elaborazioni che seguono si basano su un'ipotesi prudente di un obiettivo del 60% del PIL per le economie avanzate e del 40% per le EME<sup>3</sup>.

Gli impegni esistenti di spesa futura per pensioni e sanità, che non trovano riflesso nelle misure correnti del debito pubblico, accrescono il fabbisogno di correzione. Il grafico IV.1 mostra che, in base alle proiezioni, fra il 2013 e il 2040 la passività connesse all'invecchiamento della popolazione dovrebbero aumentare considerevolmente in relazione al PIL in numerosi paesi<sup>4</sup>. Fra le economie avanzate

<sup>3</sup> L'obiettivo per il debito lordo del Giappone è fissato al 200% del PIL.

<sup>4</sup> Le proiezioni non tengono conto delle riforme attuate dopo il dicembre 2011. Di conseguenza, è probabile che per alcuni paesi esse sovrastimino l'aumento atteso della spesa collegata all'invecchiamento della popolazione.

l'incremento più rilevante (superiore a 9 punti percentuali) è previsto per gli Stati Uniti, ed è riconducibile in gran parte all'aumento della spesa sanitaria. Anche per Austria, Belgio, Grecia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito e Spagna si attendono aumenti apprezzabili (nell'ordine di 5-8 punti percentuali circa). Gli aumenti di spesa previsti sono rilevanti anche per numerose EME, in particolare Corea (oltre 12 punti percentuali), Brasile (circa 7 punti) e Cina (circa 6 punti), in massima parte per effetto della spesa pensionistica<sup>5</sup>.

La tabella IV.2 presenta le stime della variazione del saldo primario al netto degli effetti del ciclo necessaria a riportare entro il 2040 i livelli di debito sugli obiettivi indicati in precedenza. Il calcolo si basa sulle ipotesi seguenti. Primo, il debito e il disavanzo sono proiettati in avanti a partire da valori previsti per fine 2013. Secondo, il saldo primario al netto degli effetti del ciclo migliora di 1 punto percentuale l'anno fino al momento in cui il debito viene ricondotto su una stabile traiettoria discendente. La correzione necessaria è quindi ricavata dalla differenza fra il saldo primario nel 2013 e l'avanzo massimo al netto degli effetti del ciclo necessario durante il 2014-40. Terzo, l'output gap si azzerà nei cinque anni successivi, per cui nello stesso arco di tempo il saldo primario converge gradualmente verso quello al netto degli effetti del ciclo. Infine, il livello del debito non ha di per sé effetti sui tassi di interesse o la crescita economica.

La prima colonna nella tabella IV.2 riporta la correzione necessaria nel saldo primario al netto degli effetti del ciclo nell'ipotesi che la spesa collegata all'invecchiamento della popolazione rimanga costante in rapporto al PIL. La seconda mostra la correzione necessaria al netto della spesa collegata all'età nell'ipotesi che non venga assunto alcun provvedimento per arginare l'aumento di tale categoria di spesa. La terza e la quarta colonna riportano le medesime informazioni nell'ipotesi che il tasso di interesse corretto per la crescita converga gradualmente dai livelli attuali all'1% su un periodo di cinque anni. Le stime presentate in queste due colonne forniscono una valutazione più prudente del fabbisogno di risanamento per i paesi che attualmente godono di tassi di interesse bassi, nonché una valutazione probabilmente più realistica per i paesi alle prese con tassi di interesse molto elevati e una bassa crescita del prodotto. Infatti, laddove progrediscono nel risanamento, i paesi di quest'ultimo gruppo dovrebbero beneficiare di una riduzione dei costi di indebitamento e possibilmente di una graduale ripresa della crescita.

Nelle economie avanzate il fabbisogno di risanamento è ingente, specie tenendo conto degli aumenti previsti della spesa collegata all'invecchiamento della popolazione. Fra i paesi che presentano le maggiori necessità di correzione figurano alcuni di quelli che hanno registrato finora tassi di interesse a lungo termine estremamente bassi. Per il Giappone, nonostante l'obiettivo elevato di debito considerato, anche nello scenario più favorevole di tassi di interesse corretti per la crescita ai bassi livelli attuali, la correzione richiesta del saldo primario al netto degli effetti del ciclo risulta superiore a 13 punti percentuali del PIL potenziale.

Il Regno Unito deve migliorare il proprio saldo primario al netto degli effetti del ciclo di 7,4 punti e gli Stati Uniti di quasi 5 punti (colonna 1). Qualora non venga adottata alcuna misura per contenere la spesa legata all'invecchiamento (colonna 2), il Regno Unito e gli Stati Uniti dovranno apportare ingenti correzioni (pari rispettivamente a 13 e 14 punti di PIL) alla componente non connessa all'età

<sup>5</sup> La sostenibilità delle finanze pubbliche dipende anche dalle passività che potrebbero materializzarsi qualora lo Stato dovesse farsi carico del salvataggio di istituzioni finanziarie o di soggetti pubblici. Purtroppo la scarsità di informazioni fa sì che la valutazione di queste passività sia soggetta a un elevato grado di incertezza. Le elaborazioni qui riportate non tengono conto di tali passività esplicitamente, ma in maniera implicita ipotizzando obiettivi di debito prudenti.

## Fabbisogno di risanamento delle finanze pubbliche<sup>1</sup>

In punti percentuali del PIL potenziale

Tabella IV.2

	Tasso di interesse corretto per la crescita <sup>2</sup> = livello nel 2013		Tasso di interesse corretto per la crescita <sup>2</sup> = convergenza verso l'1% nell'arco di 5 anni del livello nel 2013		Per memoria: tasso di interesse corretto per la crescita nel 2013 (in %) <sup>2</sup>
	Al netto della spesa collegata all'età <sup>3</sup>	Al lordo della spesa collegata all'età <sup>4</sup>	Al netto della spesa collegata all'età <sup>3</sup>	Al lordo della spesa collegata all'età <sup>4</sup>	
<b>Economie avanzate</b>					
Austria	1,0	7,7	0,9	7,6	1,1
Belgio	1,8	9,0	1,6	8,8	1,3
Canada	4,3	8,1	4,2	8,1	1,1
Francia	3,6	5,4	3,3	5,2	1,3
Germania	0,6	3,4	0,6	3,3	1,1
Giappone	13,3	14,9	17,9	19,6	0,2
Italia	4,2	4,0	2,0	1,9	4,1
Paesi Bassi	2,4	8,9	2,2	8,8	1,2
Regno Unito	7,4	13,2	8,5	14,0	0,2
Spagna	7,8	10,4	3,7	7,3	4,7
Stati Uniti	4,8	14,1	6,9	16,1	-1,0
Svezia	0,2	1,3	0,6	1,7	0,3
<b>Economie emergenti</b>					
Brasile	.	5,0	.	4,8	1,4
Cina	.	2,5	.	5,9	-7,3
Corea	.	11,9	.	12,0	0,7
India	3,3	3,7	6,4	6,6	-5,0
Indonesia	.	0,2	1,2	2,7	-5,3
Malaysia	2,2	5,6	3,5	6,8	-1,7
Messico	0,1	2,3	1,1	3,2	-1,2
Sudafrica	0,9	3,3	2,1	4,6	-1,9
Thailandia	1,3	3,9	3,3	5,8	-3,5

<sup>1</sup> Correzione del saldo primario al netto degli effetti del ciclo (definita come differenza fra il valore massimo del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo nel 2014-40 e la proiezione del suo valore nel 2013) necessaria a condurre entro il 2040 il rapporto debito lordo/PIL al 60% nelle economie avanzate (al 200% in Giappone) e al 40% nelle economie emergenti. I punti indicano che il rapporto debito/PIL obiettivo può essere conseguito in assenza di miglioramenti del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo rispetto al livello del 2013. <sup>2</sup> Definito come  $(1+r)/(1+g) - 1$ , dove  $r$  = tasso di interesse effettivo nominale e  $g$  = crescita del PIL nominale. Il tasso di interesse effettivo nominale in ciascun anno è definito come spesa pubblica per interessi in quell'anno, divisa per lo stock di debito pubblico alla fine dell'anno precedente. <sup>3</sup> Senza tenere conto delle proiezioni relative alle variazioni della spesa collegata all'età in relazione al PIL. <sup>4</sup> Tenuto conto delle proiezioni relative alle variazioni della spesa collegata all'età in relazione al PIL.

Fonti: FMI; OCSE; elaborazioni BRI.

dei rispettivi saldi primari al netto degli effetti del ciclo. Considerata la loro enorme entità, è improbabile che tali correzioni vedano la luce, mentre è più plausibile che i governi si adoperino per ridefinire le prestazioni dell'assistenza sociale.

Il fabbisogno di risanamento si basa sui livelli correnti dei tassi di interesse corretti per la crescita. Nell'ipotesi che i livelli correnti convergano gradualmente all'1%, le stime risultano più prudenti. La correzione necessaria

## Un elevato debito pubblico rappresenta un freno alla crescita?

È lecito attendersi che il debito pubblico agisca da freno sulla crescita media di lungo periodo del PIL per almeno tre motivi.

Primo, all'aumentare del debito aumentano anche i pagamenti per interessi. L'incremento del servizio del debito comporta un innalzamento delle tasse e una diminuzione della spesa pubblica produttiva. Nel caso in cui una quota significativa del debito sia detenuta da investitori esteri, si riducono inoltre le risorse a disposizione per gli investimenti e per i consumi interni. Un effetto ancor più dannoso deriva dalla tassazione più elevata necessaria a onorare il maggiore servizio del debito, che è distorsiva e deprime ulteriormente l'attività economica, se non addirittura la crescita<sup>①</sup>.

Secondo, all'aumentare del debito aumentano anche i premi per il rischio sovrano. Per motivi sia economici sia politici il livello della tassazione non può superare un certo limite. Quando la sostenibilità del debito rende necessario accrescere la tassazione al di là di questo limite massimo, il paese sarà costretto a rendersi insolvente o in modo esplicito, o attraverso l'inflazione. La probabilità di raggiungere il limite massimo di tassazione aumenta all'aumentare del debito<sup>②</sup>. L'innalzamento dei premi per il rischio sovrano, inoltre, comporta maggiori costi di indebitamento, minori investimenti privati e una minore crescita a lungo termine.

Terzo, all'aumentare del debito le autorità perdono la flessibilità necessaria per attuare politiche anticicliche. Ne conseguono una maggiore volatilità, una maggiore incertezza e, anche in questo caso, una minore crescita.

La correlazione negativa fra il debito pubblico e la crescita tendenziale è confermata da vari studi empirici, a cominciare dal primo contributo in tal senso fornito da Reinhart e Rogoff (2010)<sup>③</sup>. Questi studi si suddividono in due gruppi: da un lato quelli che esaminano la semplice correlazione bivariata fra debito e crescita<sup>④</sup>, dall'altro lato quelli che analizzano una relazione più complessa tenendo conto delle differenze relative a crescita e invecchiamento della popolazione, istruzione, apertura al commercio internazionale, finanziarizzazione dell'economia e così via.

Al fine di ridurre l'impatto delle oscillazioni cicliche e focalizzarsi sulle determinanti delle tendenze di lungo periodo, gran parte di questi studi si basa sulle medie pluriennali dei tassi di crescita pro capite. I risultati, riassunti nella tabella IV.A, sono coerenti e univoci: in presenza di livelli di debito superiori all'80% circa del PIL, un aumento di 10 punti percentuali del rapporto debito/PIL si associa a un calo di 13-17 punti base della crescita tendenziale del PIL pro capite. L'ultimo studio in materia, condotto da Baum et al. (2012) per i soli paesi dell'area dell'euro e tenendo conto della recente crisi finanziaria, ottiene stime assai più elevate, sebbene per una soglia leggermente più alta di debito<sup>⑤</sup>.

### Studi multivariati degli effetti del debito sulla crescita

Tabella IV.A

Studio	Campione	Soglia	Effetto di un aumento di 10 p.p. nel rapporto debito/PIL
Kumar e Woo (2010) <sup>1</sup>	38 economie avanzate ed emergenti, 1970-2007	90%	-0,17 p.p.
Caner, Grennes e Koehler-Geib (2010) <sup>2</sup>	79 economie avanzate e in via di sviluppo, 1980-2008	77%	-0,17 p.p.
Cecchetti, Mohanty e Zampolli (2011) <sup>3</sup>	18 economie dell'OCSE, 1980-2006	84%	-0,13 p.p.
Baum, Checherita-Westphal e Rother (2012) <sup>4</sup>	12 economie dell'area dell'euro, 1990-2010	96%	-0,59 p.p.

<sup>1</sup> M. Kumar e J. Woo, "Public debt and growth", *IMF Working Papers*, n. WP/10/174, luglio 2010. <sup>2</sup> M. Caner, T. Grennes e F. Koehler-Geib, "Finding the tipping point – when sovereign debt turns bad", Banca mondiale, *Policy Research Working Papers*, n. 5391, luglio 2010.

<sup>3</sup> S. Cecchetti, M. Mohanty e F. Zampolli, "The real effects of debt", in *Achieving maximum long-run growth*, atti del simposio di Jackson Hole della Federal Reserve Bank di Kansas City, agosto 2011, pagg. 145-196. <sup>4</sup> A. Baum, C. Checherita-Westphal e P. Rother, "Debt and growth: new evidence for the euro area", *ECB Working Paper Series*, n. 1450, luglio 2012.



In aggiunta, come documentato da Reinhart et al. (2012)<sup>③</sup>, la condizione di indebitamento eccessivo (debt overhang) tende a persistere per molti anni. Sull'arco di periodi prolungati di tempo non è possibile ritenere che l'aumento dei livelli del debito sia il risultato di sviluppi avversi imprevedibili, come una recessione o una crisi finanziaria. Esso non può essere che l'esito di scelte deliberate di politica economica. La vera questione riguarda quindi l'opportunità di politiche che favoriscono un aumento del debito. Anche qualora fosse una bassa crescita a provocare l'aumento del debito, ciò non sminuirebbe la pericolosità di livelli di debito elevati. Laddove la crescita rimanga bassa e le sue cause di fondo (che secondo i detrattori risiederebbero in fattori diversi dal debito) non siano affrontate, un ulteriore aumento del debito non potrà che essere un rimedio temporaneo, che a un certo punto condurrà l'economia in prossimità dei suoi limiti fiscali.

In sintesi, esistono validi motivi teorici ed empirici per ritenere che un elevato livello di debito pubblico riduca la crescita reale tendenziale futura. L'evidenza empirica mostra che l'impatto del debito è ingente e comincia a esplicare i suoi effetti quando il rapporto debito/PIL si colloca al di sopra dell'80% circa. Di conseguenza, per favorire una crescita vigorosa e sostenibile occorre che le economie avanzate perseguano livelli di debito di gran lunga inferiori. In vari casi non basterà una semplice stabilizzazione del debito. Occorrerà ridurlo.

① È probabile che gli effetti delle tasse sulla crescita non siano lineari, e risultino maggiori quando l'imposizione è già elevata. Cfr. ad esempio N. Jaimovich e S. Rebelo, "Non-linear effect of taxation on growth", *NBER Working Papers*, n. 18473, ottobre 2012. ② Cfr. H. Bi ed E. Leeper, "Analyzing fiscal sustainability", aprile 2013. Cfr. inoltre la nota 7 del testo principale. ③ C. Reinhart e K. Rogoff, "Growth in a time of debt", *American Economic Review*, vol. 100, n. 2, maggio 2010, pagg. 573-578. La versione originale di questo studio conteneva un errore di calcolo ed escludeva alcuni dati non disponibili al momento in cui è stato redatto. Questi problemi, tuttavia, non inficiano la conclusione che la crescita è negativamente correlata con il debito. Prima che si venisse a conoscenza di questi problemi il documento citato era già stato superato da C. Reinhart, V. Reinhart e K. Rogoff, "Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, n. 3, giugno 2012. ④ Cfr. ad esempio B. Egert, "Public debt, economic growth and nonlinear effects: myth or reality?", OCSE, *Economics Department Working Papers*, n. 993, ottobre 2012; A. Minea e A. Parent, "Is high public debt always harmful to economic growth? Reinhart and Rogoff and some complex non-linearities", Association Française de Cliométrie, *Working Papers*, n. 8, febbraio 2012. ⑤ Cfr. anche U. Panizza e A. Presbitero, "Public debt and economic growth in advanced economies: a survey", *Money and Finance Research Group Working Papers*, n. 78, gennaio 2013, che riconosce la correlazione negativa, ma sostiene che sia il risultato di una relazione di causalità inversa, per cui gli attuali livelli elevati di debito sarebbero la conseguenza di una bassa crescita futura attesa.

crece di circa 2,1 punti percentuali, a 6,9, per gli Stati Uniti e di oltre 1 punto, a 8,5, per il Regno Unito (colonna 3). Supponendo che non venga adottata alcuna misura di contenimento della spesa connessa all'età, il fabbisogno di correzione sale rispettivamente a 14,0 e 16,1 punti percentuali (colonna 4).

Aggiustamenti rilevanti sono necessari anche in Spagna (7,8 punti percentuali), Canada (4,3 punti), Italia (4,2 punti) e Francia (3,6 punti) (colonna 1). In assenza di riforme dell'assistenza sociale, i fabbisogni di correzione crescono di alcuni punti percentuali in tutti i suddetti paesi a eccezione dell'Italia (colonna 2)<sup>6</sup>. Il risanamento necessario in Spagna e Italia sarebbe inferiore (colonna 3) se i loro elevati tassi di interesse corretti per la crescita, superiori al 4% (colonna 5), dovessero ridursi.

Altre economie avanzate (Austria, Belgio e Paesi Bassi) necessitano generalmente di minori aggiustamenti qualora non si tenga conto della spesa collegata all'invecchiamento della popolazione. Tuttavia, in assenza di misure atte a contenere la crescita di tale spesa, le correzioni necessarie sarebbero molto maggiori (8-9 punti).

Per numerose EME il livello attualmente contenuto dei disavanzi pubblici correnti comporta un fabbisogno ridotto di correzione allorché non considera la spesa per l'invecchiamento della popolazione (colonna 1). Una eccezione degna di nota è l'India, che necessita di un miglioramento pari a oltre 3 punti percentuali di PIL. La sostenibilità in molte EME, oltre che dai disavanzi contenuti, è favorita dal fatto che i tassi di interesse effettivi di queste economie sono inferiori a quelli di

<sup>6</sup> Il fabbisogno di risanamento dell'Italia risulta leggermente inferiore allorché si tiene conto degli aumenti previsti della spesa collegata all'invecchiamento della popolazione; ciò si deve al fatto che, in base alle previsioni, tale spesa (in relazione al PIL) dovrebbe calare all'inizio del periodo di simulazione, per poi tornare a crescere.

crescita del PIL, in parte a causa del minore sviluppo dei mercati finanziari. Tuttavia, è probabile che tale condizione venga meno con lo sviluppo dei mercati finanziari e con la loro integrazione a livello internazionale. I bassi costi di finanziamento delle EME si devono anche ai tassi di interesse estremamente bassi nelle economie avanzate. Detto ciò, anche nell'ipotesi più prudente di una graduale convergenza verso un tasso di interesse corretto per la crescita pari all'1%, il fabbisogno di correzione rimane relativamente contenuto nella maggior parte di questi paesi (colonna 3).

La valutazione delle condizioni di finanza pubblica nelle EME cambia allorché si tiene conto della spesa connessa all'invecchiamento della popolazione. La correzione necessaria del saldo primario al netto degli effetti del ciclo sale a 12 punti percentuali per la Corea, e fra 4 e 7 punti per Brasile, Cina, Malaysia, Sudafrica e Thailandia (colonna 4). Al fine di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche questi paesi dovranno arginare la spesa futura connessa all'invecchiamento della popolazione, oppure trovare la copertura necessaria riducendo altre categorie di spesa o accrescendo le entrate fiscali.

## La sostenibilità delle finanze pubbliche e i tassi di interesse

Le amministrazioni pubbliche di molte importanti economie beneficiano di costi di finanziamento storicamente bassi. Al contempo, i crescenti livelli di debito hanno innalzato la loro esposizione al rischio di un aumento dei tassi di interesse. Un incremento del tasso di interesse non corrisposto da un pari aumento del tasso di crescita del prodotto minerà ulteriormente la sostenibilità dei bilanci pubblici<sup>7</sup>.

Sebbene sia difficile prevedere quando e come avrà luogo una correzione nei tassi di interesse a lungo termine, è comunque possibile esaminarne il potenziale effetto sulla sostenibilità delle finanze pubbliche. Come mostrato nella precedente sezione, il risanamento necessario ai paesi con bassi tassi di interesse sarebbe maggiore qualora i tassi di interesse corretti per la crescita aumentassero. Per illustrare meglio i rischi posti da una normalizzazione dei tassi a lungo termine, il grafico IV.2 mostra i risultati di alcune simulazioni condotte sui rapporti debito/PIL di Giappone, Regno Unito e Stati Uniti.

Le simulazioni assumono come valori iniziali le attuali previsioni per i livelli del debito e del saldo di bilancio nel 2013, e procedono alla proiezione sulla scorta delle seguenti ipotesi principali. Primo, l'evoluzione del saldo primario segue le proiezioni più recenti delle autorità nazionali fino all'ultimo anno intero di calendario per il quale tali proiezioni sono disponibili<sup>8</sup>. Negli anni successivi il saldo primario al netto della spesa connessa all'età rimane costante in relazione al PIL, per cui l'evoluzione del saldo primario complessivo dipende dalle modifiche previste in tale spesa. Secondo, l'aumento dei tassi di interesse ha luogo all'inizio del periodo coperto dalla simulazione e comporta un incremento soltanto graduale

<sup>7</sup> Vi sono elementi a riprova del fatto che i paesi con un debito pubblico superiore all'80% del PIL e disavanzi persistenti di conto corrente sono vulnerabili di fronte a dinamiche sfavorevoli dei tassi di interesse. Cfr. D. Greenlaw, J. Hamilton, P. Hooper e F. Mishkin, "Crunch time: fiscal crises and the role of monetary policy", documento redatto per l'US Monetary Policy Forum, New York, febbraio 2013.

<sup>8</sup> Proiezioni del Congressional Budget Office (CBO) fino al 2022 per gli Stati Uniti, dell'Ufficio del gabinetto fino al 2022 per il Giappone e dell'Office for Budget Responsibility fino al 2017 per il Regno Unito. Il CBO fornisce il saldo primario delle amministrazioni centrali, mentre il saldo primario utilizzato nelle proiezioni si riferisce alle amministrazioni pubbliche. Si ipotizza pertanto che il saldo di queste ultime vari in misura analoga a quello delle amministrazioni centrali per ciascun anno in cui è disponibile.

## Proiezioni sul debito delle amministrazioni pubbliche in base a scenari alternativi

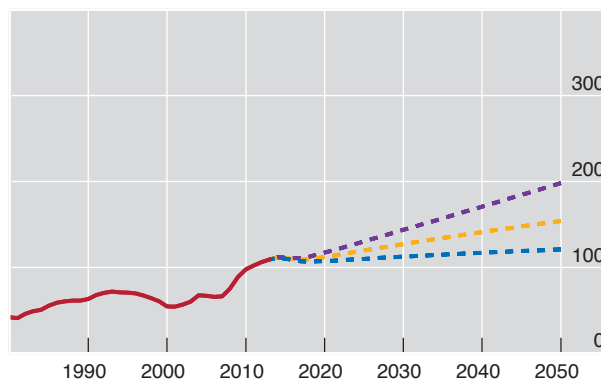
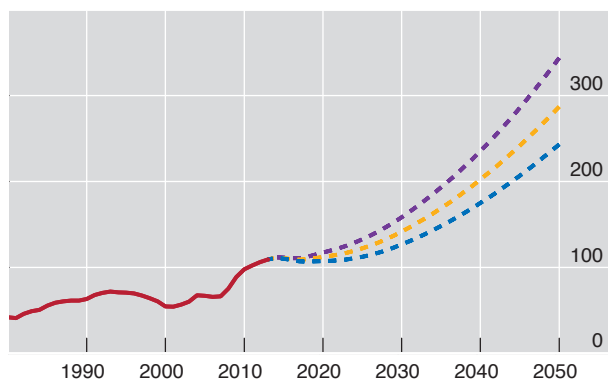
In percentuale del PIL

Grafico IV.2

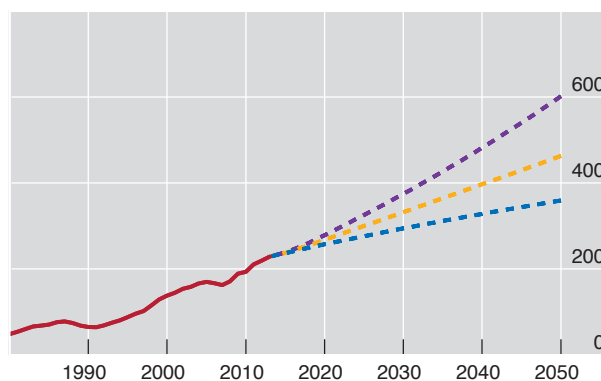
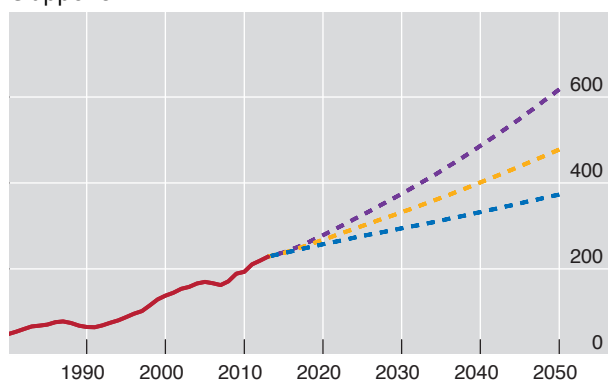
Tenendo conto dell'aumento previsto della spesa collegata all'età

Mantenendo costante il rapporto fra spesa collegata all'età e PIL

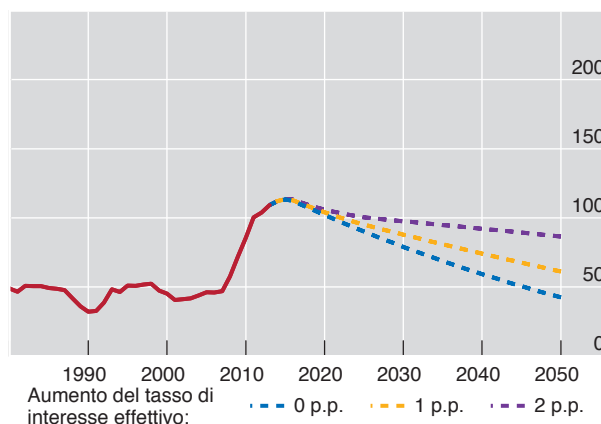
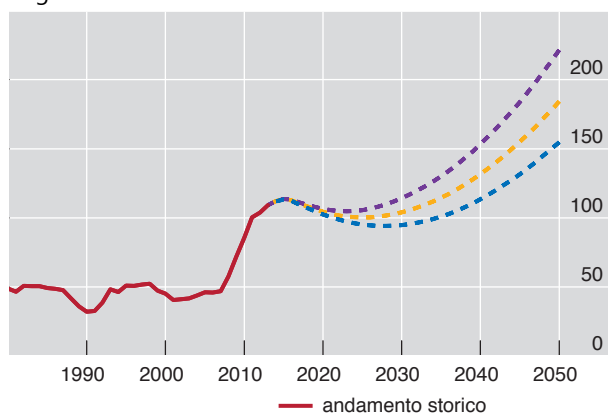
Stati Uniti



Giappone



Regno Unito



— andamento storico

Aumento del tasso di interesse effettivo: — 0 p.p. — 1 p.p. — 2 p.p.

Il saldo primario si basa sulle proiezioni dell'OCSE (per il 2013 e il 2014) e sulle proiezioni di fonte nazionale (dal 2015 al 2022 per Stati Uniti e Giappone, e dal 2015 al 2017 per il Regno Unito). Nel 2023-50 (per Stati Uniti e Giappone) e nel 2018-50 (per il Regno Unito) le entrate e la spesa non collegata all'età sono mantenute costanti in rapporto al PIL, mentre la spesa collegata all'età è basata sulle proiezioni delle fonti specificate nel grafico IV.1 o mantenuta costante ai livelli del 2022 (Stati Uniti e Giappone) o del 2017 (Regno Unito). La crescita del PIL nominale si basa sulle proiezioni di fonte nazionale fino al 2022 (Stati Uniti e Giappone) o al 2017 (Regno Unito), e si ipotizza rimanga sui valori del 2022 (Stati Uniti e Giappone) o del 2017 (Regno Unito) fino al 2050. Si ipotizza che i tassi di interesse effettivi nominali OCSE (cfr. la definizione nella tabella IV.2) rimangano al livello previsto per il 2013 fra il 2014 e il 2050 o crescano gradualmente di 1 o 2 punti percentuali (a un tasso annuo uguale all'inverso della vita residua media del debito pubblico).

Fonti: FMI; OCSE; Ufficio del gabinetto giapponese; Office for Budget Responsibility britannico; Congressional Budget Office statunitense; elaborazioni BRI.

del tasso di interesse effettivo pagato sul debito. Tale assunto concorda con il fatto che ogni anno i governi rifinanziano di norma solo una frazione del debito in essere (in aggiunta a ogni eventuale disavanzo corrente). Per semplicità, si formula l'ipotesi grezza che l'aumento del tasso di interesse effettivo avvenga nell'arco di un periodo corrispondente alla durata media del debito in essere all'inizio della simulazione<sup>9</sup>.

Gli scenari considerati variano a seconda dell'entità dell'aumento del tasso di interesse effettivo e del fatto che la spesa connessa all'invecchiamento della popolazione continui a crescere o rimanga costante (in relazione al PIL). Il grafico IV.2 evidenzia che per gli Stati Uniti un aumento del tasso di interesse effettivo potrebbe avere un impatto rilevante sulle traiettorie del debito. Due punti emergono con chiarezza. Primo, la spesa connessa all'età finirà col sospingere il debito su una traiettoria crescente a prescindere dal tasso di interesse, ma un aumento del tasso di interesse anticiperebbe di molto l'innalzamento del debito. Secondo, anche immaginando che la spesa connessa all'età rimanga stabile in relazione al PIL, gli attuali piani di risanamento non consentiranno di stabilizzare il debito negli scenari con tassi di interesse più elevati.

Anche per il Giappone le simulazioni mostrano che in base ai piani attuali il rapporto debito/PIL continuerà ad aumentare. Come prevedibile, tale aumento risulta tanto più rapido quanto più elevati sono i tassi di interesse, e si verifica nonostante le previsioni di un incremento solo modesto della spesa connessa all'invecchiamento della popolazione in Giappone.

Il rapporto debito/PIL per il Regno Unito dovrebbe raggiungere il punto massimo a metà del decennio. Poiché il debito in essere ha una durata media molto lunga, di circa 14 anni, i tre scenari di tasso di interesse danno luogo a traiettorie simili sino alla fine del decennio. Questo fattore fornisce di fatto una qualche protezione contro bruschi aumenti dei tassi di interesse. Tuttavia, in assenza di modifiche, la spesa connessa all'età spingerà ulteriormente al rialzo il rapporto debito/PIL nel più lungo periodo<sup>10</sup>.

## I costi e i benefici del risanamento

Negli ultimi anni il risanamento dei bilanci pubblici ha creato senza dubbio un ostacolo alla crescita. Il fatto che quest'ultima si sia dimostrata più debole del previsto in molte economie avanzate ha inoltre portato alla richiesta di una maggiore gradualità o di un ulteriore differimento della correzione dei conti pubblici. Alla base di tale richiesta vi è l'opinione che i responsabili delle politiche non abbiano correttamente valutato gli effetti avversi del consolidamento sulla crescita, sottostimando l'impatto dei vincoli creditizi per famiglie e imprese, sovrastimando l'efficacia della politica monetaria in presenza di tassi ufficiali prossimi allo zero e non tenendo in considerazione la contemporaneità del risanamento nei diversi paesi. Si ritiene inoltre che un orientamento meno restrittivo delle politiche di bilancio oggi lascerebbe più tempo alle economie per adeguarsi e

<sup>9</sup> La simulazione non tiene conto né di eventuali effetti retroattivi del debito sulla crescita e sui tassi di interesse, né dei possibili diversi effetti di breve e di lungo periodo sulla crescita e sui tassi di interesse derivanti da ritmi diversi di risanamento.

<sup>10</sup> Le traiettorie ipotetiche presentate nel grafico IV.2 si basano sulla durata media del debito in essere (non consolidato) delle amministrazioni pubbliche. In realtà, la durata media delle passività del bilancio pubblico consolidato (che include sia le passività emesse dall'autorità di bilancio sia quelle emesse dalla banca centrale) è minore, per effetto della scadenza molto breve delle passività della banca centrale. Qualora si tenesse conto di tale durata più breve, per ogni dato incremento del tasso di interesse le traiettorie del debito risulterebbero peggiori.

recuperare, e che il risanamento sarebbe quindi meno oneroso in presenza di una crescita vigorosa e in grado di autosostenersi.

Esistono ragioni di scetticismo rispetto a tali argomentazioni. Primo, anche nel caso in cui gli effetti avversi di breve termine delle politiche di bilancio sul prodotto (o moltiplicatori fiscali) fossero in certa misura maggiori rispetto al periodo pre-crisi, vi è considerevole incertezza riguardo alla loro entità e non sussistono prove del fatto che siano abbastanza ingenti da rendere il risanamento più difficile (o addirittura controproducente). L'entità dei moltiplicatori dipende anzi, in particolare, dalla credibilità e dalla qualità della correzione dei conti (cfr. la sezione seguente), nonché dalle politiche strutturali che l'accompagnano, incluse misure di risanamento del sistema finanziario.

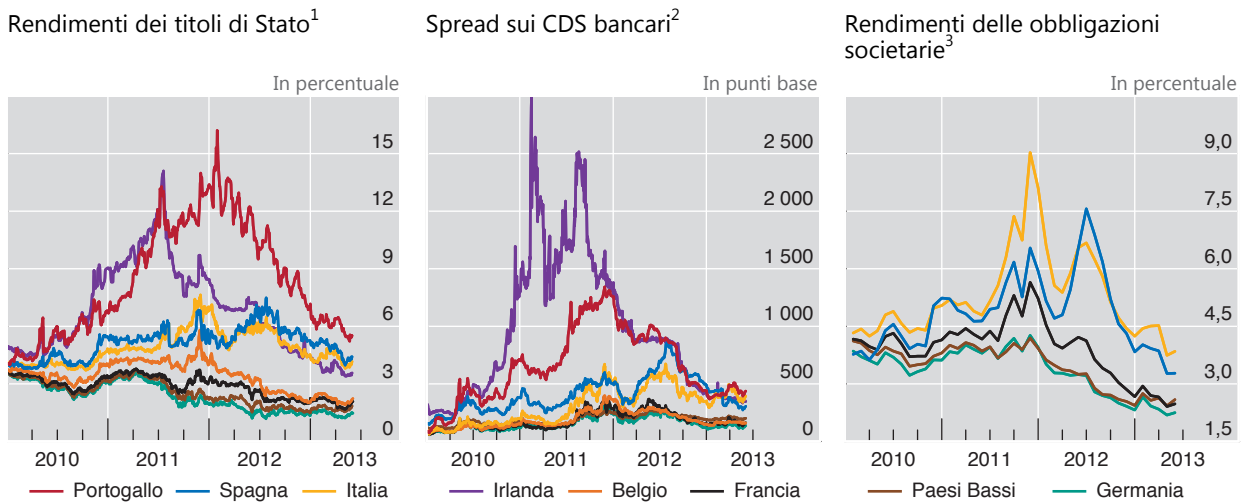
Secondo, altri fattori hanno con tutta probabilità contribuito a rendere inaspettatamente debole la crescita. In particolare nell'area dell'euro, le preoccupazioni degli investitori per la sostenibilità dei conti pubblici e la liquidità hanno sospinto verso l'alto i rendimenti dei titoli di Stato, provocando tensioni per i bilanci delle banche e le finanze pubbliche, e determinando un irrigidimento delle condizioni di concessione del credito al settore privato. Alcuni paesi hanno perso l'accesso al mercato e hanno dovuto ricorrere a fonti di finanziamento ufficiali. In casi come questi, un risanamento ampio e rapido dei conti pubblici è stato una contromisura necessaria, in assenza della quale la contrazione del prodotto sarebbe stata persino maggiore.

Terzo, la presenza di moltiplicatori di grandi dimensioni non sminuisce necessariamente l'opportunità di una correzione immediata o relativamente rapida. Alla base del differimento o del rallentamento del risanamento dei conti vi è l'aspettativa di una diminuzione dei moltiplicatori fiscali o di un significativo recupero della crescita economica. Tuttavia, qualora tale aspettativa venisse disattesa, posporre la parte preponderante del risanamento implicherebbe livelli di debito più elevati e maggiori costi per il suo servizio, che renderebbero ancora più oneroso e prolungato il processo di correzione futura.

L'argomentazione a favore di un differimento della correzione dei conti si fonda anche sulla credibilità dei piani di risanamento delle finanze pubbliche. I governi in carica dovranno impegnarsi per conto di quelli futuri, ma gli assetti istituzionali e le norme per la formazione dei bilanci pubblici potrebbero non essere sufficientemente cogenti da vincolare i futuri responsabili politici. Inoltre, un risanamento più lento delle finanze pubbliche potrebbe indurre "stanchezza da riforme", ossia il convincimento che le riforme non stiano dando i frutti sperati e vadano quindi abbandonate. Affrontare i problemi in maniera tempestiva risulta forse più oneroso nel breve periodo, ma può contribuire ad assicurare che vengano completate riforme imprescindibili.

Infine, l'impatto del risanamento dei conti sulla crescita va considerato anche al di là del breve periodo. Con il ripristino di solide condizioni finanziarie, l'eliminazione del rischio associato a un debito elevato e la riduzione delle risorse necessarie per il servizio del debito, il risanamento dei conti condurrà a una crescita sostenibile più elevata. Di conseguenza, i benefici prodotti nel lungo termine saranno superiori ai costi di breve periodo.

Per i paesi che hanno messo in atto gli interventi correttivi più rilevanti, il risanamento di bilancio ha già iniziato ad avere effetti positivi in termini di miglioramento delle condizioni finanziarie. All'interno dell'area dell'euro, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna hanno beneficiato lo scorso anno di un restringimento considerevole dei differenziali di rendimento sul debito sovrano (grafico IV.3, diagramma di sinistra) e sui credit default swap (CDS). In Irlanda i rendimenti si sono ridotti da un massimo del 14% circa a metà 2011 a meno del 4% alla fine di maggio 2013, e l'emittente sovrano ha potuto riconquistare l'accesso al mercato,



<sup>1</sup> Rendimenti decennali. <sup>2</sup> Media semplice degli spread sui credit default swap (CDS) senior a cinque anni per un campione di istituzioni finanziarie nazionali. <sup>3</sup> Media dei rendimenti sulle obbligazioni societarie, ponderata per il valore di mercato.

Fonti: Barclays; Markit; statistiche nazionali.

collocando titoli a diverse scadenze. Di recente anche il Portogallo ha fatto ritorno sul mercato dei capitali.

I benefici sono stati avvertiti anche dal settore privato. I differenziali sui CDS delle banche e di altri intermediari finanziari sono calati in maniera rilevante durante lo scorso anno, inducendo una considerevole riduzione dei costi di provvista delle banche (grafico IV.3, diagramma centrale). Analogamente, i rendimenti obbligazionari delle società non finanziarie in Italia e Spagna sono diminuiti sensibilmente rispetto ai massimi registrati (diagramma di destra).

Va riconosciuto che il miglioramento delle condizioni finanziarie generali riflette non soltanto la riduzione dei disavanzi pubblici, ma anche le misure prese a livello di intera area dell'euro, quali le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni e l'annuncio delle operazioni definitive monetarie (ODM) della BCE. Ciò nonostante, nel lungo periodo l'efficacia di tali misure dipenderà in ultima istanza dalla messa in atto del necessario risanamento dei conti pubblici nei diversi paesi. Esse non si sostituiscono al riequilibrio delle politiche di bilancio, ma sono ad esso complementari.

## La qualità del risanamento

La composizione del risanamento dei conti pubblici è fondamentale per ridurre i suoi effetti negativi di breve periodo sulla crescita, aumentare il potenziale di crescita delle economie e garantire che interventi correttivi rilevanti abbiano buon esito.

L'evidenza disponibile indica che le correzioni di rilievo dei conti pubblici che hanno maggiore successo si concentrano generalmente su tagli alla spesa, specie dei consumi collettivi e dei trasferimenti, piuttosto che su aumenti dell'imposizione fiscale. La spesa tende a produrre moltiplicatori fiscali maggiori rispetto alla tassazione, ma riducendola si liberano risorse per una riduzione progressiva dell'imposizione. Una volta approvate, le voci di spesa sono generalmente più

difficili da eliminare, per cui una loro riduzione tempestiva rafforza la credibilità complessiva dei piani di risanamento. Al contrario, le correzioni impostate sulle entrate sono generalmente meno onerose nel breve termine, ma comportano maggiori distorsioni e quindi un prodotto potenziale più basso in futuro, a meno che l'aumento della tassazione non parta da livelli bassi. Di conseguenza, nei paesi in cui l'imposizione fiscale è già elevata, interventi di stabilizzazione incentrati su aumenti delle tasse hanno meno probabilità di portare a una riduzione duratura dei rapporti di indebitamento<sup>11</sup>.

I livelli dell'imposizione e della spesa differiscono in maniera significativa da un'economia all'altra. Nel periodo 2008-12, fra le principali economie avanzate gli Stati Uniti presentavano uno dei regimi con più bassa pressione fiscale (somma di imposte dirette e indirette e di contributi sociali): essa era pari in media al 25% del PIL, pressoché invariata rispetto ai primi anni sessanta. Anche l'ultimo dato sui consumi delle pubbliche amministrazioni statunitensi risultava non molto diverso da allora, collocandosi intorno al 17%. I trasferimenti, tuttavia, si sono triplicati, raggiungendo il 15%. Anche in Giappone la tassazione è relativamente bassa, pari al 29% del PIL, ma i consumi collettivi sono aumentati dal 12 al 21% e i trasferimenti dal 2 al 15%.

Altrove, in particolare in Europa, la pressione fiscale è aumentata di pari passo con il debito pubblico, i consumi collettivi e i trasferimenti. La pressione fiscale è del 33% in Spagna, del 36% in Portogallo, del 37% nel Regno Unito e ha raggiunto valori compresi fra il 40 e 46% circa in Francia, Germania e Italia. I paesi di quest'ultimo gruppo, pertanto, dispongono di margini più ristretti per ulteriori aumenti dell'imposizione. Benché il livello e la composizione della spesa pubblica dipendano dalle preferenze collettive, il ridotto spazio di manovra per aumentare la tassazione implica che varie economie dovranno adoperarsi per ridurre la spesa<sup>12</sup>.

È possibile selezionare diverse voci della spesa e delle entrate aggregate per minimizzare i costi di breve termine del risanamento fiscale e favorire il prodotto potenziale. Le tasse sugli immobili e quelle indirette sulle vendite tendono a essere meno distorsive di quelle sul lavoro e sul capitale. Analogamente, i tagli ai trasferimenti sociali producono minori danni alla crescita nel breve termine rispetto alla riduzione dei consumi collettivi.

I governi possono inoltre migliorare le prospettive di crescita mediante una riforma precoce e incisiva delle prestazioni sociali. Tali misure sono finalizzate a produrre benefici in un arco di tempo molto lungo, ma rafforzano nell'immediato la sostenibilità dei conti pubblici e la fiducia dei mercati, e potrebbero pertanto ripercuotersi positivamente sui tassi di interesse corrisposti sul debito.

## Riepilogo

Il debito pubblico ha toccato livelli mai raggiunti in tempi di pace in molte economie avanzate, e continua a crescere. Un debito più elevato costituisce per queste economie un'evidente fonte di vulnerabilità. Esso si accompagna a maggiori pagamenti per interessi e quindi a una tassazione più elevata, e restringe gli

<sup>11</sup> Cfr. ad esempio FMI, "From stimulus to consolidation: revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies", aprile 2010, e OCSE, "Fiscal consolidation: how much, how fast, and by what means?", *OECD Economic Policy Papers*, n. 1, aprile 2012.

<sup>12</sup> Un tentativo di stima del tasso massimo di imposizione fiscale conseguibile indica che alcuni di questi paesi dispongono di un margine ristretto per ulteriori aumenti dell'imposizione fiscale. Cfr. M. Trabandt e H. Uhlig, "How do Laffer curves differ across countries?", *NBER Working Papers*, n. 17862, febbraio 2012.

spazi di manovra per attuare politiche anticicliche. In aggiunta, accresce la preoccupazione degli investitori riguardo all'inflazione futura o a possibili insolvenze, spingendoli a richiedere rendimenti più elevati. I timori per il rischio di insolvenza si traducono in un aumento dei costi della provvista delle istituzioni finanziarie che detengono titoli di Stato e in una minore disponibilità di credito per imprese e famiglie.

Malgrado i progressi compiuti nel ridurre i disavanzi, per molte economie è ancora necessario accrescere in misura significativa il saldo primario affinché il debito possa essere ricondotto su traiettorie più sicure e discendenti. Il buon esito degli interventi di correzione dipende in misura fondamentale dai provvedimenti per arginare la crescita futura della spesa per pensioni e assistenza sanitaria.

Diversamente dalle economie avanzate, le economie emergenti presentano per la maggior parte livelli di debito stabili o in calo. Un orientamento prudente delle politiche di bilancio e il contrasto dell'aumento della spesa connessa all'invecchiamento della popolazione garantiranno che le finanze pubbliche delle EME rimangano solide.