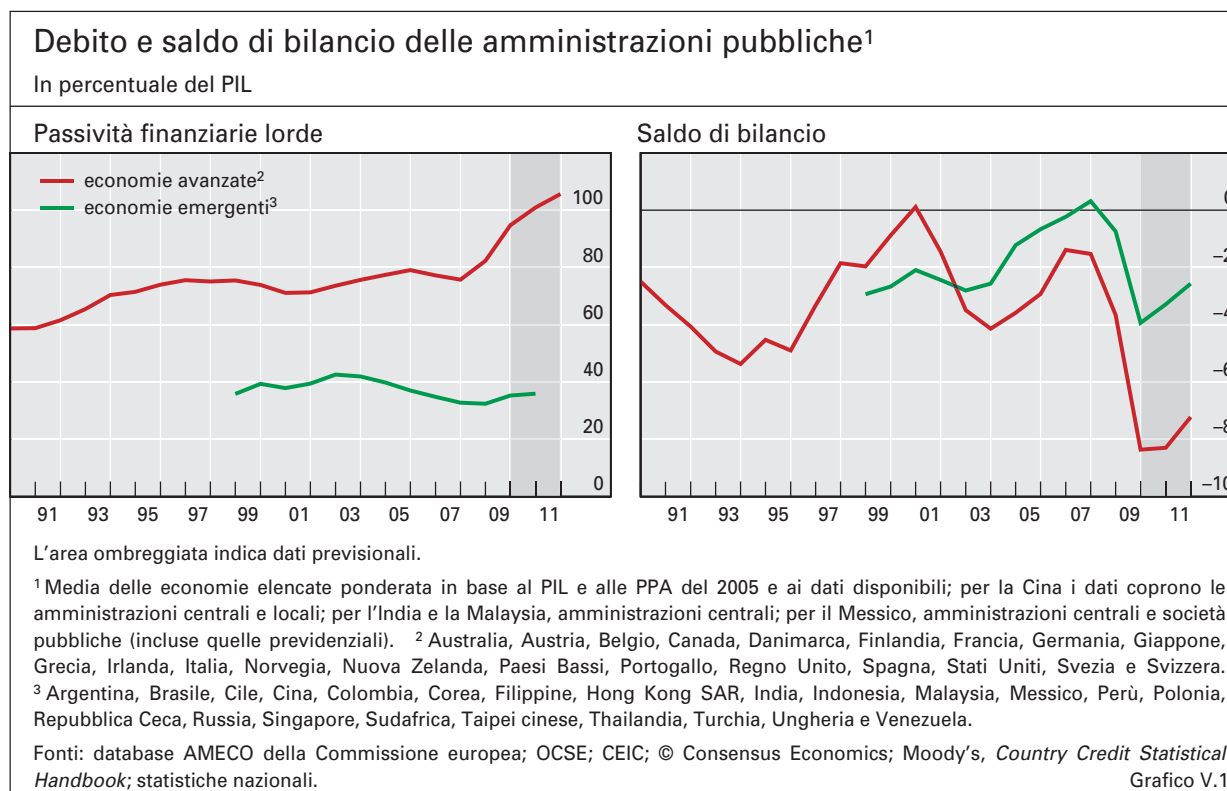


## V. Sostenibilità delle finanze pubbliche nei paesi industriali: rischi e sfide

Le eccezionali misure di salvataggio e le politiche di bilancio espansive attuate in risposta alla crisi finanziaria, congiuntamente alla notevole contrazione dei redditi nazionali, hanno causato un grave deterioramento delle finanze pubbliche nei paesi industriali (grafico V.1). Si prevede che il debito pubblico aggregato delle economie avanzate salga dal 76% del PIL nel 2007 a oltre il 100% nel 2011, un livello che non ha precedenti negli ultimi decenni. Per giunta, non è ancora chiaro quale sarà il costo complessivo del risanamento dei bilanci delle società finanziarie, soprattutto alla luce della loro perdurante vulnerabilità a shock avversi. E oltre il 2011 su molti paesi industriali incombono gli oneri pensionistici e sanitari elevati e in aumento connessi con l'invecchiamento della popolazione. Se non saranno affrontati in modo tempestivo ed efficace, tali oneri possono condurre a un'espansione crescente dei disavanzi di bilancio e del debito pubblico.

In complesso, le economie di mercato emergenti (EME) hanno affrontato la crisi con posizioni di bilancio piuttosto solide e ne sono uscite relativamente indenni (grafico V.1). Pertanto, il loro debito pubblico aggregato, pari al 35% circa del PIL a fine 2009, rimane contenuto in confronto a quello delle economie avanzate e non pare destinato a subire forti incrementi. La situazione differisce tuttavia in misura notevole a seconda dei casi, e diversi paesi emergenti sono



impegnati a riportare i disavanzi di bilancio su livelli sostenibili. Numerose EME devono anch'esse fronteggiare i problemi di lungo periodo legati all'invecchiamento demografico, problemi che tenderanno ad aggravarsi nella misura in cui vorranno ampliare o migliorare i servizi pubblici essenziali offerti a segmenti più ampi della popolazione. Tali problematiche sono trattate brevemente nel riquadro a pagina 68.

I livelli elevati e crescenti del debito pubblico comportano notevoli rischi per l'economia internazionale. Come dimostra la recente crisi debitoria europea, i timori di insolvenza sovrana possono causare un forte aumento dei tassi di interesse, che rischia di aggravare ulteriormente la fragilità finanziaria e di compromettere la nascente ripresa. L'adozione, in maggio, di misure di sostegno senza precedenti da parte degli Stati europei, dell'FMI e della BCE ha contribuito a stabilizzare i mercati finanziari, ma permangono timori riguardo alla sostenibilità fiscale di lungo periodo in Grecia e in diversi altri paesi europei. Il rischio è che tali timori si accentuino e colpiscano anche altre economie se i governi non agiranno in maniera risoluta per correggere i propri squilibri di bilancio. Inoltre, nel più lungo periodo un debito pubblico in costante aumento può rendere le economie più vulnerabili di fronte a shock avversi, ridurre il loro potenziale di crescita a lungo termine e mettere a repentaglio la stabilità monetaria.

Di fatto, il più severo scrutinio delle posizioni fiscali da parte degli investitori ha già indotto diverse economie avanzate a introdurre nuove o più incisive misure di risanamento, le quali dovrebbero facilitare una riduzione più rapida dei disavanzi di bilancio rispetto a quanto previsto all'inizio del 2010. Gli sforzi volti a ridimensionare gli squilibri dovrebbero però essere accompagnati da riforme che assicurino la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche, prevedendo misure idonee a incrementare la produttività e la crescita potenziale futura, oltretutto a contenere la progressione della spesa legata all'età. Posto che tali misure siano attuate dai paesi industriali con la dovuta determinazione, i loro potenziali effetti negativi a breve termine sulla dinamica del prodotto saranno più che compensati dai benefici derivanti da tassi di interesse più bassi e stabili, un sistema finanziario meno fragile e migliori prospettive di crescita economica.

La parte restante di questo capitolo analizza gli squilibri fiscali di breve e lungo periodo che caratterizzano i paesi industriali, nonché le loro potenziali implicazioni per l'economia.

## Evoluzione e prospettive a breve termine del debito pubblico

La presenza di elevati livelli del debito pubblico non è un fatto nuovo nei paesi industriali. Ad esempio, all'indomani della seconda guerra mondiale il debito pubblico in rapporto al PIL raggiunse il 120% circa negli Stati Uniti e il 275% nel Regno Unito. In questi due paesi, dove si prevede che tale indice superi la soglia del 90% nel 2011, il recente ritmo di crescita del debito è paragonabile solo a quello osservato durante le due guerre mondiali (grafico V.2, diagramma di sinistra). Quel che è peggio, in molti paesi l'attuale incremento indotto dalla crisi si è innestato su un'erosione tendenziale della posizione di bilancio. In

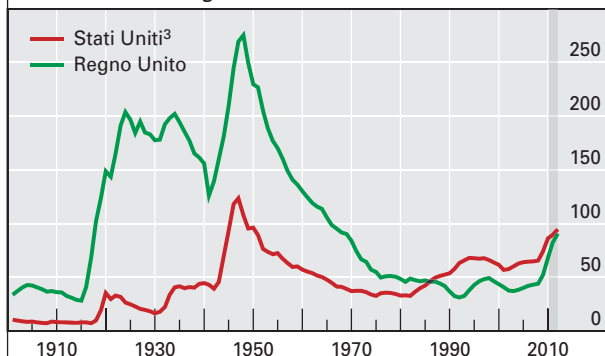
Il debito pubblico si colloca su livelli senza precedenti nel dopoguerra

Il debito era in crescita già prima della crisi

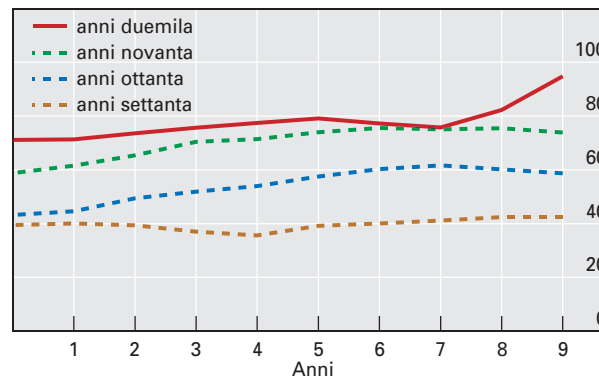
## Debito pubblico<sup>1</sup>

In percentuale del PIL

### Stati Uniti e Regno Unito<sup>2</sup>



### Economie industriali<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Passività finanziarie lorde delle amministrazioni pubbliche. <sup>2</sup> L'area ombreggiata indica le previsioni dell'OCSE. <sup>3</sup> Debito delle amministrazioni centrali. <sup>4</sup> Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005 e ai dati disponibili di Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera.

Fonti: B. Mitchell, *British historical statistics*, Cambridge University Press, 1988; database AMECO della Commissione europea; OCSE; Office for National Statistics del Regno Unito, *Economic Trends Annual Supplement*; statistiche nazionali. Grafico V.2

effetti, dagli anni settanta al 2007 il rapporto debito/PIL nei paesi industriali è progressivamente salito in media dal 40 al 76% (grafico V.2, diagramma di destra). Lo squilibrio cronico fra le entrate e gli impegni di spesa (specie quella correlata all'età) evidenzia come, seppure in vario grado a seconda dei paesi, le finanze pubbliche si trovassero su una traiettoria insostenibile già prima dell'inizio della recente crisi finanziaria.

L'aumento varia notevolmente a seconda dei paesi

Si stima che a fine 2011 il rapporto debito pubblico/PIL nei paesi industriali sarà mediamente superiore di circa 30 punti percentuali (ovvero di due quinti circa) al livello del 2007. L'incremento sarà però ancora maggiore nel caso dei paesi più duramente colpiti dalla crisi: si prevede che tra fine 2007 e fine 2011 il rapporto salga di oltre la metà negli Stati Uniti e di quattro quinti in Spagna; esso dovrebbe pressoché raddoppiare nel Regno Unito e triplicare in Irlanda (tabella V.1).

Il debito pubblico continuerà a crescere ...

È improbabile che la recente espansione del debito pubblico subisca una rapida battuta d'arresto, e ciò per varie ragioni. In primo luogo, i disavanzi ciclici indotti dalla congiuntura negativa – netta contrazione delle entrate tributarie e dilatazione di alcune voci di spesa (soprattutto a sostegno dei redditi) – sono verosimilmente destinati a non scomparire in tempi brevi poiché, come mostrano le attuali proiezioni, la ripresa economica sarà lenta.

... dato il probabile persistere di ampi disavanzi

La seconda ragione è che i deficit attualmente previsti per il 2010 e 2011 sono destinati in gran parte a perdurare pur in presenza di una ripresa dell'economia. Si ritiene che in molti paesi la crisi finanziaria abbia ridotto in modo permanente il livello del prodotto potenziale futuro e di conseguenza anche la base imponibile<sup>1</sup>. Inoltre, in alcuni paesi (segnatamente Irlanda, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti) il forte aumento del gettito fiscale prima

Il calo del prodotto potenziale comporta minori entrate tributarie

<sup>1</sup> Per l'area OCSE si stima che, conseguentemente alla perdita permanente di prodotto potenziale, negli anni 2009-11 il gettito fiscale in rapporto al PIL sarà inferiore di oltre 1 punto percentuale alla media 2000-07. Cfr. OCSE, *Economic policy reforms: going for growth 2010*, marzo 2010.

Situazione e prospettive delle finanze pubbliche in alcune economie avanzate <sup>1</sup>									
	Saldo di bilancio			Saldo strutturale <sup>2</sup>			Debito pubblico		
	In percentuale del PIL								
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Austria	-0,5	-4,7	-4,6	-1,1	-3,1	-3,2	62	74	77
Francia	-2,7	-7,8	-6,9	-3,0	-5,7	-5,2	70	94	99
Germania	0,2	-5,4	-4,5	-0,4	-3,7	-3,1	65	81	84
Giappone	-2,4	-7,6	-8,3	-3,0	-6,6	-7,6	167	199	205
Grecia	-5,4	-8,1	-7,1	-5,8	-4,6	-2,4	104	129	139
Irlanda	0,1	-11,7	-10,8	-1,3	-8,0	-8,3	28	83	92
Italia	-1,5	-5,2	-5,0	-2,2	-2,4	-2,8	112	132	135
Paesi Bassi	0,2	-6,4	-5,4	-0,3	-4,4	-3,7	52	75	79
Portogallo	-2,7	-7,4	-5,6	-2,6	-5,8	-4,3	71	95	99
Regno Unito	-2,7	-11,5	-10,3	-3,4	-8,6	-7,8	47	82	91
Spagna	1,9	-9,4	-7,0	1,6	-6,6	-4,6	42	73	78
Stati Uniti	-2,8	-10,7	-8,9	-3,1	-9,3	-8,0	62	90	95
<i>Per memoria<sup>3</sup>:</i>									
<i>Asia emergente<sup>4</sup></i>	0,1	-3,1	-2,6	...	...	...	33	36	...
<i>Europa centrale<sup>5</sup></i>	-2,2	-6,0	-5,0	...	...	...	45	55	59
<i>America latina<sup>6</sup></i>	-0,5	-2,3	-1,9	...	...	...	39	40	...

<sup>1</sup> Amministrazioni pubbliche; per la Cina, amministrazioni centrali e locali; per India e Malaysia, amministrazioni centrali; per il Messico, amministrazioni centrali e società pubbliche (incluse quelle previdenziali); per il 2010-11, previsioni. <sup>2</sup> Saldo di bilancio depurato della componente ciclica. <sup>3</sup> Media delle economie elencate, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. <sup>4</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. <sup>5</sup> Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria. <sup>6</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela.

Fonti: database AMECO della Commissione europea; OCSE; CEIC; © Consensus Economics; Moody's, *Country Credit Statistical Handbook*; statistiche nazionali.

Tabella V.1

della crisi era in parte collegato a un insostenibile boom dei settori delle costruzioni e dei servizi finanziari. Poiché è improbabile che il prodotto di questi settori ritorni presto ai livelli precedenti la crisi, lo stesso varrà per le imposte da essi generate. Vi è inoltre da attendersi che per vari anni i governi debbano erogare maggiori sussidi di disoccupazione, dato l'incremento del numero dei disoccupati di lunga durata.

La terza ragione è l'incertezza circa i tempi e la portata del rientro dalle straordinarie misure discrezionali attuate in diversi paesi per sostenere la domanda aggregata. La recente crisi debitoria ha costretto alcuni paesi dell'Europa meridionale ad annunciare provvedimenti intesi a ridurre i disavanzi strutturali più rapidamente del previsto, ma ci si può chiedere se anche i paesi industriali maggiori rimuoveranno lo stimolo fiscale prima che la crescita e l'occupazione tornino a livelli più accettabili. L'esperienza storica nelle economie industriali indica che i disavanzi primari strutturali (al netto degli esborsi per interessi e depurati della componente ciclica delle entrate e delle uscite) tendono a essere corretti solo lentamente<sup>2</sup>.

Infine, è tuttora incerto il costo finale del risanamento del sistema finanziario. In vari paesi le banche restano fragili ed esposte a mercati finanziari

Resta incerto il rientro dalle misure discrezionali straordinarie

Non si conosce il costo finale del risanamento del sistema finanziario

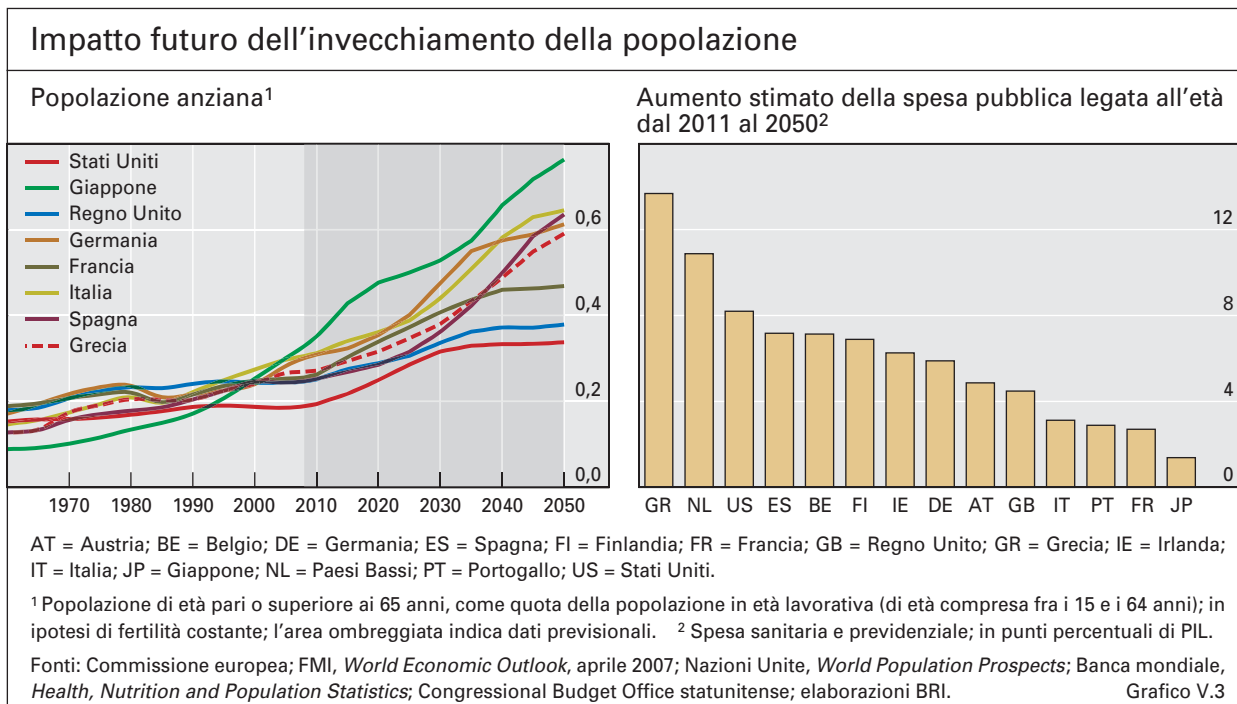
<sup>2</sup> Cfr. S. Cecchetti, M. S. Mohanty e F. Zampolli, "The future of public debt: prospects and implications", *BIS Working Papers*, n. 300, marzo 2010.

volatili e a un deterioramento del mercato degli immobili commerciali (Capitolo II)<sup>3</sup>.

In quale misura e per quanto tempo ancora cresceranno i rapporti debito pubblico/PIL sono fattori che dipendono non soltanto dalle future decisioni riguardo alle imposte e alle uscite primarie (ossia al netto degli interessi sulle passività in essere), ma anche dall'andamento futuro del PIL e dei tassi di interesse in termini reali. A questo riguardo va detto che le prospettive di crescita di molti paesi industriali appaiono tutt'al più deboli e i tassi di interesse reali sono verosimilmente destinati a salire.

Purtroppo, gli ampi disavanzi di bilancio previsti a breve termine non costituiscono l'unica fonte di preoccupazione. I governi delle economie avanzate interessate da un netto incremento del rapporto fra popolazione anziana e popolazione in età lavorativa (grafico V.3, diagramma di sinistra) sono posti di fronte a un'altra sfida sul piano fiscale, ossia quella di contenere e finanziare nel medio-lungo periodo gli oneri in aumento dell'assistenza sanitaria e delle pensioni di vecchiaia. Alcune di queste economie devono altresì fare i conti con una più lenta crescita del prodotto potenziale, che complicherà ulteriormente tale finanziamento. I sistemi sanitari e pensionistici differiscono a seconda dei paesi, e in taluni casi si è già intrapresa una loro riforma nell'intento di limitare la crescita degli esborsi. Pertanto, paesi con analoghe dinamiche attese del rapporto fra anziani e popolazione attiva

I disavanzi di bilancio attuali sottostimano il problema ...



<sup>3</sup> Secondo le stime dell'FMI, il volume di risorse impegnate finora a sostegno del settore finanziario nelle economie avanzate (iniezioni di capitale, acquisizioni di attività e prestiti del Tesoro) è stato pari al 6,2% del PIL nel 2009, di cui solo il 3,5% risulta ad oggi utilizzato. Si tratta di un ammontare relativamente modesto se comparato con il costo diretto medio dei programmi di salvataggio attuati in occasione di passate crisi. Tuttavia, dietro a queste cifre aggregate potrebbe celarsi una situazione più grave in alcuni dei paesi maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria. Ad esempio, il Regno Unito e gli Stati Uniti hanno destinato alle misure di sostegno fondi pari rispettivamente all'11,9 e al 7,4% del PIL nel 2009, finora utilizzati per il 6,6 e 4,9% del PIL. Cfr. FMI, *Fiscal Monitor: Navigating the fiscal challenges ahead*, maggio 2010.

## Prospettive delle finanze pubbliche nelle economie emergenti

È probabile che negli anni a venire le economie di mercato emergenti (EME) dovranno anch'esse fronteggiare problemi di carattere fiscale. A prima vista la loro situazione complessiva appare gestibile. In effetti, diversamente dai paesi industriali, si prevede che il rapporto debito pubblico/PIL nell'insieme delle EME vari di assai poco rispetto al livello precrisi di circa il 35%. Anche la rapida crescita del prodotto registrata da molte EME corrobora la speranza che gli indici di indebitamento non crescano così rapidamente come nei paesi industriali. In aggiunta, l'elevato rendimento degli investimenti pubblici che generalmente connota le EME può contribuire a sostenere un debito più elevato a condizione che questo non finanzi consumi superflui.

Tuttavia, la posizione di bilancio aggregata delle EME cela importanti differenze a livello di singoli paesi. Ad esempio il rapporto debito pubblico/PIL di alcune economie come India e Ungheria, che risultava prossimo o superiore all'80% a fine 2009, rimane elevato. Più in generale, continuano a sussistere alcuni dei fattori che hanno reso le EME meno capaci di sopportare livelli di indebitamento analoghi a quelli delle economie più avanzate.

In primo luogo, la minore credibilità delle EME sul piano dell'inflazione fa sì che i governi debbano ricorrere in misura maggiore a crediti in valuta estera per finanziare i disavanzi di bilancio, il che li espone alle fluttuazioni del valore esterno delle rispettive monete e a improvvisi deflussi di capitali. Ad esempio, nel 2009 in Indonesia, Ungheria e Polonia la quota delle passività in valuta estera sul debito pubblico totale ammontava rispettivamente al 63, 58 e 40%. Al contrario, Brasile e India, che figurano fra le EME con il debito più elevato, finanziano i propri disavanzi principalmente con risorse interne.

In secondo luogo, nelle EME la base imponibile (e quindi il rapporto fra entrate tributarie e PIL) è generalmente più ristretta e difficilmente ampliabile, dato il minore livello di urbanizzazione e di sviluppo. Ad esempio, tale rapporto è inferiore al 25% in molte EME dell'Asia, rispetto a una media di circa il 38% nel 2008 per i paesi OCSE. In terzo luogo, le EME sono solitamente più vulnerabili a shock negativi del commercio internazionale e dei mercati finanziari. Oggi un grosso timore è che un eventuale aggravamento dei problemi di bilancio nelle economie avanzate possa propagarsi alle EME attraverso una più debole domanda di esportazioni, una maggiore avversione al rischio degli investitori e un deterioramento delle condizioni creditizie. Infine, in alcune EME la politica di bilancio rimane molto espansiva, contribuendo ad alimentare episodi di boom dei prezzi delle attività che potrebbero rivelarsi insostenibili. Ad esempio, in Cina gli ingenti programmi di stimolo fiscale si sono di recente accompagnati a una rapida espansione del credito bancario che comporta notevoli rischi per l'economia e il sistema finanziario.

In aggiunta ai problemi tradizionali, diverse EME devono far fronte a un rapido invecchiamento della popolazione e a una crescente domanda di prestazioni sociali. L'ampliamento della rete di sicurezza sociale è desiderabile non solo di per sé, ma anche in considerazione della necessità di ridurre l'elevato risparmio nazionale in alcuni paesi e quindi gli squilibri internazionali di parte corrente. Tale ampliamento non dovrà tuttavia pregiudicare la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche.

non sono necessariamente confrontati a incrementi analoghi della spesa pubblica correlata all'età. Ad esempio, sulla base dei sistemi attuali, si prevede che nel periodo 2011-50 tali esborsi siano destinati ad aumentare in rapporto al PIL di vari punti percentuali in Germania, Grecia, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti, e in misura invece più modesta in Francia, Giappone e Italia (grafico V.3, diagramma di destra).

... poiché la spesa correlata all'età è destinata ad aumentare

## Proiezioni a lungo termine del debito pubblico

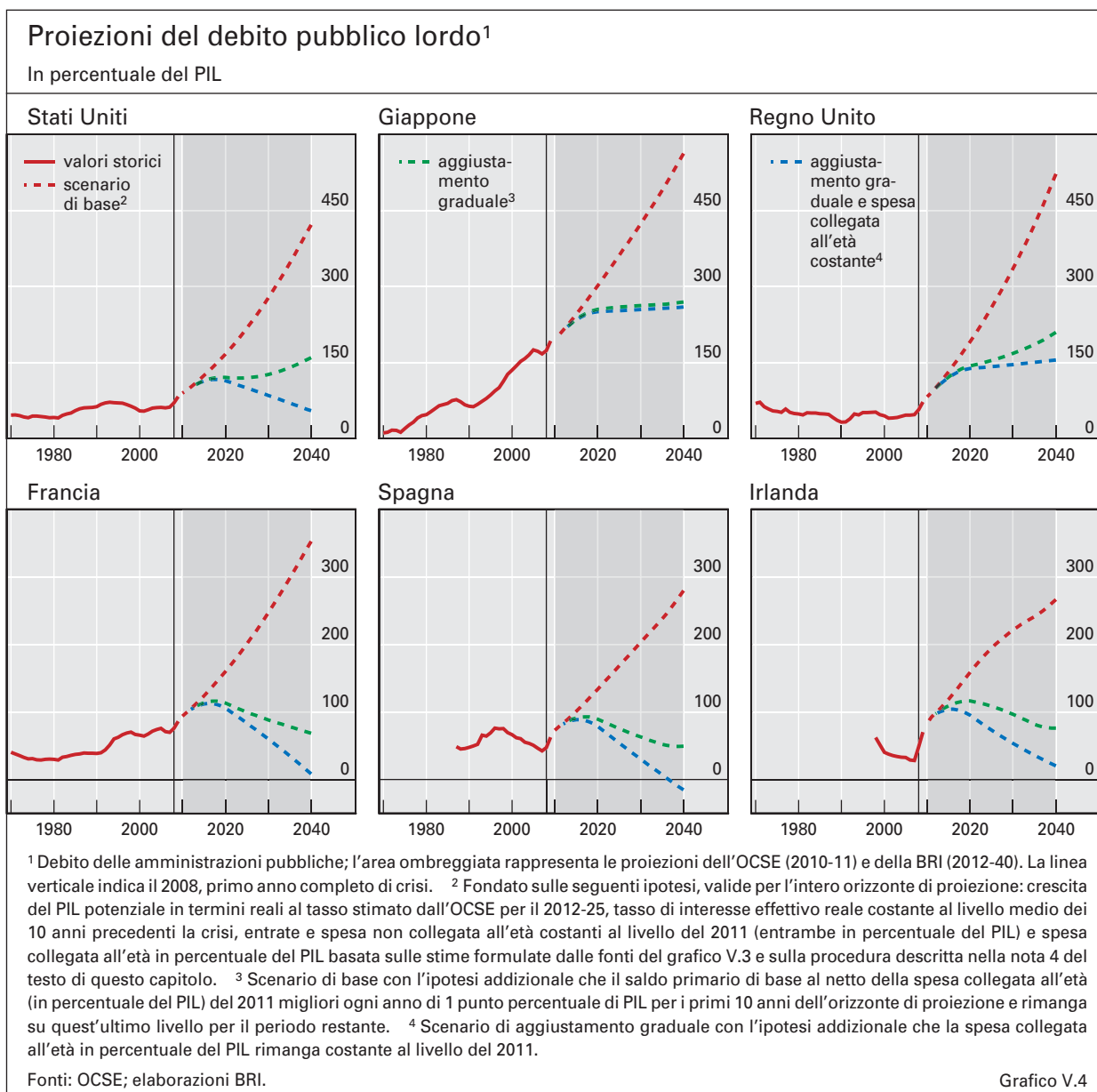
La gravità del problema che si pone ai paesi industriali è illustrata dalle proiezioni a lungo termine del rapporto debito/PIL in alcune economie nell'arco temporale 2010-40 (grafico V.4). Le proiezioni per i primi due anni

Proiezioni del debito pubblico fino al 2040

(2010 e 2011) corrispondono ai dati riportati nella tabella V.1; a partire dal 2012 le proiezioni prescindono dalle variazioni di breve periodo del prodotto e dei tassi di interesse. Pertanto, esse vanno considerate come linee di tendenza attorno alle quali gli indici effettivi possono oscillare. Sono inoltre formulate alcune ipotesi semplificative. Primo, si presume che il tasso di interesse reale effettivo pagato sul debito sia pari a quello medio del decennio anteriore alla crisi (1998-2007). Secondo, si presume che il PIL reale cresca al ritmo potenziale stimato dall'OCSE per il periodo 2012-25. Infine, non sono considerate le eventuali interazioni fra prodotto, tassi di interesse e politica di bilancio.

Tre scenari illustrativi

Nel primo scenario (denominato "di base" nel grafico V.4) durante il periodo 2012-40 le entrate e gli esborsi non correlati all'età della popolazione restano costanti in rapporto al PIL sui livelli previsti dall'OCSE per il 2011, mentre il tasso di incremento della spesa collegata all'età è tale da far





coincidere l'aumento cumulato fino al 2040 con le stime fornite dalle fonti utilizzate nel grafico V.3<sup>4</sup>. Questo scenario prefigura che il disavanzo ciclico persista per alcuni anni. Man mano che si procede lungo l'orizzonte previsivo lo scenario diviene sempre più irrealistico. Presto o tardi qualcosa dovrà accadere affinché il debito non esploda: o i governi adotteranno misure correttive di loro iniziativa, o saranno costretti ad agire allorché i premi per il rischio sovrano raggiungeranno livelli insostenibili.

Il debito pubblico proseguirà su una traiettoria insostenibile ...

Il secondo e terzo scenario sono simulazioni di due possibili linee di azione correttiva. Nel secondo (denominato "aggiustamento graduale") si ipotizza che il saldo di bilancio primario (entrate meno uscite al netto degli interessi sul debito in essere), esclusa la spesa collegata all'età, migliori in rapporto al PIL di 1 punto percentuale ogni anno nell'arco di 10 anni, con una variazione totale di 10 punti (ampia secondo i parametri storici), per poi rimanere costante al nuovo livello per il restante periodo della proiezione. Nel terzo scenario ("aggiustamento graduale e spesa collegata all'età costante") il miglioramento di 10 punti percentuali è associato all'ipotesi che durante l'intero periodo le uscite correlate all'età rimangano invariate in rapporto al PIL, al livello previsto dall'OCSE per il 2011.

Il graduale miglioramento del saldo primario contemplato dal secondo scenario riesce, nell'arco di un decennio circa, a ricondurre il rapporto debito/PIL su una traiettoria in costante calo in Francia, Irlanda e Spagna, ma non in Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. In quest'ultimo paese il rapporto debito/PIL verrebbe stabilizzato solo fino al 2025, dopodiché riprenderebbe a crescere sotto la pressione degli accresciuti esborsi correlati all'età della popolazione. In Giappone e nel Regno Unito il rapporto non si stabilizza, ma la sua crescita viene rallentata. Lo scenario considerato suggerisce pertanto che, nella realtà, in alcuni dei paesi con le dinamiche più sfavorevoli del debito l'aggiustamento del bilancio primario potrebbe risultare più consistente o essere effettuato in misura maggiore in anticipo rispetto a quanto ipotizzato nelle proiezioni.

... se non saranno corretti gli ampi disavanzi ...

Combinato al miglioramento del saldo primario, il congelamento della spesa correlata all'età in rapporto al PIL determina un calo più rapido dell'indice debito/PIL o una sua più lenta crescita. Può essere alquanto irrealistico ipotizzare che l'aumento delle uscite correlate all'età non superi quello del PIL durante l'intero orizzonte della proiezione. Nondimeno, l'esercizio mostra come in diversi paesi un'azione tempestiva volta a contenere i futuri esborsi di questo tipo o a finanziarli mediante imposte addizionali e altre misure (trattate di seguito) potrebbe migliorare sensibilmente la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio periodo. Il fatto che in alcuni paesi il rapporto debito/PIL scenda a livelli molto bassi verso la fine del periodo di simulazione indica che la correzione di bilancio in questi paesi potrebbe essere minore di quanto ipotizzato nello scenario.

... e non sarà contenuta la spesa correlata all'età

<sup>4</sup> La Commissione europea ha elaborato proiezioni per la spesa collegata all'età nel periodo 2008-60; cfr. "2009 ageing report: economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)", versione preliminare, *European Economy*, n. 2, 2009, e "European economic forecasts", autunno 2009, *European Economy*, n. 10, 2009. Utilizzando tali proiezioni è stata interpolata una serie annuale per l'evoluzione della spesa collegata all'età dal 2012 al 2040.



## Conseguenze dell'elevato livello del debito

L'esperienza storica e solide argomentazioni economiche mettono in evidenza i pericoli di un forte e rapido accumulo di debito pubblico. Un siffatto disequilibrio delle finanze pone a repentaglio la solvibilità degli Stati, deprime la crescita potenziale e abbassa il tenore di vita. Esso pregiudica altresì la capacità delle autorità monetarie di controllare l'inflazione.

### *Rischi di insolvenza sovrana*

Se si prescinde dalla Germania e dal Giappone all'indomani della seconda guerra mondiale, nessun paese industriale si è mai reso insolvente dal 1945 a oggi. Tuttavia, guardando più indietro nel tempo si osserva come forti aumenti del debito pubblico (spesso sulla scia di crisi bancarie) siano stati in genere seguiti da episodi di alta inflazione e da un maggior numero di insolvenze sovrane anche tra le economie allora più avanzate. Di solito i paesi hanno scelto di subire le conseguenze di una insolvenza sul debito sovrano o di una sua ristrutturazione allorché le turbative finanziarie o di altro tipo derivanti dall'inflazione erano giudicate persino peggiori<sup>5</sup>.

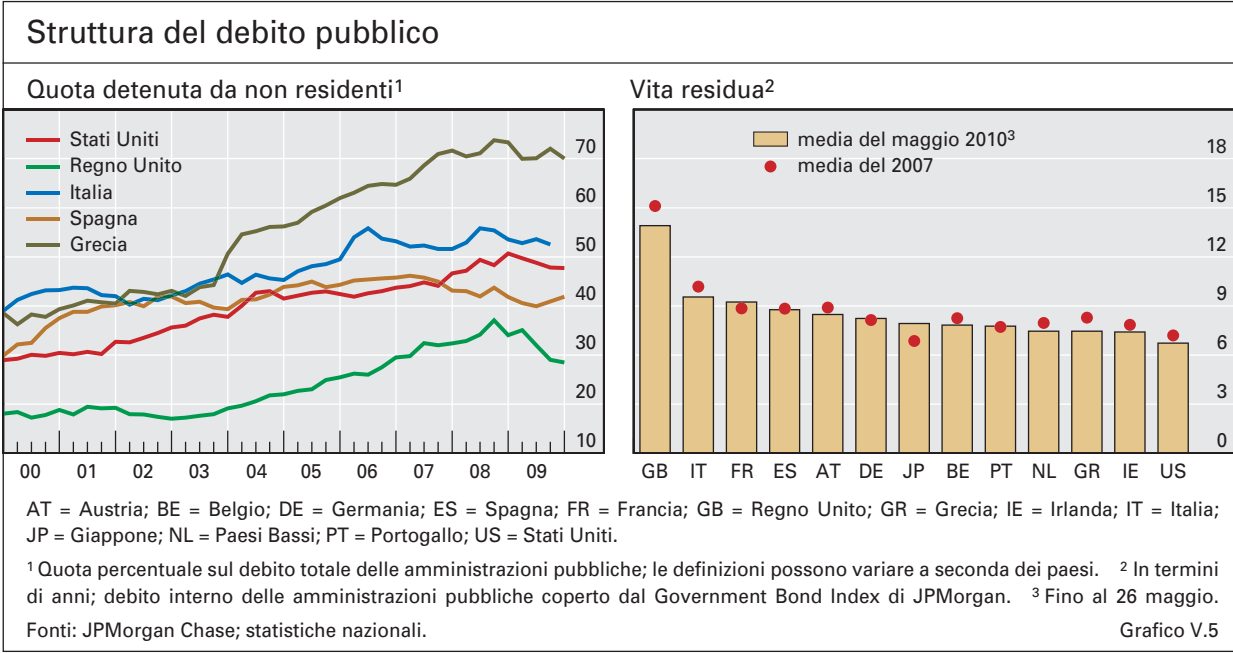
Di recente lo spettro dell'insolvenza sovrana ha fatto la sua ricomparsa nell'Europa meridionale. La Grecia, di fronte alla spirale ascendente dei rendimenti obbligazionari, ha dovuto sollecitare l'aiuto finanziario esterno per poter continuare a rifinanziare il proprio debito. Una combinazione di fattori – debolissime prospettive di crescita, alti tassi di disoccupazione, costante erosione della competitività internazionale e scarsa trasparenza dei conti pubblici – aveva causato una protratta erosione della fiducia degli investitori nel merito di credito dell'emittente pubblico. Il calo della fiducia si è intensificato quando è divenuto palese che gli altri paesi europei stentavano ad accordarsi sulla portata e sulla condizionalità del sostegno finanziario. I premi per il rischio sul debito della Grecia hanno così subito una brusca impennata, esponendo gli istituti finanziari di vari paesi a ingenti perdite potenziali e il settore privato a un inasprimento delle condizioni creditizie.

Mentre veniva finalizzato il piano di salvataggio per la Grecia, la crisi è parsa volgere al peggio quando hanno cominciato a salire bruscamente anche i rendimenti sui titoli sovrani di altri paesi, in particolare Spagna e Portogallo. Pur godendo di una posizione fiscale migliore rispetto alla Grecia, questi due paesi sono parimenti afflitti da deboli prospettive di crescita economica e da ampi disavanzi correnti che non possono compensare attraverso il deprezzamento del cambio o un'espansione monetaria. Le nuove misure di sostegno annunciate in maggio dai governi europei, dall'FMI e dalla BCE sono riuscite a calmare i timori del mercato, almeno temporaneamente, concedendo ai governi un certo lasso di tempo per adottare i provvedimenti necessari al consolidamento delle finanze pubbliche e al miglioramento delle prospettive di crescita economica.

<sup>5</sup> Cfr. C. Reinhart e K. Rogoff, "From financial crash to debt crisis", *NBER Working Papers*, n. 15795, marzo 2010; C. Reinhart e K. Rogoff, "The forgotten history of domestic debt", *NBER Working Papers*, n. 13946, aprile 2008.

L'insolvenza di paesi industriali non è un fenomeno sconosciuto ...

... e la sua probabilità è oggi aumentata



La recente crisi europea mostra altresì come il rischio che si sviluppino dinamiche avverse del debito sia maggiore nei paesi con un basso saggio di risparmio in rapporto agli investimenti, che quindi dipendono in parte dagli afflussi di capitali esteri per finanziare i disavanzi pubblici. Attualmente i residenti esteri detengono una parte cospicua del debito pubblico di molti paesi industriali, fra cui in particolare Grecia, Italia e Stati Uniti (grafico V.5, diagramma di sinistra).

I paesi sono più vulnerabili allorché dipendono dai flussi di capitali esteri ...

Inoltre, il rischio di una crisi del debito è chiaramente maggiore laddove un paese deve rifinanziare ogni anno una quota elevata delle proprie passività. Quando diminuisce la domanda di titoli a lungo termine, i governi possono essere costretti a finanziarsi in misura crescente a breve, causando un accorciamento costante della scadenza media del debito pubblico. In Italia, ad esempio, quest'ultima scese da circa sette anni nel 1973 ad appena un anno nel 1982, rendendo all'epoca il paese più vulnerabile a una crisi debitoria. Oggi la scadenza media del debito in molti paesi industriali è relativamente lunga, ma potrebbe riprendere ad accorciarsi qualora gli investitori giudicassero troppo rischioso l'investimento a lungo termine (grafico V.5, diagramma di destra).

... e dal finanziamento a breve termine

*Conseguenze macroeconomiche*

Quand'anche si possano evitare dinamiche avverse del debito, tre fattori che si accompagnano a livelli elevati di indebitamento pubblico rischiano di causare con il tempo una riduzione del potenziale di crescita economica e un abbassamento del tenore di vita, ossia: i maggiori esborsi per interessi, l'accresciuta competizione negli investimenti di portafoglio e la perdita di margine di manovra e di efficacia della politica di bilancio.

La crescita potrebbe rallentare ...

In primo luogo, la più ampia quota di mezzi finanziari assorbita dal servizio del debito pubblico può sottrarre risorse agli investimenti produttivi (in infrastrutture, istruzione, sanità), nonché accentuare le distorsioni causate

dal prelievo fiscale. In secondo luogo, il più elevato volume di debito pubblico compete, nei portafogli privati, con altri tipi di investimento, compresi titoli di Stato esteri. Questa competizione, unitamente ai maggiori premi per il rischio di insolvenza e di inflazione, potrebbe far lievitare i tassi di interesse reali e causare un corrispondente calo dello stock di capitale privato. I flussi di capitali internazionali potrebbero attenuare questi effetti, ma l'interesse pagato ai residenti esteri ridurrebbe il reddito interno. In terzo luogo, l'accumulo di debito può limitare il margine di manovra e l'efficacia della politica di bilancio, anche nel funzionamento degli stabilizzatori automatici; è probabile che la conseguente maggiore volatilità macroeconomica scoraggi la formazione del capitale.

... anche se l'evidenza empirica è limitata

Sebbene l'evidenza empirica al riguardo sia limitata, essa indica che le ripercussioni sulla crescita risultanti da un elevato livello del debito pubblico potrebbero essere rilevanti. Nei paesi con un rapporto debito/PIL superiore al 90% il tasso di crescita mediano del prodotto reale risulta di 1 punto percentuale inferiore (e il tasso medio di 4 punti inferiore) a quello dei paesi con un indice di indebitamento più basso. Recenti evidenze fanno inoltre ritenere che l'atteso incremento del rapporto debito/PIL nelle economie avanzate nel periodo 2007-15 potrebbe ridurre stabilmente di più di mezzo punto l'anno la crescita futura del prodotto potenziale<sup>6</sup>.

#### *Sfide per le banche centrali*

I timori di inflazione riguardano ...

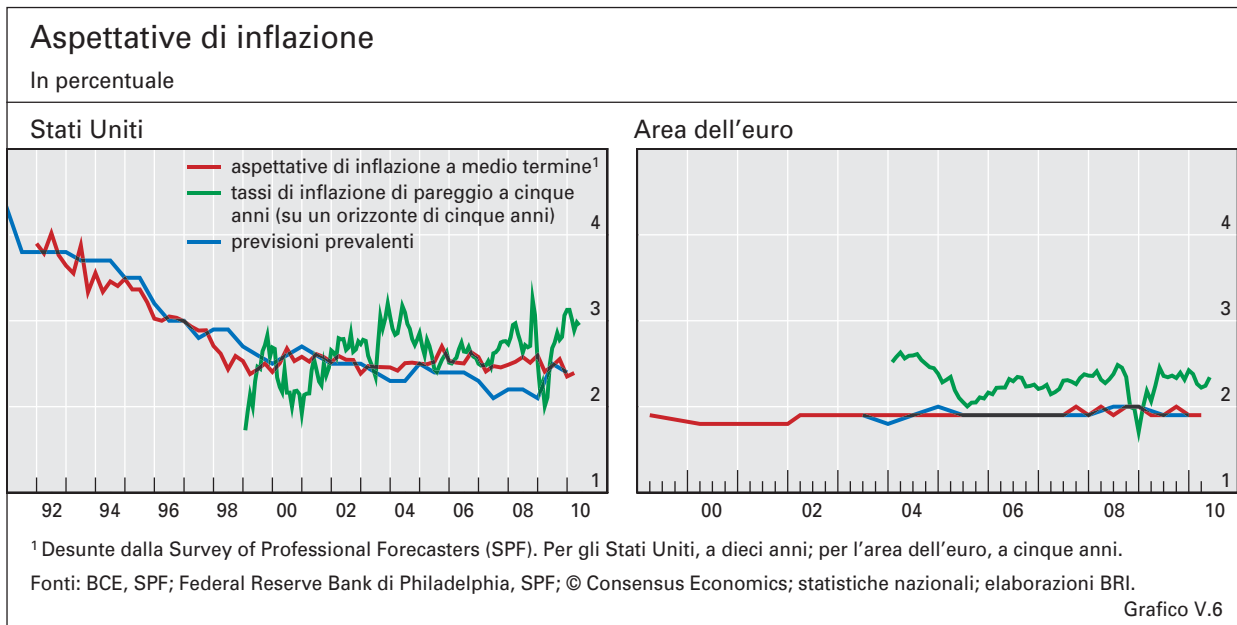
Il continuo deterioramento delle finanze pubbliche potrebbe inoltre rendere più difficile il compito delle banche centrali di mantenere l'inflazione bassa e stabile, e ciò per almeno due motivi. In primo luogo, un debito pubblico in rapida crescita aumenta la tentazione di tollerare un'accelerazione inattesa dell'inflazione al fine di erodere il valore reale del debito stesso, specie se larga parte delle passività in moneta nazionale ha scadenza a lungo termine e un'ampia quota è detenuta da soggetti esteri. Questa tentazione è ancora maggiore quando il bilancio pubblico si basa essenzialmente su valori nominali, in quanto il rialzo inatteso dell'inflazione tende ad accrescere il valore reale delle entrate tributarie e ad abbassare quello delle uscite. Di conseguenza, è verosimile che aumentino le pressioni politiche esercitate sulla banca centrale affinché asseconi la più rapida inflazione. Tuttavia, gli eventuali benefici derivanti dall'incremento inatteso dell'inflazione sarebbero temporanei, mentre i costi risulterebbero sicuramente elevati e di lunga durata. Fra questi, figurano un rialzo permanente dei tassi di interesse reali, l'allocazione distorta di risorse e la perdita di prodotto che sarà probabilmente necessaria per riportare la dinamica dei prezzi al livello originario.

... la tentazione di erodere il valore reale del debito con l'inflazione ...

... o la riluttanza del pubblico a detenere titoli di Stato

La seconda ragione per cui un debito pubblico elevato e crescente può condurre a una più alta inflazione è che, di fronte alla perdurante incapacità del governo di riequilibrare le finanze, il pubblico può infine divenire riluttante a detenere titoli di Stato. Per evitare una vera e propria insolvenza sovrana quando il debito in essere non è più rifinanziabile sul mercato, la banca

<sup>6</sup> Cfr. C. Reinhart e K. Rogoff, "Growth in a time of debt", *NBER Working Papers*, n. 15639, gennaio 2010; FMI, *Fiscal monitor: Navigating the fiscal challenges ahead*, maggio 2010.



centrale sarebbe costretta ad acquistare tali titoli, dilatando così l'offerta di moneta. Diversamente dal primo caso, è tanto più probabile che ciò avvenga quanto più corta è la scadenza media del debito. Inoltre, se un'ampia quota delle passività ha una scadenza ravvicinata, la manovra dei tassi ufficiali diretta a moderare l'inflazione potrebbe in definitiva risultare inefficace, poiché si tradurrebbe rapidamente in maggiori esborsi per interessi e quindi in un ulteriore incremento del debito, anticipando così il momento in cui si renderà necessaria la sua monetizzazione.

Benché la probabilità di questi scenari di alta inflazione rimanga scarsa nell'immediato futuro, un suo aumento potrebbe rapidamente produrre effetti avversi. Primo, gli operatori correggerebbero al rialzo le aspettative di inflazione e chiederebbero un maggiore compenso per il connesso rischio, facendo salire i tassi di interesse a medio-lungo termine<sup>7</sup>. Secondo, gli investitori cercherebbero rifugio nelle attività estere, causando un forte deprezzamento esterno della moneta nazionale e un conseguente aumento dell'inflazione. Ciascuno di questi effetti rischia di ridurre il margine di manovra della banca centrale nello stabilizzare l'inflazione sia nel breve che nel lungo periodo.

Quanto è fondato il timore che il deterioramento delle finanze pubbliche generi una più alta inflazione? Finora non vi sono indicazioni che le aspettative inflazionistiche si siano disancorate (grafico V.6). Tuttavia, una mancanza di progressi da parte dei governi nel ripristinare la sostenibilità fiscale aumenterebbe il rischio di un cambiamento brusco e inatteso di tali aspettative.

Gli scenari di alta inflazione sono rischi a bassa probabilità ma a forte impatto ...

... che possono far salire i tassi di interesse e destabilizzare i cambi

Le aspettative di inflazione restano ancorate

<sup>7</sup> Ad esempio, quand'anche la banca centrale non cedesse alle pressioni politiche e non assecondasse una più elevata inflazione, l'aumento dei benefici presunti connessi con l'inflazione potrebbe essere interpretato dai mercati come un accresciuto rischio che la banca centrale perda la propria indipendenza sotto il peso di finanze pubbliche insostenibili. Questa eventualità rischia di far aumentare le aspettative di inflazione.

## Correzione degli squilibri dei conti pubblici

In passato si sono avuti importanti consolidamenti delle finanze pubbliche ...

Considerata la traiettoria insostenibile assunta dal debito pubblico in molti paesi industriali, appare inevitabile un protratto periodo di restrizione fiscale che ripristini un cospicuo avanzo di bilancio primario. A questo riguardo, l'esperienza di taluni paesi industriali negli ultimi trent'anni giustifica un certo ottimismo (tabella V.2). In diversi casi l'azione di risanamento si è protratta per più anni e ha comportato una variazione di quasi il 10% del PIL nel saldo primario strutturale (SPS), riuscendo sempre a stabilizzare il rapporto debito/PIL, e talora anche a ridurlo. In alcuni paesi la riduzione è proseguita per vari anni dopo la fine del periodo di consolidamento.

Ad esempio, dopo un forte aumento del debito pubblico all'inizio degli anni ottanta, la Danimarca riuscì a portare l'SPS da un disavanzo del 6,4% del PIL nel 1982 a un'eccedenza del 7,0% nel 1986 (con una variazione di oltre 13 punti percentuali nell'arco di quattro anni). La Svezia, ancora alle prese con la recessione successiva alla crisi bancaria dei primi anni novanta, lanciò un piano di consolidamento che condusse l'SPS da un deficit del 7,1% del PIL nel 1993 a un surplus del 4,7% nel 2000 (con una variazione di quasi 12 punti). Nonostante un iniziale insuccesso e un cambiamento di governo, l'Irlanda riuscì a passare da un disavanzo del 7% nel 1980 a un avanzo di quasi il 5%

Esempi di ampi aggiustamenti fiscali realizzati																
Paese e periodo di consolidamento <sup>1</sup>	Saldo primario strutturale <sup>2</sup>			Debito pubblico <sup>3</sup>			Crescita del PIL reale	Tasso inflazione	Tasso interesse <sup>4</sup>	Variazione TCER <sup>5</sup>	Tasso disoccupazione					
	Correzione	Inizio <sup>6</sup>	Fine	Inizio <sup>6</sup>	Picco	Fine						Media del periodo				
	In percentuale del PIL											In percentuale				
Danimarca (1983-86)	13,4	-6,4	7,0	65	77	72	3,9	5,4	11,8	1,7	6,8					
Svezia (1994-2000)	11,8	-7,1	4,7	78	84	64	3,7	1,0	6,1	-0,9	10,1					
Irlanda (1980-89)	11,8	-7,0	4,8	68	114	100	3,1	9,3	10,5	1,0	14,5					
Canada (1986-99)	11,1	-5,4	5,7	67	102	91	2,8	2,8	11,1	-1,4	9,2					
Belgio (1984-98)	10,3	-3,6	6,7	107	141	123	2,3	2,6	8,3	0,3	8,9					
Italia (1986-97)	10,2	-3,4	6,7	89	130	130	2,1	5,0	10,6	-0,1	10,2					
Svezia (1981-87)	8,6	-5,7	2,9	47	71	62	2,2	7,6	9,0	-1,7	3,7					
Regno Unito (1994-2000)	7,7	-4,4	3,3	49	53	45	3,5	1,8	7,0	2,7	7,3					
Giappone (1979-90)	7,0	-4,9	2,1	41	77	64	4,6	2,7	6,6	0,5	2,4					
Germania Ovest (1980-89)	5,2	-3,7	1,5	29	41	40	1,9	2,9	7,8	-1,5	5,2					
Stati Uniti (1993-2000)	4,9	-1,7	3,2	70	72	54	3,9	2,6	6,7	2,4	5,2					
Paesi Bassi (1991-2000)	4,6	-2,2	2,5	88	96	64	3,2	2,4	6,4	-0,6	4,8					
Spagna (1995-2006)	3,7	-0,6	3,1	64	76	46	3,6	3,1	5,4	0,9	12,6					

<sup>1</sup> La scelta dell'anno iniziale e finale di ciascun periodo di consolidamento si basa sui punti di minimo e di massimo del saldo primario strutturale, con taluni aggiustamenti arbitrari nei casi in cui i dati osservati non palesano un chiaro profilo. <sup>2</sup> Saldo primario strutturale delle amministrazioni pubbliche depurato della componente ciclica. <sup>3</sup> Per l'Irlanda, dati basati sul database macroeconomico annuale (AMECO) della Commissione europea. <sup>4</sup> Tasso di interesse effettivo nominale sul debito pubblico calcolato come rapporto fra gli esborsi lordi per interessi al periodo  $t$  e le passività finanziarie lorde al periodo  $t-1$ . <sup>5</sup> Tasso di cambio effettivo reale basato sull'indice dei prezzi al consumo; un incremento indica un apprezzamento. <sup>6</sup> Il valore iniziale si riferisce al periodo precedente gli episodi di aggiustamento; per l'Irlanda, saldo primario strutturale non disponibile prima del 1980. Fonti: database AMECO della Commissione europea; OCSE; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.2

nel 1989 (con una variazione di quasi 12 punti). In seguito a un drastico riassetto della spesa pubblica, il Canada poté correggere gradualmente l'SPS da un disavanzo del 5,4% nel 1985 a un'eccedenza del 5,7% nel 1999. La serie di bilanci in attivo è poi proseguita fino al 2008, consentendo di ridurre il rapporto debito pubblico/PIL dal picco del 102% nel 1996 al 65% nel 2007.

Nel giudicare la rilevanza di questi casi di ampia correzione fiscale in relazione alle esigenze attuali, va osservato che, da un lato, essi intervennero in situazioni occupazionali alquanto difficili (tabella V.2). In particolare, Canada, Irlanda e Italia dovettero fare i conti con una disoccupazione crescente all'inizio o durante il processo di consolidamento. Dall'altro lato, i paesi impegnati in tale processo conobbero per tutto il periodo una crescita reale del PIL comparabile a quella registrata in varie economie industriali negli anni precedenti la recente crisi. In alcuni casi, poi, è senz'altro possibile che l'aggiustamento sia stato agevolato da condizioni favorevoli della domanda esterna.

Un altro aspetto saliente è che il processo di consolidamento fiscale ebbe luogo nel contesto di condizioni molto disperate in termini di tassi di cambio e di interesse reali. In particolare, il deprezzamento del cambio e una politica monetaria accomodante possono aver facilitato la correzione in alcuni casi, ma non tutti. Purtroppo la ricerca empirica tesa a determinare l'influsso dei vari fattori non è finora riuscita a pervenire a una conclusione condivisa sul ruolo svolto dalle condizioni esterne e monetarie nel determinare il successo dei programmi di consolidamento dei conti pubblici.

La stessa ricerca evidenzia tuttavia in modo inequivocabile l'importanza della "qualità" del consolidamento<sup>8</sup>. In genere, le manovre coronate da successo sono state quelle che si basavano essenzialmente su tagli alla spesa corrente (specie ai consumi collettivi, compresi i salari pubblici), mentre le meno efficaci sono risultate quelle orientate a una riduzione degli investimenti pubblici produttivi. Nei paesi che partivano da un basso livello di imposizione fiscale ha parimenti giovato l'incremento delle entrate tributarie. In questi casi si sono dimostrati particolarmente utili gli inasprimenti delle imposte sui consumi e le misure volte ad ampliare la base impositiva. L'azione di consolidamento si è spesso accompagnata a riforme strutturali che hanno migliorato la funzionalità del mercato del lavoro e ridotto il carico fiscale su lavoro e capitale.

Un'importante conclusione che si può trarre dall'esame degli episodi passati è che una manovra di riequilibrio fiscale della portata oggi necessaria appare realizzabile nonostante la situazione attuale in termini di crescita e di occupazione sia forse più problematica rispetto ad allora. I paesi con un livello di debito elevato e in rapida crescita e il cui merito di credito sia stato messo in discussione non hanno altra scelta che quella di attuare l'aggiustamento subito. Per questi paesi qualsiasi indugio rappresenta di per sé una minaccia al

... in contesti economici diversi

La chiave del successo sono la "qualità" del consolidamento ...

... e le riforme strutturali

L'aggiustamento è inevitabile per quasi tutti i paesi ...

<sup>8</sup> Cfr. ad esempio: A. Alesina e R. Perotti, "Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects", *IMF Staff Papers*, vol. 44, n. 2, giugno 1997; S. Guichard, M. Kennedy, E. Wurzel e C. André, "What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 553, maggio 2007; J. McDermott e R. Wescott, "An empirical analysis of fiscal adjustments", *IMF Staff Papers*, vol. 43, n. 4, dicembre 1996; M. Kumar, D. Leigh e A. Plekhanov, "Fiscal adjustments: determinants and macroeconomic consequences", *IMF Working Papers*, n. WP/07/178, luglio 2007.



sistema finanziario e alla ripresa economica. Di fatto, qualora intraprendano immediatamente il processo di restrizione fiscale, la migliorata fiducia e la conseguente riduzione dei premi per il rischio sopravvanzeranno i costi in termini di prodotto sopportati nel breve termine. Al momento di andare in stampa i governi di Grecia, Portogallo e Spagna avevano adottato varie misure di austerità, tra cui tagli ai salari dei dipendenti pubblici e aumenti delle imposte. Se attuate integralmente, tali misure dovrebbero condurre a una sensibile riduzione dei disavanzi di bilancio a breve e medio termine. Nondimeno questi paesi dovrebbero ancora compiere notevoli progressi nel realizzare l'aggiustamento necessario a ripristinare la fiducia degli investitori nella sostenibilità delle loro finanze pubbliche.

... ma alcuni possono avere più margine nella scelta dei tempi e dei ritmi

Altri paesi che continuano a godere della fiducia degli investitori hanno una maggiore credibilità fiscale e possono quindi disporre di una certa flessibilità nello scegliere i tempi e il ritmo del consolidamento. Ma al fine di preservare tale flessibilità (evitando un aumento dei premi per i rischi di insolvenza e di inflazione) essi dovrebbero annunciare piani chiari e credibili volti a ridurre i disavanzi di bilancio correnti e a correggere gli squilibri di lungo periodo.

Due opzioni per il lungo termine: promuovere produttività e crescita ...

I governi hanno almeno due opzioni di massima per assicurare la sostenibilità a lungo termine delle proprie finanze pubbliche. La prima consiste nel promuovere la crescita della produttività totale e del prodotto potenziale con misure quali un impegno a ridurre le spese improduttive, modifiche alla struttura del sistema impositivo e riforme dei mercati del lavoro e dei beni. La loro rapida attuazione contribuirebbe a rafforzare la fiducia del mercato e a mantenere bassi i tassi di interesse, facilitando così l'abbattimento dei disavanzi di bilancio.

... e ampliare la popolazione attiva

La seconda opzione consiste nel promuovere l'incremento delle forze di lavoro in rapporto alla popolazione anziana. A questo fine, nei paesi con un rapido invecchiamento demografico può essere utile favorire l'immigrazione. Un altro approccio è quello di accrescere il tasso di partecipazione al mercato del lavoro, in particolare delle donne (a livello OCSE nel 2008 il tasso di partecipazione femminile era del 64%, ossia ben inferiore a quello maschile, pari all'84%) e delle persone meno giovani. A questo proposito una soluzione efficace e duratura consiste nel favorire l'allungamento della vita lavorativa combinando un innalzamento dell'età regolamentare di pensionamento con maggiori incentivi a prolungare l'attività. L'innalzamento dell'età pensionabile attesa potrebbe in parte sopperire all'esigenza di tagli alle prestazioni, il cui annuncio rischia di indurre un aumento del saggio di risparmio e di agire così in modo sfavorevole sulla domanda. Analogamente, un'età di pensionamento più avanzata potrebbe attenuare la necessità di un forte inasprimento delle imposte, il quale produrrebbe effetti distorsivi notevoli sulle scelte di mercato del lavoro e graverebbe maggiormente sui giovani e sulle generazioni future<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Cfr. ad esempio, R. Barrell, I. Hurst e S. Kirby, "How to pay for the crisis or: macroeconomic implications of pension reform", *Discussion paper*, n. 333, National Institute of Economic and Social Research, Londra, 2009; D. Krueger e A. Ludwig, "On the consequences of demographic change for rates of return to capital, and the distribution of wealth and welfare", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, gennaio 2007, pagg. 49-87.



## Sintesi

Il deterioramento delle finanze pubbliche nei paesi industriali espone l'economia mondiale a gravi rischi macroeconomici. I livelli elevati e crescenti del debito pubblico possono pregiudicare non solo le prospettive di crescita a medio-lungo termine, ma anche la fiducia nella capacità della politica monetaria di mantenere bassa l'inflazione. Per giunta, le attuali statistiche ufficiali del debito nei paesi industriali celano squilibri fiscali a lungo termine molto più ampi, un problema che sottolinea la necessità di una maggiore trasparenza delle segnalazioni. Altrettanto importante è l'esigenza che le proiezioni di bilancio siano basate su ipotesi prudenti. Per entrambi questi aspetti potrebbe essere utile l'istituzione di agenzie indipendenti incaricate di monitorare sia i conti pubblici sia le proiezioni.

L'aggiustamento fiscale che le economie avanzate sono oggi chiamate ad affrontare è certamente di grande entità, ma non senza precedenti. Col tempo, l'impegno credibile dei governi nel ridurre o eliminare i disavanzi attuali e futuri sarà ripagato. I possibili costi iniziali della restrizione fiscale in termini di crescita del prodotto nel breve periodo saranno infatti più che compensati da benefici durevoli in termini di minori tassi di interesse reali, maggiore stabilità del sistema finanziario e migliori prospettive di crescita economica.