

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

**IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:
PERCHÉ È UN PROBLEMA
E COME SE NE ESCE**

Relazione di **Giampaolo Galli**

Roma, 30 gennaio 2020

Confindustria • Viale dell'Astronomia, 30



CONFINDUSTRIA

LA RIVISTA DI POLITICA ECONOMICA

- Fondata nel 1911, è una delle più antiche pubblicazioni economiche italiane.
- Oggi, grazie a Confindustria, la Rivista viene rilanciata, con periodicità semestrale, in un nuovo formato e con una nuova finalità. Torna alla sua funzione originaria: discutere di questioni di politica economica, con rigore scientifico. Gli scritti sono in italiano, più brevi dei *paper* accademici, e usano un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori.
- Ogni numero è una monografia su un tema scelto grazie alle discussioni nell'*Advisory Board* e a un confronto con l'editore.
- Oggi il debito. Prossimo numero: la trasformazione digitale.

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema e come se ne esce

- **Perché è un problema:** Lorenzo Codogno, Andrea Presbitero e Stefano Caselli fanno il punto su quello che sappiamo circa la gravità del problema nel contesto italiano e dei suoi riflessi sulla crescita economica, sulla stabilità del sistema bancario e sulla competitività delle imprese.
- **Come se ne esce:** i successivi tre lavori - uno di Sofia Bernardini, Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli e Carlo Valdes, un secondo di Marika Cioffi, Pietro Rizza, Marzia Romanelli e Pietro Tommasino e il terzo di Gabriele Giudice - si interrogano sulle soluzioni possibili, anche alla luce degli sviluppi che si stanno affermando in Europa riguardo alla *governance* dell'Eurozona, di cui tratta un lavoro di Marcello Messori.
- **Le illusioni:** Ugo Panizza e Leonardo Becchetti trattano di quelle che vengono spesso propagandate come soluzioni, ma sono illusorie: aumento del deficit per spingere sul denominatore del rapporto debito/PIL, ripudio del debito, monetizzazione e uscita dall'euro.

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

- Non sappiamo in astratto qual è il livello del rapporto debito/PIL che mette a rischio la stabilità finanziaria. Dipende da molti fattori.
- Vi sono stati molti paesi emergenti che hanno compromesso la loro stabilità finanziaria anche con livelli di debito/PIL molto bassi, inferiori al 50%.
- Il Giappone riesce a finanziare il proprio elevatissimo debito pubblico apparentemente senza un impatto negativo sulla stabilità finanziaria, ma probabilmente con un effetto sfavorevole sulla crescita economica.

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

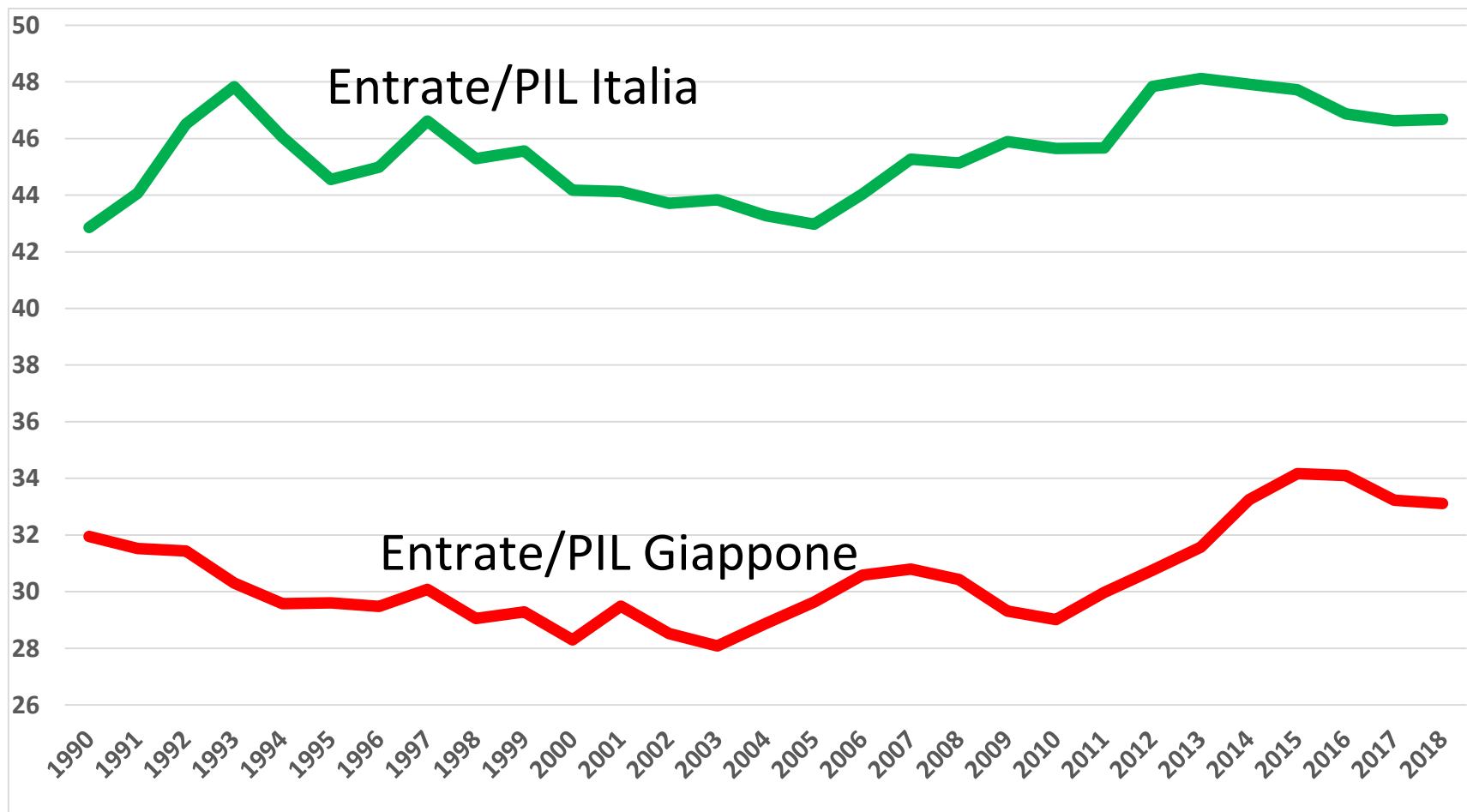
Il caso del Giappone

- Il debito lordo giapponese si avvicina al 250% del PIL, il debito netto giapponese è al 150% del PIL. Nel caso dell'Italia, invece, la differenza tra debito lordo e debito netto è quasi irrilevante.
- Il Giappone ha uno spazio fiscale molto più ampio di quello italiano. Le entrate e la spesa primaria del Giappone sono circa dieci punti di PIL più basse di quelle italiane (attorno al 35%).
- Il Giappone ha una elevata credibilità. Non fanno default, ma aumentano le tasse.
- Il Giappone è uno dei paesi con la più elevata posizione patrimoniale netta sull'estero in rapporto al PIL (60%); data la tendenza dei risparmiatori a comprare titoli domestici (cosiddetta "home country bias"), il fatto che il Giappone non debba prendere a prestito dall'estero facilita il finanziamento del debito giapponese.

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

Lo spazio fiscale in Italia e in Giappone

(Entrate PA in % di PIL)



Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

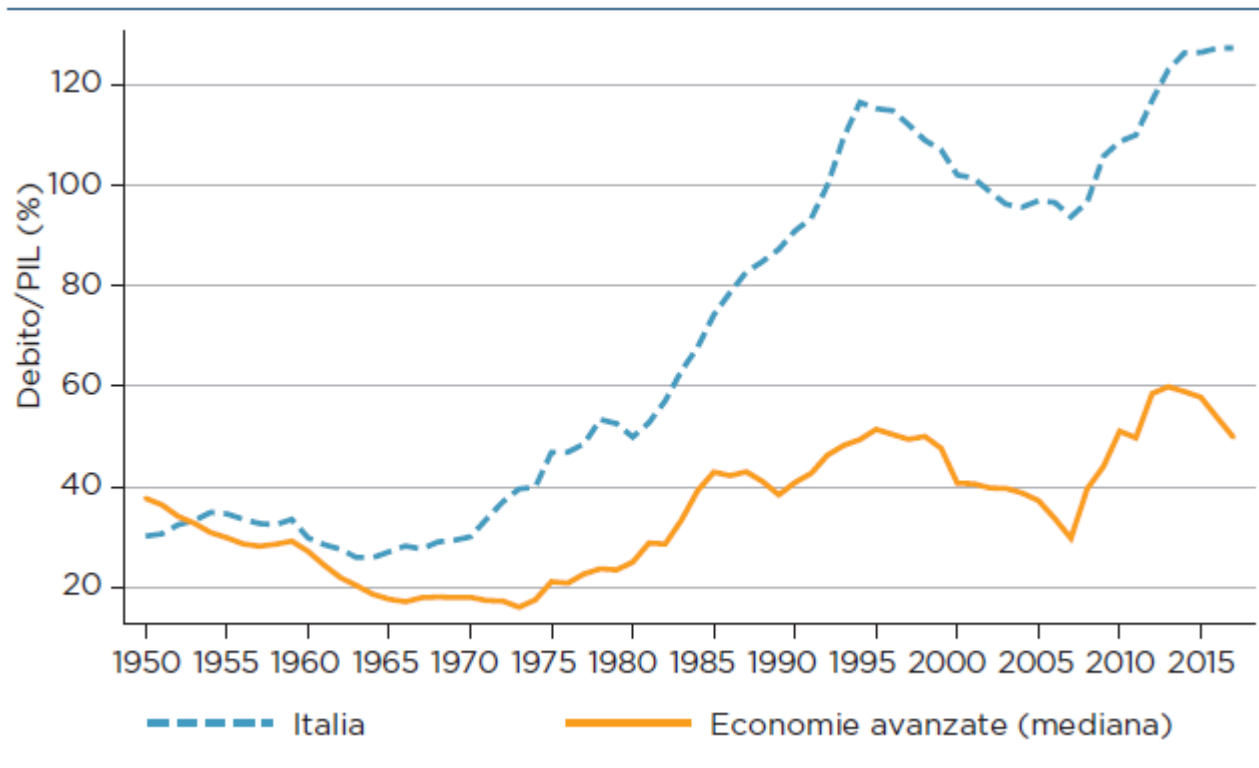
- John Maynard Keynes: la crisi si manifesta nel momento in cui il contribuente non accetta più di pagare tasse extra per soddisfare le richieste del “rentier”, ossia per far fronte all’accresciuta spesa per interessi. Quando ciò avviene, i *rentier* hanno buoni motivi per preoccuparsi, specie se il livello del debito è elevato e l’avanzo primario non è sufficiente per determinarne una tendenza alla riduzione in rapporto alla dimensione dell’economia.
- Summers (Assa2020): in genere i paesi in default non «vogliono» pagare, più che non «possono» pagare. In parte, è una scelta di dare la priorità ad altri obiettivi (pagare le pensioni, gli stipendi, la sanità...).

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

- Per l'Italia il giudizio unanime degli autori di questo volume è che il problema del debito pubblico è molto serio.
- Dagli anni Settanta l'Italia fa fatica a mantenere la fiducia dei risparmiatori ed è andata incontro a numerose crisi: 1976, quando nel giro di pochi giorni le fughe di capitali azzerarono le riserve valutarie della nazione, 1992, quando l'Italia fu costretta ad abbandonare il sistema monetario europeo e nel 2011.
- Ma anche negli anni Ottanta, periodo i cui non vi furono gravi episodi di crisi, l'Italia era considerata un paese meno affidabile di quasi tutti gli altri paesi europei: per questo, fu l'unico paese a mantenere una banda di oscillazione allargata rispetto a quella normale dello SME e fu comunque costretta a riallineamenti molto più ampi e frequenti degli altri paesi. E ci fu la massima crescita del debito (v. Fig.)

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

Debito pubblico in Italia e nelle economie avanzate dal secondo dopoguerra: gli anni '80

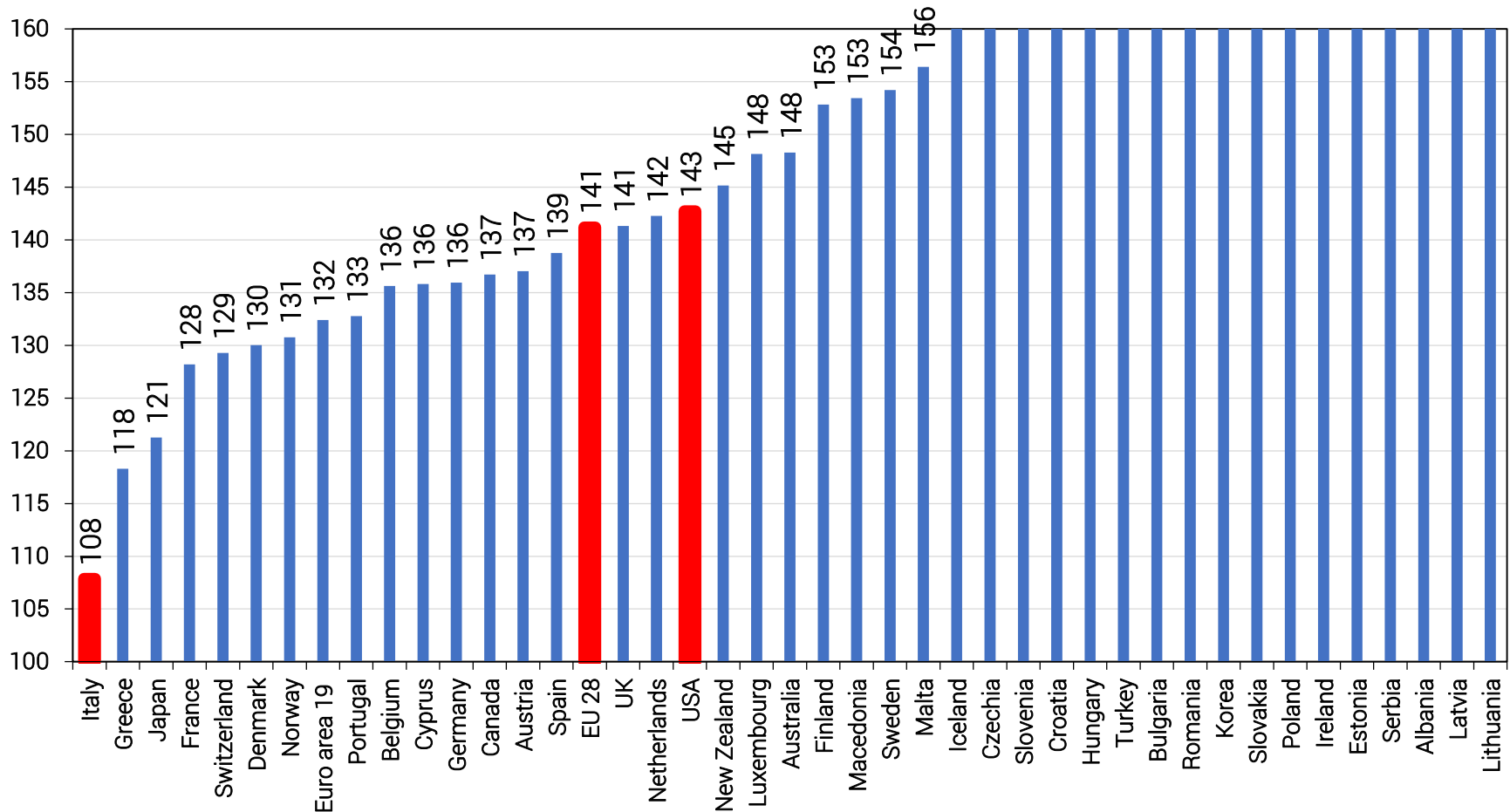


Fonte: elaborazione su dati del Global Debt Database (Mbaye S., Badia M.M, Chae K., 2018, Global Debt Database: Methodology and Sources, IMF Working Paper, No. 18/111.).
Il campione di economie avanzate include 32 paesi (esclusa l'Italia).

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

Negli ultimi 25 anni invece il problema di fondo è la mancata crescita

PIL pro-capite nel 2018 (1995=100, in termini reali)



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat.

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

L'Italia nella trappola del debito: alto debito e bassa crescita si avvitano

- Un paese che è stato già colpito da gravi crisi di fiducia in passato, in cui il tasso di interesse è maggiore del tasso di crescita.
- In cui anche la spesa pubblica e la pressione fiscale sono considerate quasi come imm modificabili.
- In cui una condizione di scarsa fiducia nella capacità dello stato di far fronte alle proprie obbligazioni spinge verso l'alto il tasso di interesse e verso il basso il tasso di crescita.
- La prospettiva del default - o anche solo di maggiori tasse per evitare il default - tiene lontani non solo gli investitori finanziari, ma anche le imprese, nazionali ed estere, deprime gli investimenti produttivi → deprime la crescita → aumenta il debito/PIL.

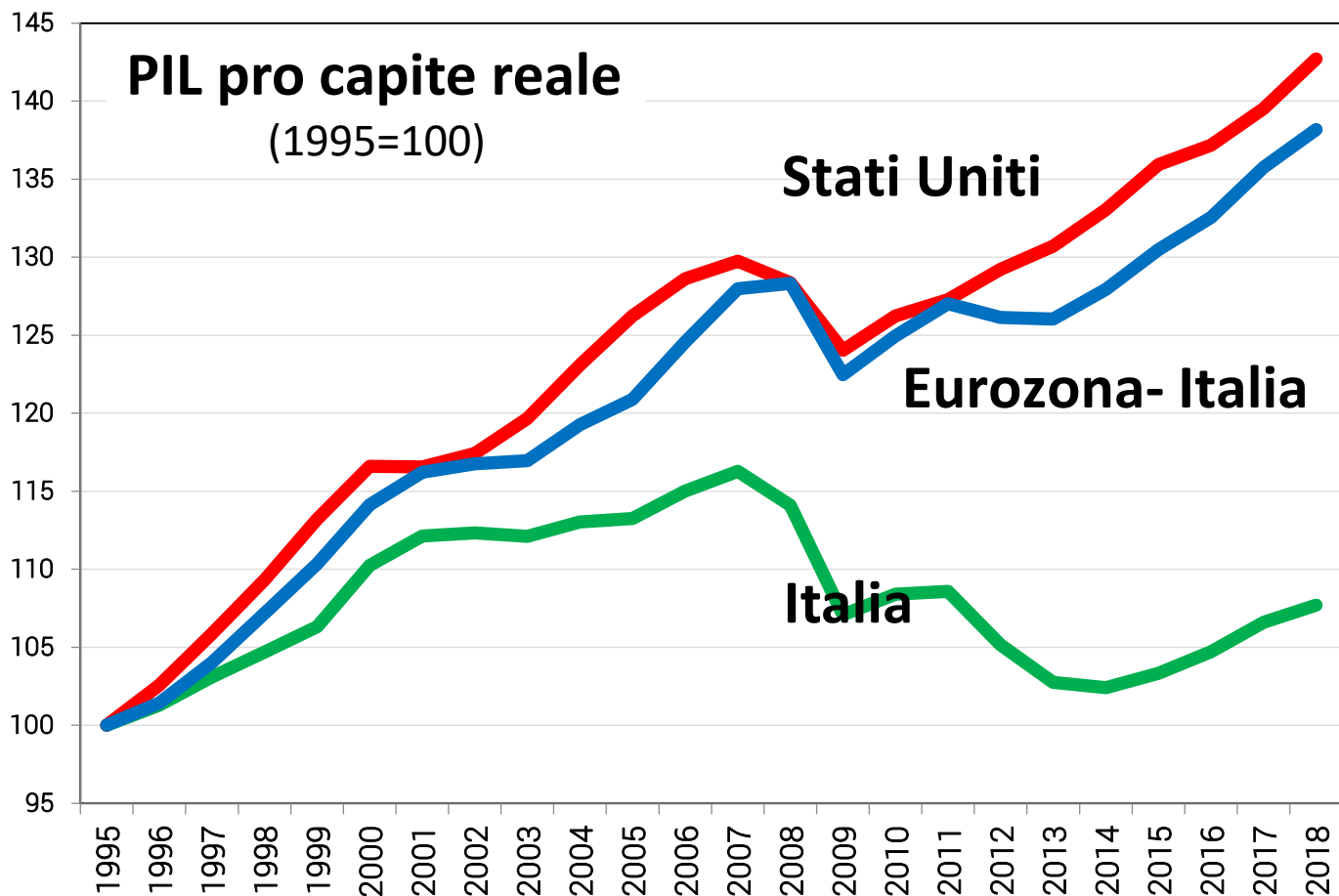
Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

L'Italia nella trappola del debito: alto debito e bassa crescita si avvitano

- Si ingenera così un circolo vizioso in cui la bassa crescita interagisce con l'alto debito e i due problemi si aggravano a vicenda.
- Il problema si aggrava quando l'economia internazionale va in recessione, come avvenne nel 2009.
- I paesi che hanno spazio fiscale possono mettere in atto politiche di sostegno dell'economia e riescono spesso ad evitare di importare la recessione (v. Belgio). Al contrario i paesi privi di spazio fiscale, come era l'Italia nel 2008, sono costretti ad importare la recessione, il che:
 - a. peggiora il rapporto debito/PIL e
 - b. può rendere necessarie politiche restrittive che aggravano i problemi dell'economia reale, causano fallimenti delle imprese, disoccupazione e aumento della povertà e di tutti gli indicatori di disagio sociale (v. Fig.)

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

La trappola del debito nella lunga crisi 2008-2012



Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Eurostat, FMI.

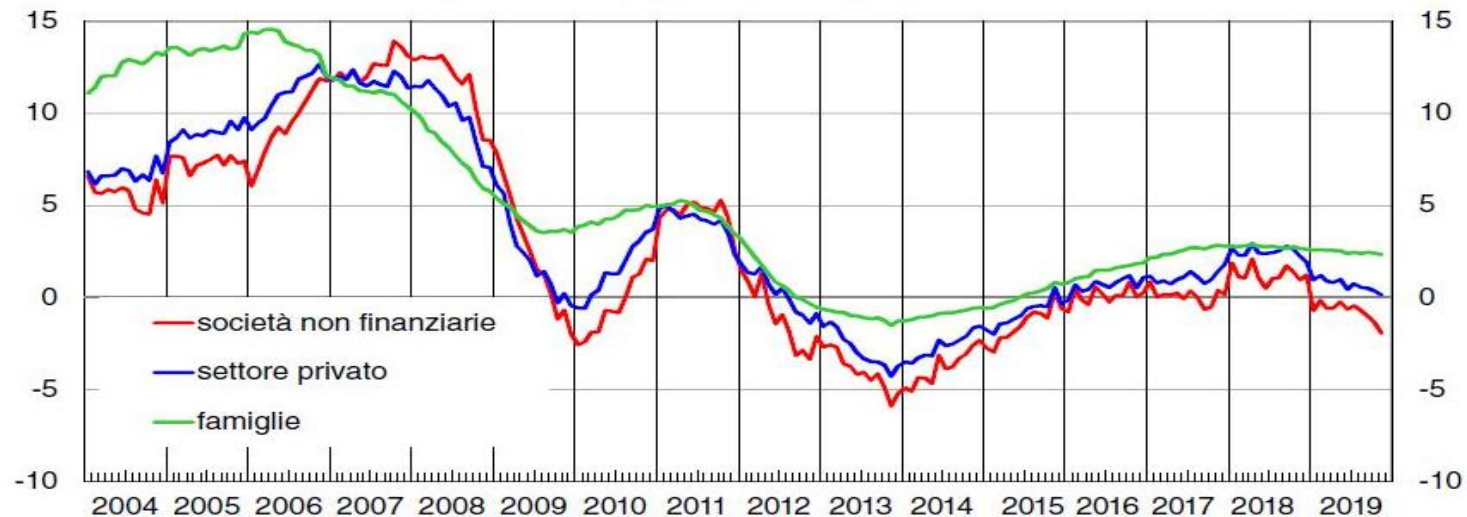
Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

- Uno dei principali canali attraverso i quali l'alto debito si traduce in recessione dell'economia è quello dell'aumento dello spread.
- Questo agisce sul capitale delle banche, specie quando queste detengono una gran quantità di titoli di stato, nonché sul costo della loro raccolta; ciò provoca scarsità di credito per l'economia e aumento del suo costo.
- Per questa via - quella del cosiddetto *doom loop* - il debito pubblico agisce da freno allo sviluppo dell'economia.
- Ancora oggi, con circa 100 punti in meno di spread da agosto e i tassi BCE molto bassi, abbiamo lo spread 100 pb sopra la Spagna e un problema di scarsità di credito.
- Lo spread è un termometro della sfiducia verso l'intero sistema paese.

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

Prestiti bancari al settore privato*

(Dati mensili; variazioni % sui 12 mesi)



Fonte: segnalazioni di vigilanza (Banca d'Italia).

* I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni % sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni; sono escluse le variazioni condotte con le controparti centrali.

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

- Di fronte a questa realtà, nonché alle prospettive di peggioramento dei conti pubblici legati all'invecchiamento della popolazione, gli analisti hanno iniziato a fare proiezioni a medio e lungo termine che non danno credito agli impegni, sempre ripetuti, delle autorità italiane di realizzare, in futuro, politiche atte ad ampliare l'avanzo primario in modo da piegare la dinamica del rapporto debito/PIL.
- Nella proiezione base della Commissione il debito aumenterebbe di altri 10 punti di PIL in meno di un decennio.
- Secondo il Fondo Monetario, il debito salirebbe oltre il 160% del PIL nell'arco di un quindicennio.

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

- La prova del nove che queste proiezioni hanno un certo grado di realismo è che nessun partito politico è disposto ad ammettere che per mettere in sicurezza il paese occorrerebbe - come sostengono le organizzazioni internazionali e la Banca d'Italia - un avanzo primario del 3 - 4% del PIL mantenuto per molti anni a venire.
- Si promettono riduzioni di tasse e maggiori spese.
- Il debito pubblico è sparito dal dibattito.

Il debito pubblico in Italia: perché è un problema...

- Molti ritengono che un avanzo del 3 - 4% del PIL non sia socialmente e politicamente sostenibile.
- Questa è anche l'opinione di autorevoli economisti: in particolare, Eichengreen e Panizza hanno studiato molti episodi di consolidamenti fiscali giungendo alla conclusione che avanzi quali quelli che sono richiesti all'Italia non sono realistici.
- A conclusioni sostanzialmente analoghe giunge un lavoro del Fondo Monetario redatto nel corso delle discussioni sulla necessità di ristrutturare il debito pubblico della Grecia nei confronti delle istituzioni europee.

Il debito pubblico in Italia: ... come se ne esce

Aggiustamento ortodosso

Paese	Periodo ¹	Numero di anni	Debito pubblico iniziale*	Debito pubblico finale*	Variazione debito pubblico*	Variazione annua del debito pubblico*	Avanzo primario medio*	Contributo medio di i-g e altre componenti ²	Tasso di crescita medio del PIL reale*	Tasso d'interesse medio sul debito pubblico*
Irlanda	1987-2006	19	109,4	23,6	-85,8	-4,5	3,8	-0,7	6,5	4,2
N. Zelanda	1992-2007	15	64,6	14,5	-50,1	-3,3	4,5	1,1	3,5	2,5
Belgio	1993-2007	14	134,4	87,0	-47,4	-3,4	4,9	1,5	2,4	6,4
Danimarca	1993-2007	14	80,5	27,3	-53,2	-3,8	4,4	0,6	2,4	3,8
P. Bassi	1993-2007	14	74,8	43,0	-31,9	-2,3	2,1	-0,2	2,9	3,7
Norvegia	1993-1998	5	52,4	22,8	-29,6	-5,9	6,3	0,4	4,5	2,5
Finlandia	1994-2008	14	56,1	32,7	-23,5	-1,7	4,6	2,9	3,7	2,6
Islanda	1995-2005	10	58,2	24,5	-33,7	-3,4	2,7	-0,6	5,1	3,1
Canada	1996-2007	11	100,6	66,8	-33,7	-3,1	3,4	0,4	3,3	6,1
Spagna	1996-2007	11	65,6	35,6	-30,0	-2,7	2,2	-0,5	3,8	2,8
Svezia	1996-2008	12	70,2	37,7	-32,4	-2,7	3,7	1,0	3,2	2,8
Media		12,6	78,8	37,8	-41,0	-3,3	3,9	0,5	3,8	3,7

¹ Il periodo inizia quando si raggiunge il massimo del rapporto debito/PIL e finisce nell'ultimo anno di riduzione del debito pubblico.

² "i-g e altre componenti" è calcolato come differenza tra la riduzione annuale media del rapporto debito/PIL e l'avanzo primario medio.

Tutti i dati sono espressi in percentuale di PIL, a parte il numero di anni del periodo di riduzione del debito.

Fonte: elaborazioni Bernardini *et al.* su dati FMI.

Il debito pubblico in Italia: ... come se ne esce

Aggiustamento ortodosso

- Tutti i paesi hanno ridotto il debito di oltre 25 punti di PIL. In media, 41 punti in 12 anni.
- Variazione dell'avanzo primario nei primi tre anni del periodo di aggiustamento rispetto ai tre anni precedenti: in media 3,9 punti di PIL.
- La crescita in media rimase elevata. In questi paesi, è difficile vedere effetti negativi dell'austerità.
- L'aggiustamento coinvolse principalmente riduzioni della spesa. Tuttavia, in alcuni casi il contributo dell'aumento delle entrate fu importante: Norvegia, Canada, Belgio, Spagna.

Il debito pubblico in Italia: ... come se ne esce

Mutualizzazione dei vecchi debiti e European safe asset

- Nessuna nostalgia per la cd. sovranità monetaria (che in realtà non c'è mai stata), ma sappiamo che UME è zoppa, senza unione di bilancio. Il che aggrava la rischiosità del debito.
- Presentiamo due proposte per attenuare il problema: una di Cioffi *et al.* (Banca d'Italia) di mutualizzazione parziale dei vecchi debiti - senza redistribuzioni implicite di risorse fra paesi - e una di G. Giudice (Commissione europea) di E-bond.
- Nella proposta Cioffi *et al.* ogni paese trasferisce a un Fondo europeo un flusso di risorse commisurato al proprio rischio creditizio con cui il Fondo acquista titoli del paese.
- Nella proposta Giudice, E-bond emessi da un emittente comune europeo che concederebbe gli importi così raccolti sul mercato agli stati membri attraverso prestiti privilegiati.

Il debito pubblico in Italia: ... come se ne esce

Mutualizzazione dei vecchi debiti e European safe asset

- In entrambe le proposte, lo sforzo dell'aggiustamento (raggiungere il 3-4% del PIL di avanzo primario) rimane invariato.
- Dunque a cosa servono? Rendono meno probabili crisi di liquidità lungo il percorso dell'aggiustamento, possibili anche con debiti sostenibili, a causa di profezie che si autoavverano.
- In sostanza, dobbiamo comunque scalare la montagna, ma lo facciamo in cordata in modo da ridurre la probabilità di finire in un burrone.
- Per ora nessuna di queste proposte (e loro parenti) sono arrivate ai tavoli negoziali (per mancanza di fiducia reciproca).

Il debito pubblico in Italia: ... come (non) se ne esce

Le illusioni

- Aumentare il deficit per spingere il denominatore, Ripudiare il debito, Monetizzarlo, Uscire dall'euro.
- Salto gli ultimi tre (nessuno qui vuole avventure sconosciute o comunque impraticabili).
- L'idea di aumentare il deficit per aumentare il PIL e per questa via sostenere le entrate fiscali e ridurre il rapporto debito/PIL ha una versione "di sinistra", aumentare la spesa, promossa dai politici che spesso si definiscono keynesiani. Oppure ha una versione "di destra", tagliare le tasse, promossa dai politici che non sopportano di essere considerati keynesiani.
- Entrambi le versioni promettono miracoli che non fanno.
- Tutti i casi di successo analizzati mostrano che l'unica strategia di successo per ridurre il debito è stata quella ortodossa, ovvero un miglioramento dell'avanzo primario.

Il debito pubblico in Italia: ... come (non) se ne esce

Le illusioni

- Una riduzione significativa del debito non è mai stata raggiunta aumentando la spesa o tagliando le tasse.
- Occorre un avanzo primario sufficientemente elevato.
- Privatizzazione/cartolarizzazioni possono aiutare, ma in nessun paese sono state decisive.
- Questa politica dovrebbe essere accompagnata da riforme strutturali per innalzare il tasso di crescita attraverso maggior produttività e competitività.
- Lunghi dal risolvere i problemi, l'aumento del deficit può anzi essere recessivo perché i risparmiatori possono considerare quei titoli più rischiosi e chiedono in cambio rendimenti più elevati (come nel 2018-19).

Il debito pubblico in Italia: ... come (non) se ne esce

Tassi d'interesse negativi o molto bassi

- Gap infrastrutturali da colmare e tassi di interesse bassi che rendono particolarmente conveniente indebitarsi.
- Tasso di crescita $>$ del costo del finanziamento? In Italia questo non è il caso oggi, e non lo è stato quasi mai in passato. Inoltre, se la politica di bilancio non è compatibile con un sentiero di sostenibilità del debito, i tassi di interesse sono destinati ad aumentare.
- Tassi d'interesse negativi (anche se solo in termini reali) non sono una novità: vedi anni Settanta. E allora ci si illudeva di poter fare *deficit spending* senza che questo si traducesse in un più elevato debito pubblico.
- Il conto fu pagato negli anni Ottanta quando i tassi d'interesse reali s'impennarono, in Italia come in tutti gli altri paesi, e l'Italia, a differenza di quasi tutti gli altri paesi, finì per accumulare quel debito altissimo che ancor oggi, dopo tre decenni di vani sforzi di risanamento, pesa come un macigno sulla nostra economia e, in particolare, sulle giovani generazioni.

Il debito pubblico in Italia: ... come se ne esce

Conclusioni

- Tassi di interesse molto bassi o negativi sono di grande aiuto per un paese ad alto debito come il nostro.
- Ma prudenza nella gestione del bilancio pubblico e riforme per eliminare i molti ostacoli alla competitività delle imprese restano componenti necessari e imprescindibili per la stabilità finanziaria e per la crescita economica.
- La politica più efficace per la crescita oggi è quella che riduce lo spread, ossia ripristina la fiducia che questo è un paese serio, capace di continuità politica per fare crescita, ridurre il debito, mantenere gli impegni con gli investitori.

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

**IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:
PERCHÉ È UN PROBLEMA
E COME SE NE ESCE**

Relazione di **Giampaolo Galli**

Roma, 30 gennaio 2020

Confindustria • Viale dell'Astronomia, 30



CONFINDUSTRIA