

5. IL PROBLEMA DELLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO.

Lo Stato può finanziare i flussi in uscita del bilancio della Pubblica Amministrazione, costituiti dalla spesa pubblica G , dalla spesa per trasferimenti TR e dalla spesa per interessi sullo stock di debito pubblico (rB_{t-1}), mediante i flussi in entrata generati dal complesso delle imposte T .

Se le uscite totali superano le entrate totali, il bilancio della Pubblica Amministrazione registra un saldo negativo, e lo Stato deve necessariamente fare fronte all'eccesso di spesa mediante indebitamento, ossia prendendo a prestito risorse dalla collettività attraverso l'emissione di titoli del debito pubblico che verranno collocati presso i privati, generando un aumento nello stock esistente di debito (ΔB), oppure presso la Banca Centrale, generando creazione di base monetaria (ΔH).

Il vincolo di bilancio per lo Stato al tempo t può, pertanto, essere rappresentato dalla seguente espressione:

$$G_t + TR_t + rB_{t-1} = T_t + \Delta B + \Delta H$$

dove G_t è la spesa pubblica per beni e servizi, TR_t sono i trasferimenti della Pubblica Amministrazione (pensioni, spesa assistenziale, ecc.), rB_{t-1} è la spesa reale per interessi sullo stock di debito pubblico esistente all'inizio del tempo t , T_t sono le imposte totali, $\Delta B = B_t - B_{t-1}$ è la variazione nello stock di debito pubblico derivante dall'indebitamento presso i privati, $\Delta H = H_t - H_{t-1}$ è la creazione di base monetaria derivante dall'indebitamento presso la Banca Centrale.

Considerato che $D_t = (G_t + TR_t) - T_t$ rappresenta il disavanzo primario, il vincolo di bilancio dello Stato può essere riscritto come

$$D_t + rB_{t-1} = B_t - B_{t-1} + \Delta H$$

Se lo Stato decide in ogni periodo di finanziare la spesa in eccesso ($D_t + rB_{t-1}$) esclusivamente mediante indebitamento, ossia mediante emissione e vendita di titoli del debito pubblico ai privati, può sorgere un problema di sostenibilità del debito pubblico: mano a mano che il debito si accumula, infatti, crescerà la spesa per interessi sul debito e questo comporterà che, in ogni periodo, lo Stato dovrà emettere in misura crescente nuovo debito per disporre delle risorse necessarie per finanziare l'eventuale disavanzo primario e pagare i crescenti interessi sul debito accumulato. In sostanza, il debito pubblico si autoalimenta, con il debito accumulato che produce continuamente (ed in modo crescente) nuovo debito per finanziare la crescente spesa per interessi.

Questo circolo vizioso può portare ad una esplosione del debito, che sfugge al controllo dello Stato e lo obbliga, nel migliore dei casi, ad abbandonare la strategia di finanziamento

mediante indebitamento e ad attuare una rigida politica fiscale restrittiva per generare avanzi primari e riuscire a ridurre l'esistente stock di debito; nel peggiore dei casi, può condurre lo Stato alla bancarotta e/o al consolidamento e alla ristrutturazione del suo debito, ossia alla decisione da parte dello Stato di non restituire più il denaro che gli è stato prestato oppure di restituire solo i debiti a scadenza più lunga, ovvero di ridefinire completamente tempi ed oneri per la restituzione del debito contratto.

Per analizzare correttamente il problema della sostenibilità del debito pubblico, è opportuno considerare l'andamento nel tempo del debito accumulato dallo Stato in rapporto al PIL della nazione, che misura la capacità del paese di creare le risorse per ripagare il debito contratto.

Possiamo ricavare la condizione per la sostenibilità del debito pubblico partendo dal vincolo di bilancio dello Stato

$$D_t + rB_{t-1} = B_t - B_{t-1} + \Delta H$$

Poiché anche il PIL non è costante, ma si evolve nel tempo, definiamo il tasso di crescita del PIL con g , in modo che sia

$$Y_t = (1+g)Y_{t-1}$$

Se dividiamo entrambi i membri del vincolo di bilancio dello Stato per il prodotto interno lordo Y_t , otterremo

$$\frac{D_t}{Y_t} + \frac{rB_{t-1}}{Y_t} = \frac{B_t}{Y_t} + \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{\Delta H}{Y_t} \Rightarrow \frac{D_t}{Y_t} + \frac{rB_{t-1}}{(1+g)Y_{t-1}} = \frac{B_t}{Y_t} + \frac{B_{t-1}}{(1+g)Y_{t-1}} + \frac{\Delta H}{Y_t}$$

ossia

$$d_t + \frac{r}{1+g} b_{t-1} = b_t + \frac{1}{1+g} b_{t-1} + \mu_t$$

dove d_t , μ_t , b_t e b_{t-1} sono i valori rapportati al PIL (Y), rispettivamente del saldo primario, della variazione della base monetaria e del debito al tempo t e al tempo $t-1$.

Se risolviamo la suddetta equazione rispetto a b_t otteniamo

$$b_t = d_t + \frac{1+r}{1+g} b_{t-1} - \mu_t$$

che è l'equazione di sostenibilità del debito pubblico.

Supponendo, per semplicità, che sia nulla la quota di deficit pubblico finanziata tramite monetizzazione ($\mu_t = 0$), ricaviamo che la stabilità nel tempo del rapporto debito/PIL, vale a dire $b_t = b_{t-1}$ (ossia la sostenibilità del debito pubblico), dipende dall'evoluzione del saldo primario d_t e del rapporto tra il tasso d'interesse reale r ed il tasso di crescita del PIL reale g :

$$b_t = d_t + \frac{1+r}{1+g} b_{t-1}$$

In particolare, va ricordato che d_t è definito come la differenza tra spesa pubblica ed entrate fiscali e , pertanto, se la spesa pubblica eccede le entrate fiscali, allora d_t sarà positivo e si avrà un disavanzo primario, mentre nel caso opposto si avrà un avanzo primario. L'equazione di sostenibilità del debito, quindi, evidenzia che se il disavanzo primario aumenta ($d_t \uparrow$), allora $b_t \uparrow$ e possono esistere problemi di sostenibilità del debito contratto dallo Stato.

Il secondo termine dell'equazione mostra che lo stock di debito esistente costituisce un grave fardello a causa del volume di spesa per interessi ad esso associato e che l'onere di tale spesa sarà tanto maggiore quanto più elevato sarà il tasso d'interesse r : se $r \uparrow$, allora $b_t \uparrow$ e ci possono essere problemi di sostenibilità. Tuttavia, se il sistema economico cresce, allora può essere in grado di creare risorse sufficienti a ripagare gli interessi sul debito, senza che si verifichi alcuna esplosione: se $g \uparrow$, allora $b_t \downarrow$ ed i problemi di sostenibilità possono essere risolti. Tutto dipende se g risulta superiore o inferiore ad r !

Le implicazioni per la sostenibilità del debito pubblico contenute nell'equazione

$$b_t = d_t + \frac{1+r}{1+g} b_{t-1}$$

possono essere facilmente esaminate mediante un grafico, dove sull'asse verticale e su quello orizzontale siano rappresentati rispettivamente b_t e b_{t-1} . In questo grafico l'equazione per la sostenibilità può essere rappresentata mediante una retta avente intercetta pari a d_t e pendenza pari a $\frac{1+r}{1+g}$, mentre la bisettrice del quadrante individua l'insieme dei punti in cui $b_t = b_{t-1}$, ossia il rapporto debito/PIL è stabile, costante nel tempo e, pertanto, il debito pubblico risulta sostenibile.

A seconda del valore assunto da d_t e del rapporto tra r e g , possiamo individuare graficamente quattro differenti situazioni per quanto riguarda il problema della sostenibilità del debito pubblico:

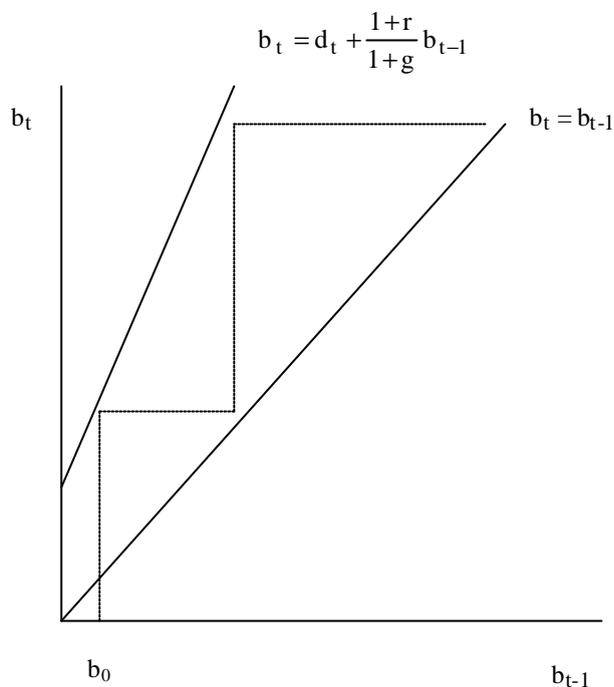
Primo caso: $d_t > 0$ (disavanzo primario) e $r > g \Rightarrow$ non sostenibilità

Secondo caso: $d_t > 0$ (disavanzo primario) e $r < g \Rightarrow$ sostenibilità

Terzo caso: $d_t < 0$ (avanzo primario) e $r < g \Rightarrow$ sostenibilità

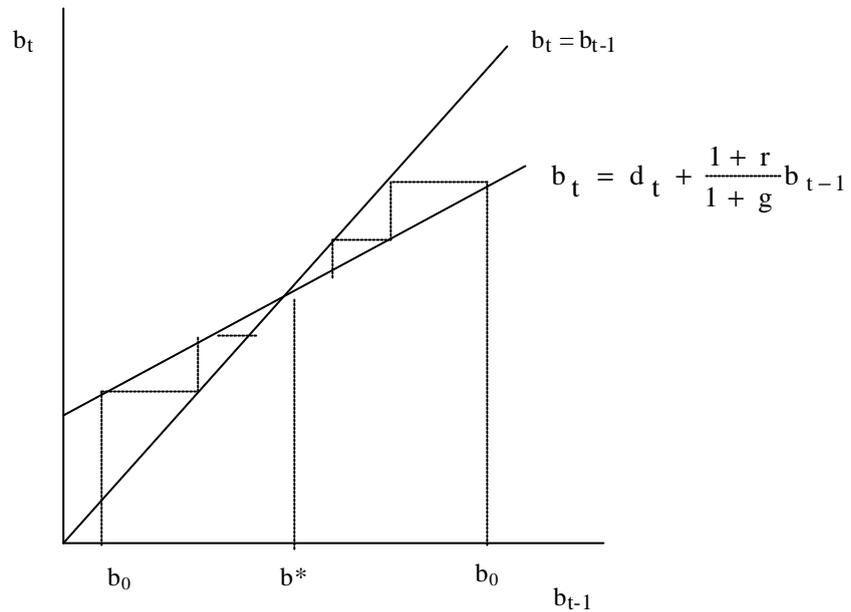
Quarto caso: $d_t < 0$ (avanzo primario) e $r > g \Rightarrow$ può esserci non sostenibilità

PRIMO CASO



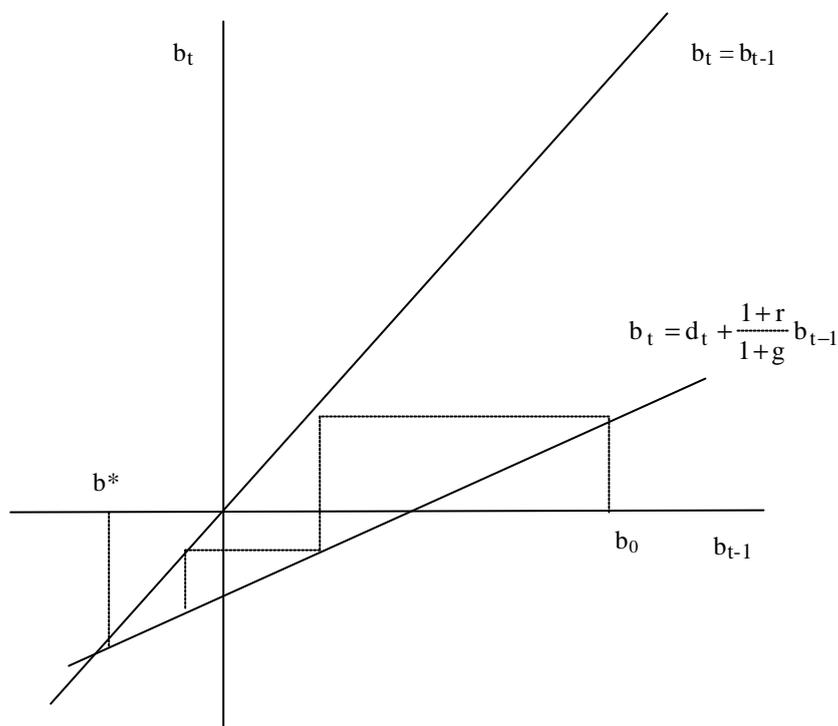
In questo caso la contemporanea presenza di un disavanzo primario e, soprattutto, di un tasso d'interesse reale r maggiore del tasso di crescita del PIL reale g comporta che, anche partendo da un rapporto debito/PIL molto basso, non si raggiungerà mai una situazione stabile (la retta che descrive la dinamica del rapporto debito/PIL non incrocia mai la bisettrice). Il debito cresce nel tempo in misura maggiore rispetto al PIL e questo indica che l'economia del paese non è in grado di creare le risorse necessarie per ripagare neanche i soli interessi sul debito che lo Stato ha contratto: il debito è destinato ad esplodere e, pertanto, non è sostenibile.

SECONDO CASO



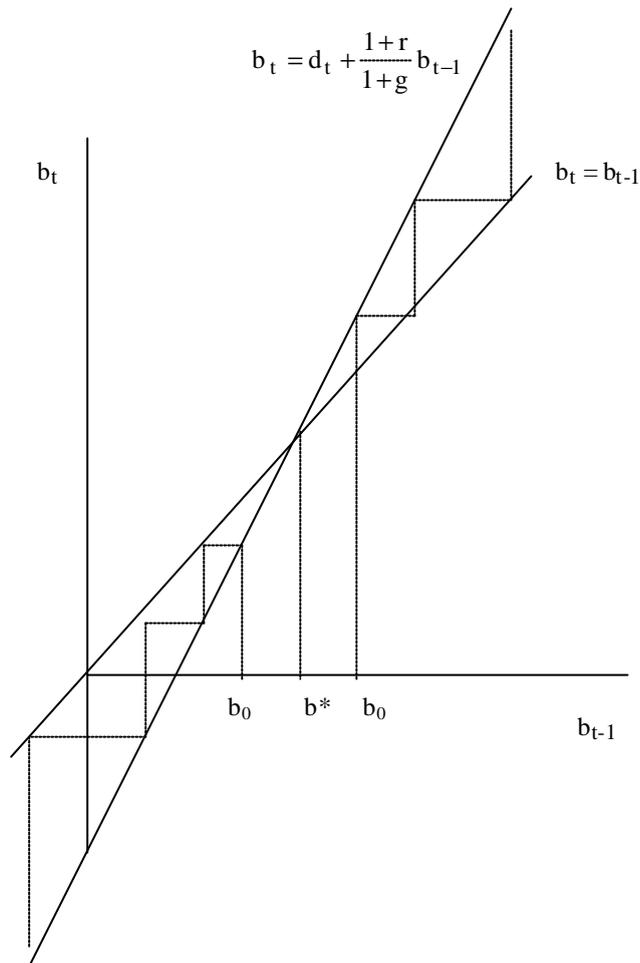
In questo caso esiste un disavanzo primario, ma il tasso d'interesse reale r è inferiore al tasso di crescita dell'economia g e questo fa sì che esista un livello di equilibrio stabile per il rapporto debito/PIL ($b^* = \frac{g-r}{1+g} d_t$, identificato dal punto di intersezione tra la retta che descrive la dinamica del rapporto debito/PIL e la bisettrice) verso il quale il sistema converge sia che inizialmente si muova da destra sia che inizialmente si muova da sinistra rispetto a b^* . Abbiamo, infatti, che, pur in presenza di un disavanzo primario, l'economia del paese è in grado di creare le risorse necessarie per più che ripagare gli interessi sul debito che lo Stato ha contratto: il debito non è destinato ad esplodere e risulta quindi sostenibile.

TERZO CASO



Questa è la situazione più favorevole per la contemporanea presenza di un avanzo primario e di un tasso di crescita del PIL superiore al tasso d'interesse reale che comporta una continua e costante diminuzione del rapporto debito/PIL nel corso del tempo ($b_t < b_{t-1}, \forall t$), anche qualora il livello iniziale del rapporto sia molto elevato. Il sistema non rischia mai di esplodere, anzi convergerà verso un equilibrio stabile ($b^* < 0$), dove lo Stato risulterà addirittura creditore e non più debitore. In questo contesto il debito risulta, ovviamente, sostenibile.

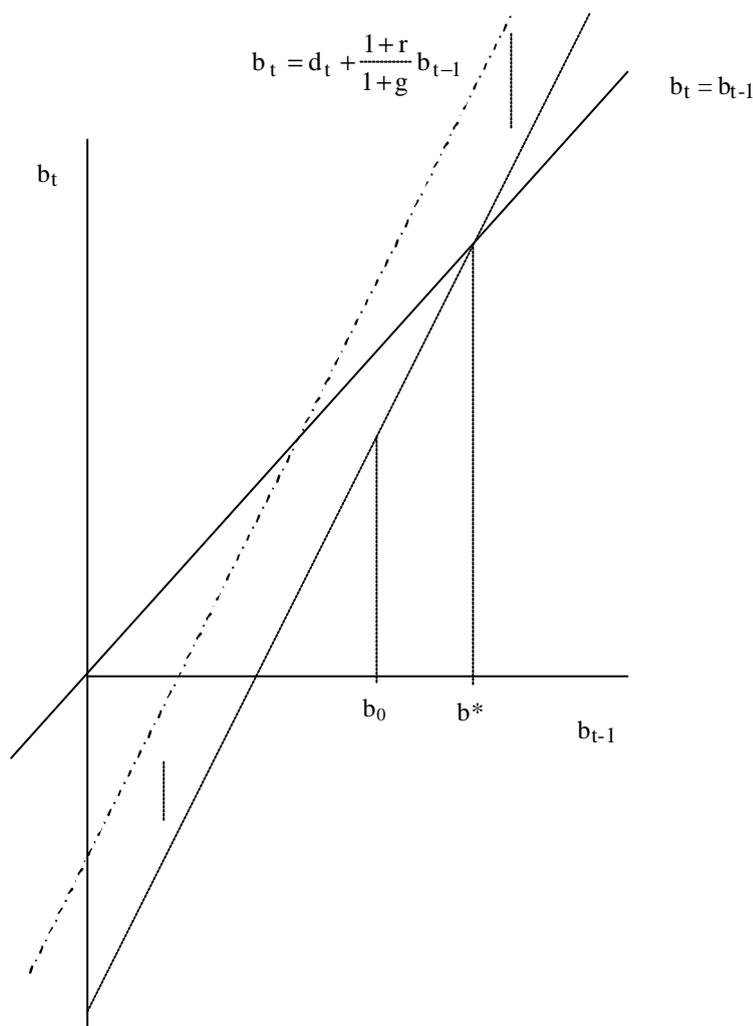
QUARTO CASO



E' la situazione più complessa ed interessante perché è quella attualmente esistente in Italia. La contemporanea presenza di un avanzo primario e di un tasso d'interesse reale superiore al tasso di crescita dell'economia fa sì che, formalmente, esista un livello di equilibrio per il rapporto debito/PIL (b^*), identificato dal punto di intersezione tra la retta che descrive la dinamica del rapporto debito/PIL e la bisettrice. Tale livello d'equilibrio, tuttavia, non è stabile, nel senso che non verrà mai raggiunto dal sistema economico, che si allontanerà da esso sia che inizialmente si trovi a sinistra ($b_0 < b^*$) sia che inizialmente si trovi a destra ($b_0 > b^*$). Queste due differenti situazioni iniziali hanno peraltro differenti implicazioni per quanto riguarda la sostenibilità del debito.

Intatti, se il sistema economico parte alla sinistra di b^* ($b_0 < b^*$), allora si avrà una continua e costante diminuzione del rapporto debito/PIL nel corso del tempo ($b_t < b_{t-1}, \forall t$) e quindi il debito non rischia mai di esplodere (anche se non si riesce a raggiungere un equilibrio stabile) e risulta sostenibile.

Per contro, se il sistema parte alla destra di b^* ($b_0 > b^*$), allora si avrà un continuo e costante aumento del rapporto debito/PIL nel corso del tempo ($b_t > b_{t-1}, \forall t$) e quindi il debito è destinato ad esplodere e risulta non sostenibile. In questo caso lo Stato ha un'unica possibile soluzione al problema della sostenibilità che consiste nell'attuare rigorose politiche finanziarie e/o fiscali restrittive che generino maggiori avanzi primari, sufficienti a spostare b^* verso destra, in modo che l'esistente rapporto debito/PIL del paese si venga a trovare a sinistra (e non più a destra) rispetto a b^* , così da invertire la dinamica esplosiva del debito pubblico.



E' stata questa la soluzione adottata dal governo italiano per risolvere il problema dell'elevato debito pubblico del nostro paese: in presenza di un elevato tasso d'interesse su i titoli del debito pubblico italiano che veniva richiesto dai mercati finanziari internazionali a causa di un elevato rischio di insolvibilità dell'Italia, sono state attuate rigorose politiche di risanamento della finanza pubblica volte a generare consistenti avanzi primari. L'attuazione di una credibile politica di risanamento della finanza pubblica ha determinato una riduzione del "rischio-paese" e, quindi, del tasso d'interesse chiesto dagli investitori finanziari internazionali su i titoli del debito pubblico italiano. Se il tasso d'interesse si ridurrà al punto da risultare inferiore al tasso di crescita della

nostra economia, allora sarà scongiurato il rischio di esplosione del debito e si apriranno spazi per una possibile riduzione della pressione fiscale nel nostro paese.