

Il vincolo di bilancio dell'operatore pubblico

Per introdurre la politica fiscale dobbiamo parlare del vincolo di bilancio

$$D = G - T = \Delta M + \Delta B$$

La formazione del disavanzo pubblico (D) è dato dalla differenza tra la Spesa pubblica (G) e le Tassazioni (T), che può essere finanziato dall'emissione di moneta (ΔM) o di nuovi titoli del debito (ΔB)

Un valore di D negativo significa Deficit, un valore di D positivo significa Surplus

La spesa pubblica può essere finanziata attraverso:

1. Tassazione \rightarrow se il governo spende esattamente quanto incassa non ci sarà deficit ($G = T \rightarrow G - T = 0$)
2. Con moneta (ΔM) qualora dovesse esserci deficit ($G > T \rightarrow D > 0$)
 - In questo caso il quadro della IS-LM si muoverà verso destra \rightarrow l'effetto di alte spese possono avere come conseguenze potenziali un alto tasso di inflazione
3. Formazione di debito (ΔB) in caso di deficit ($G > T \rightarrow D > 0$)

Definizioni di Deficit

- Disavanzo totale: $D=G-T \rightarrow$ differenza tra Spese totali e entrate come dalla contabilità nazionale (Indebitamento netto)
- Disavanzo corrente: $D_c=G_c-T_c \rightarrow$ tiene in conto entrate e uscite correnti, escluse le spese in conto capitale e i proventi straordinari
- Disavanzo primario: $D_p=G^0-T \rightarrow$ tiene in conto le sole spese primarie al netto delle spese delle spese per gli interessi sul debito ($G^0=G-iB$)
- Disavanzo Strutturale: $D_s=D(Y^*) \rightarrow$ è calcolato sulla base di un ipotetico reddito di piena occupazione Y^* , che esclude la componente ciclica
- Disavanzo reale: $D_\pi=D-\pi B \rightarrow$ include tra le spese solo i pagamenti per interessi secondo il tasso d'interesse reale

Politica fiscale e disavanzo

- Elevati e persistenti disavanzi possono creare problemi di sostenibilità del debito. Due casi in cui disavanzo può essere visto positivamente:
 1. *Tax smoothing* per distribuire nel tempo il **costo di eventi eccezionali**
 - Mantiene aliquote costanti non generando effetti distorsivi nell'allocazione delle risorse (efficienza)
 - Distribuisce l'onere tra diverse generazioni (equità)
 2. Quando agiscono gli **stabilizzatori automatici**, ossia quegli strumenti di politica fiscale (imposte sul reddito, trasferimenti alle famiglie, etc.) che agiscono automaticamente al variare del reddito o della produzione senza alcuna decisione ad hoc
 - Compensano gli effetti iniziali di uno shock economico

Gli stabilizzatori automatici

- Gli stabilizzatori automatici si attivano al variare del reddito o della produzione, senza alcuna decisione legislativa od amministrativa specifica
- In caso di **recessione** gli stabilizzatori **compensano** la caduta del reddito disponibile:
 - Il reddito diminuisce ($\downarrow Y$), quindi diminuisce la base imponibile su cui vengono calcolate le imposte, per cui si riduce il gettito fiscale ($\downarrow T$). L'effetto è tanto maggiore quanto più progressivo è il sistema impositivo
 - Un effetto tipico di una recessione è un aumento della disoccupazione ($\uparrow u$), per cui aumentano i sussidi di disoccupazione ed altri trasferimenti di sostegno al reddito ($\uparrow G$)
- Se l'economia è in fase **espansiva** gli effetti sono di segno opposto. L'effetto degli stabilizzatori automatici è quindi **anti-ciclico** → hanno effetti di segno opposto rispetto all'andamento dell'economia e quindi **stabilizzano il sistema economico**

Stabilizzazione automatica e discrezionale

- Le imposte variano al variare del reddito: $T=t(Y)$. Per cui T può variare per due motivi:
 1. A seguito di variazioni del reddito Y (ad es. fasi cicliche dell'economia)
 2. A seguito di variazioni dell'aliquota d'imposta t (ad es. per una variazione delle norme)
- Nel primo caso si dice che sta agendo uno **stabilizzatore automatico**, nel secondo siamo di fronte a una **politica fiscale discrezionale**
- Un altro stabilizzatore automatico sono i trasferimenti a imprese e famiglie, che agiscono su G

Il disavanzo strutturale

- Per definire una componente «attiva» o «discrezionale» della politica fiscale venne introdotto il concetto di «**full employment budget surplus**» (poi evoluto in disavanzo strutturale)
- Si stima il valore delle voci di bilancio – e quindi del disavanzo totale – in un sistema ipotetico in cui il prodotto coincide con quello **di pieno impiego** (Y^*), ottenendo il disavanzo (**teorico**) D_s o $D(Y^*)$
- Ad es. si può stimare il gettito fiscale $T(Y^*)$ attraverso la funzione $T=t(Y^*)$ (inserendo quindi il reddito potenziale Y^* invece del reddito corrente Y)

Il prodotto potenziale – cos'è?

- Ma come si stima (e chi stima) il prodotto potenziale Y^* ?
- È il **massimo livello di PIL** che un'economia può raggiungere compatibilmente con la **stabilità del livello dei prezzi**
- Si basa sul **NAWRU**, il tasso di disoccupazione «strutturale» in corrispondenza del quale il tasso di crescita dei prezzi non accelera, in UE viene stimato dalla Commissione Europea
- La differenza tra prodotto potenziale e prodotto osservato è detto **output gap** → un output gap negativo significa che l'economia non sta sfruttando tutto il potenziale (quindi la situazione ciclica è negativa, siamo in recessione) e viceversa
- Metodo sottoposto a numerose critiche

Attivismo nelle politiche fiscali

- In recessione $D(Y) > D(Y^*)$ proprio a causa dell'agire degli **stabilizzatori automatici**, mentre nelle fasi espansive dovrebbe verificarsi $D(Y) < D(Y^*)$
 - Per cui una regola che imponesse il rispetto di $D(Y) = 0$ in ogni singolo anno sarebbe eccessiva
- Un disavanzo $D(Y) > 0$ in singoli anni non ha necessariamente conseguenze negative sul debito pubblico, mentre un **disavanzo $D(Y^*) > 0$** significa che il debito pubblico è destinato a crescere nel medio periodo
 - Una regola del tipo $D(Y^*) = 0$ significherebbe che i disavanzi nelle recessioni potrebbero essere compensati da avanzi nelle espansioni (soprattutto se parliamo di spesa corrente)
- Si ha una politica fiscale **molto attiva** quando $D(Y^*) > 0 \rightarrow$ Vuol dire che all'azione degli stabilizzatori automatici si aggiunge l'**azione discrezionale** del governo

Gestione del debito pubblico

- Disavanzi ripetuti nel tempo possono generare uno stock di debito pubblico consistente, che può essere:
 - **Ripudiato**, nel caso in cui il governo manchi di non onorare la promessa di rimborso dei titoli e dei relativi interessi (**default**) o di parte di essi (**default parziale**), oppure allunghi i termini del rimborso (**consolidamento**)
 - Effetti: perdita di reputazione; distribuzione del reddito; instabilità finanziaria e rischi per il sistema bancario
 - **Monetizzato**, nel caso in cui il governo decida di 'stampare moneta' per rimborsare i titoli e il relativo interesse
 - Effetti: imposta da inflazione; iperinflazione
 - **Rimborsato**, il che richiederà il conseguimento di avanzi di bilancio

Disavanzo e debito

- Se si scorporano dalla spesa pubblica i pagamenti per interessi sul debito pubblico e si ipotizza che il disavanzo non possa essere finanziato con moneta

$$D_t = G_t^0 + iB_t - T_t = \Delta B_t$$

- Il debito pubblico è lo stock dei titoli emessi negli anni precedenti per coprire i disavanzi annui e non ancora rimborsati
- Il debito può crescere sia per la creazione di un disavanzo che per la causa endogena del pagamento di interessi sullo stock di debito pregresso (c.d. '**servizio al debito**')

$$\uparrow D_t \Rightarrow \uparrow B_t \Rightarrow \uparrow (iB)_{t+1} \Rightarrow \uparrow D_{t+1}$$

Endogenità dei rendimenti

- La situazione si complica dato che il **tasso di rendimento** del debito non è costante ma **endogeno**, ossia dipende dal livello del debito, in quanto incorpora un premio per il rischio di default

$$i=f(B)$$

- Il *default risk* non dipende solo dal livello di B ma anche dalle **aspettative** dei mercati finanziari circa la capacità di tenere sotto controllo i conti pubblici
- Per valutare il rischio e le aspettative si usa confrontare il rendimento del debito con quello di un paese *benchmark* come la Germania → **spread BTP-Bund**

Obbligazioni, rendimento e prezzo

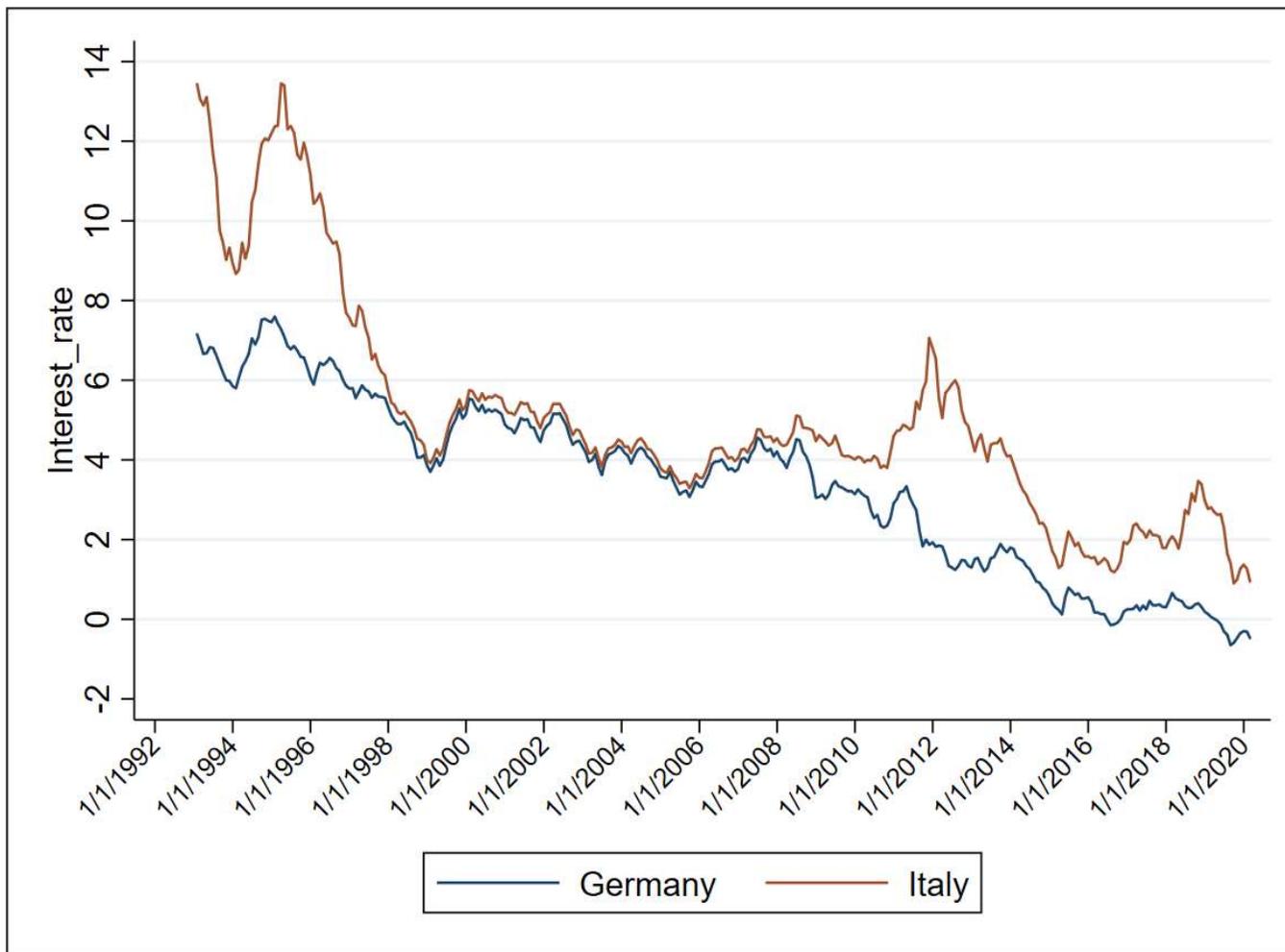
- I **titoli di debito** emessi da enti pubblici sono anche chiamati obbligazioni (in Italia Bot, Cct, Btp)
- Attribuiscono al possessore il diritto al rimborso del capitale prestato più un **interesse** su tale somma → capitale è rimborsato alla scadenza (al valore nominale), interessi rimborsati periodicamente (ad es. ogni anno)
- Gli agenti (privati, istituzioni bancarie e finanziarie) che sottoscrivono le obbligazioni possono scambiarle sul cd. **mercato secondario**, in una vera e propria compravendita in cui il **prezzo** delle obbligazioni oscilla in base al loro rendimento

Obbligazioni, rendimento e prezzo

Un esempio

- Il rapporto tra prezzo e rendimento è **inverso**: ipotizziamo di aver sottoscritto l'anno scorso una obbligazione dal valore di 100€ e tasso del 5% → guadagno annuale di 5€ (bloccato al valore nominale)
- Se quest'anno nel mercato primario vengono emesse obbligazioni con tasso più elevato (ad es. 10%), chi vuole acquistare una obbligazione è posto di fronte alla scelta se acquistare sul mercato primario (spesa di 100€ per guadagnare 10€ l'anno) o sul mercato secondario (spesa di 100€ per guadagnare 5€ l'anno)
 - Se voglio vendere la mia obbligazione devo garantire un rendimento paragonabile al nuovo → ad es. se vendo a 50€ il rendimento annuale sarà $5/50=0.10$ → 10%
- Allo stesso modo, **flussi di vendita** sul mercato secondario (ad es. innescate da una crisi di fiducia) possono **abbassare il prezzo** delle obbligazioni → tasso di rendimento su mercato primario si deve adeguare a quello di mercato

Tassi di interesse e spread



Premi al rischio

- Le componenti di **rischio** incorporate nei tassi di interesse di paesi altamente indebitati sono:
 - I. Rischio di **svalutazione**, nel caso in cui il governo decidesse di monetizzare il debito creando inflazione e svalutando la moneta nazionale
 - II. Rischio di **ripudio**, nel caso in cui il governo mancasse di onorare la sua promessa di rimborso dei titoli e/o il pagamento degli interessi
 - III. Rischio di **liquidità**, associato alla difficoltà a trovare compratori sul mercato secondario quando si vuole vendere l'obbligazione

La disciplina di mercato

- Un mercato con **liberi movimenti** di capitale accresce **l'incentivo** a mantenere il bilancio in equilibrio → rialzo dei tassi di interesse rende percepibile il costo di un fabbisogno troppo elevato
- Disciplina di mercato è tanto più efficace quanto più si configurano delle **istituzioni** che rendono difficile la monetizzazione del debito
- Una disciplina troppo rigida può tuttavia portare **rischi di instabilità**, che possono culminare in una situazione in cui il mercato non assorbe ulteriormente titoli pubblici → default o monetizzazione

Solvibilità del debito pubblico

- Nella storia ci sono stati vari casi di paesi con debito pubblico elevato o molto elevato, senza che necessariamente questa situazione si trasformasse in un onere insormontabile
- **Solvibilità** del debito pubblico dipende dal vincolo intertemporale di bilancio → uguaglianza tra livello corrente del debito e valore attuale degli avanzi primari futuri
- Tramite questa uguaglianza è teoricamente possibile ottenere un valore «**stazionario**» del rapporto debito/PIL

Sostenibilità economica e finanziaria

- La sostenibilità economica ricerca un **valore limite** del rapporto debito/PIL e le condizioni che devono essere soddisfatte per abbassare tale rapporto
 - Potenziali effetti economici di un elevato debito sono: **crowding-out**, effetto destabilizzante sui **mercati finanziari**, vincoli a **utilizzo spesa pubblica** per sostenere l'economia
- La sostenibilità finanziaria misura il rapporto tra debito pubblico e **domanda di titoli pubblici** (rapporto debito/ricchezza non può essere superiore a 1)
 - Studio della propensione al risparmio finanziario del sistema privato e dalla preferenza accordata ai titoli pubblici

Sostenibilità economica del debito pubblico

- Quali **condizioni** devono essere soddisfatte per rendere possibile un rimborso futuro del debito pubblico?
- Se siamo in presenza di disavanzo **primario**, il debito continua a crescere sia per il disavanzo che per la causa endogena del pagamento degli interessi sullo stock di debito accumulato
- Vincolo intertemporale di bilancio richiede che non si copra indefinitamente il servizio del debito con nuovo indebitamento

Determinanti del rapporto debito/PIL

- Un paese che parte con un debito elevato deve prima stabilizzare ($\Delta b=0$) e poi cercare di ridurre ($\Delta b<0$) il rapporto debito/PIL:

$$\Delta b = -a + b(r - g_y) - m g_m$$

$a \rightarrow$ avanzo primario sul PIL

$b \rightarrow$ rapporto debito/PIL di partenza

$r \rightarrow$ tasso di interesse reale

$g_y \rightarrow$ tasso di crescita del PIL

$m \rightarrow$ rapporto stock di moneta/PIL

$g_m \rightarrow$ tasso di crescita dello stock di moneta

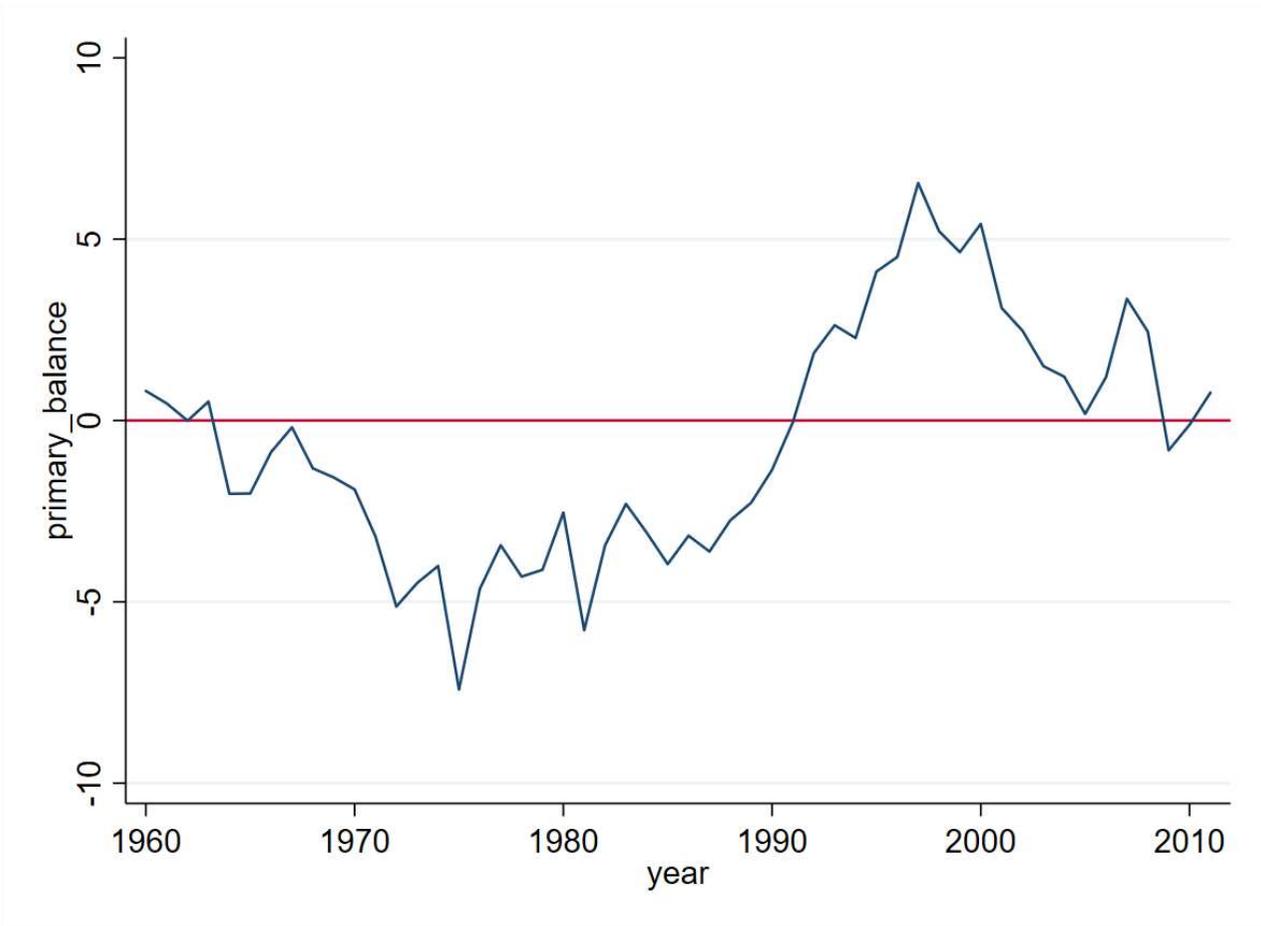
- Δb è il caso 'continuo' di $\Delta B/PY$ (derivata di $\Delta B/PY$ rispetto al tempo)

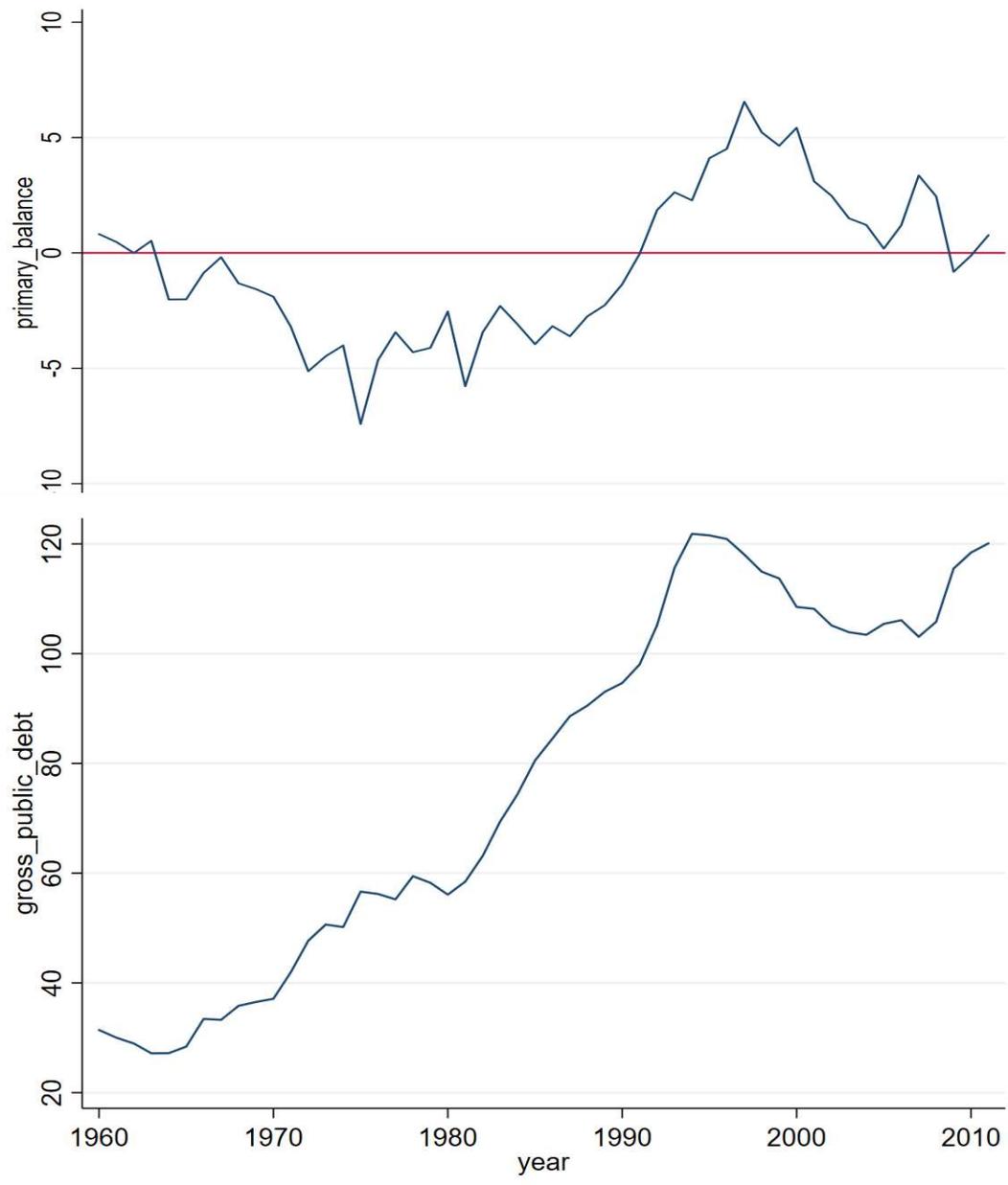
Politiche di rientro

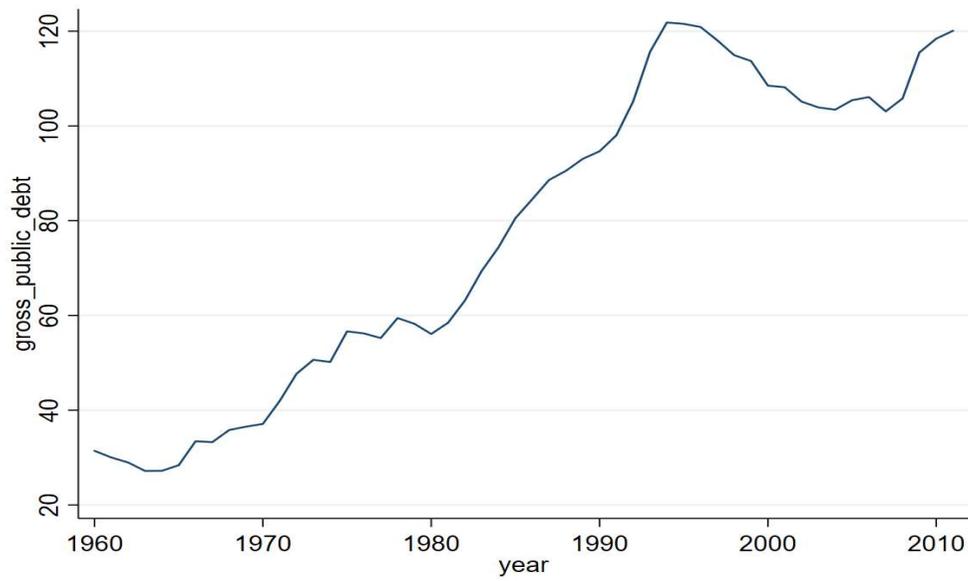
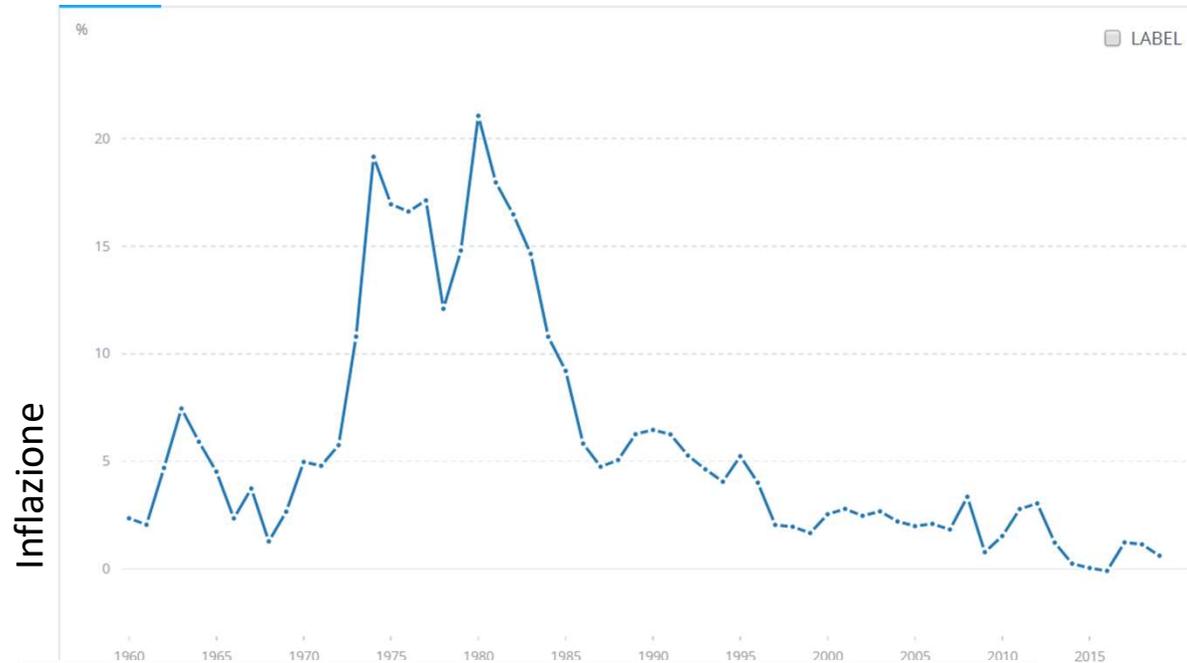
- Dalla formula precedente possiamo identificare quattro possibili variabili da manovrare per controllare il debito pubblico:
 1. Accrescere il finanziamento monetario ($m g_m$)
 2. Contenere i tassi di interesse (r)
 3. Aumentare la crescita reale (g_y)
 4. Migliorare il saldo primario (a)

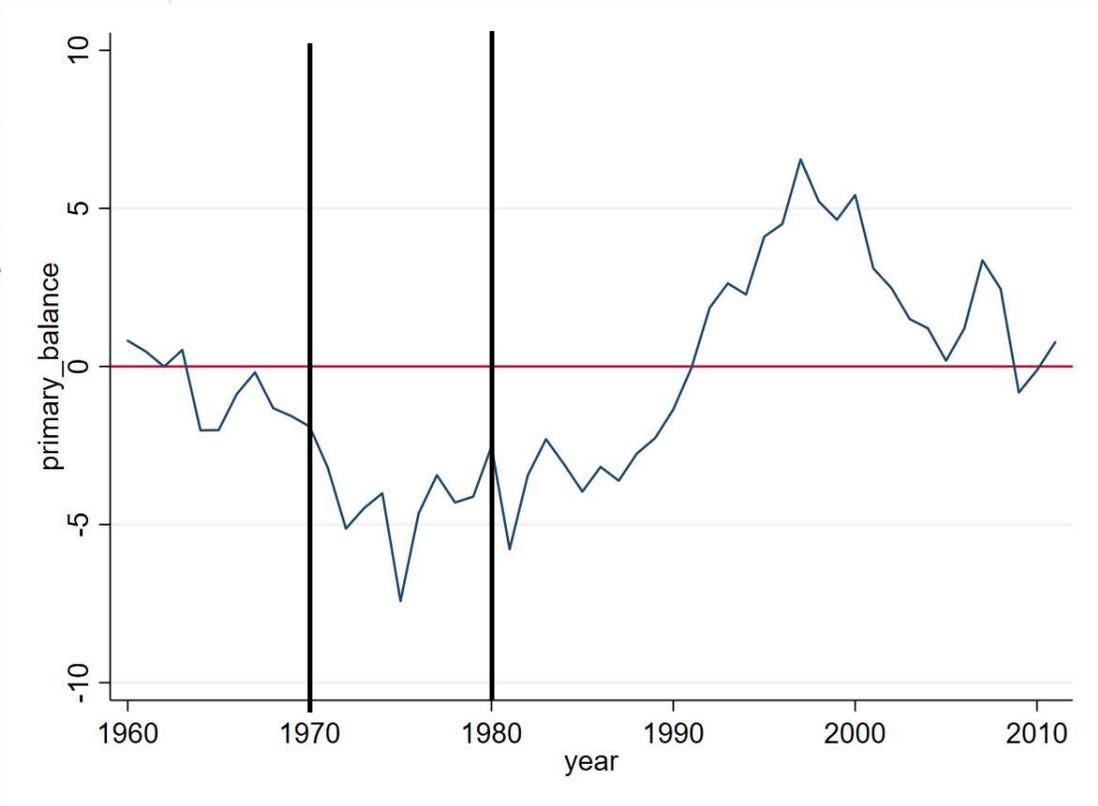
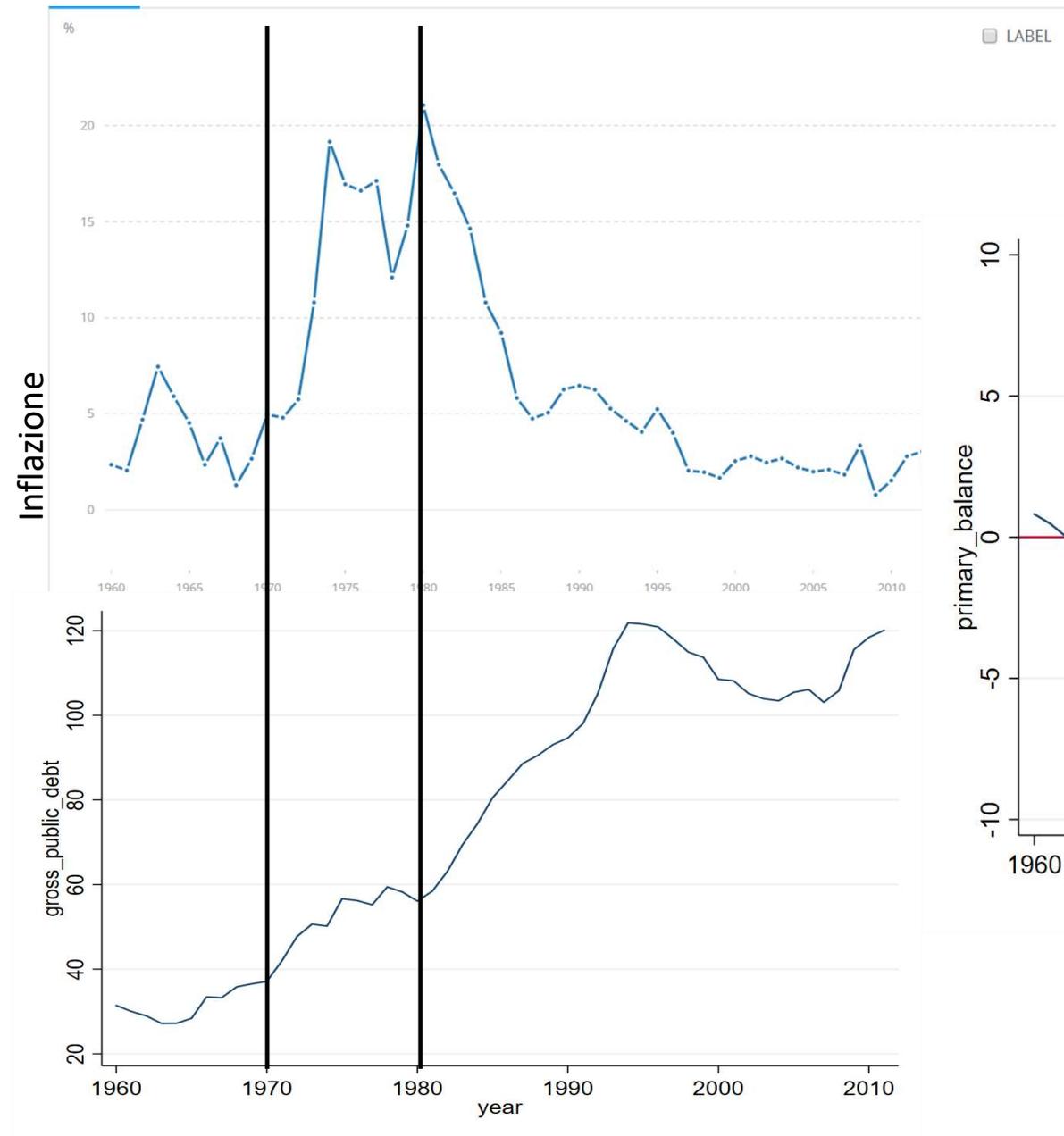
1. Finanziamento monetario dei disavanzi

- Accrescere il **finanziamento monetario** ($m g_m$), attraverso il cosiddetto signoraggio, riesce a contenere l'emissione di titoli e la crescita del debito → determina un prelievo sui saldi monetari reali (tassa o imposta da inflazione)
- Evidenti effetti negativi sul tasso **d'inflazione** → per avere effetto incrementi di crescita monetaria devono essere crescenti, ma da un certo punto in poi proventi dal signoraggio diventano decrescenti
- In Italia questo metodo permise di mantenere basso il rapporto debito/PIL tra gli anni '70 e '80 nonostante elevati disavanzi primari
- I finanziamenti monetari sono proibiti dal Trattato di Maastricht del 1992





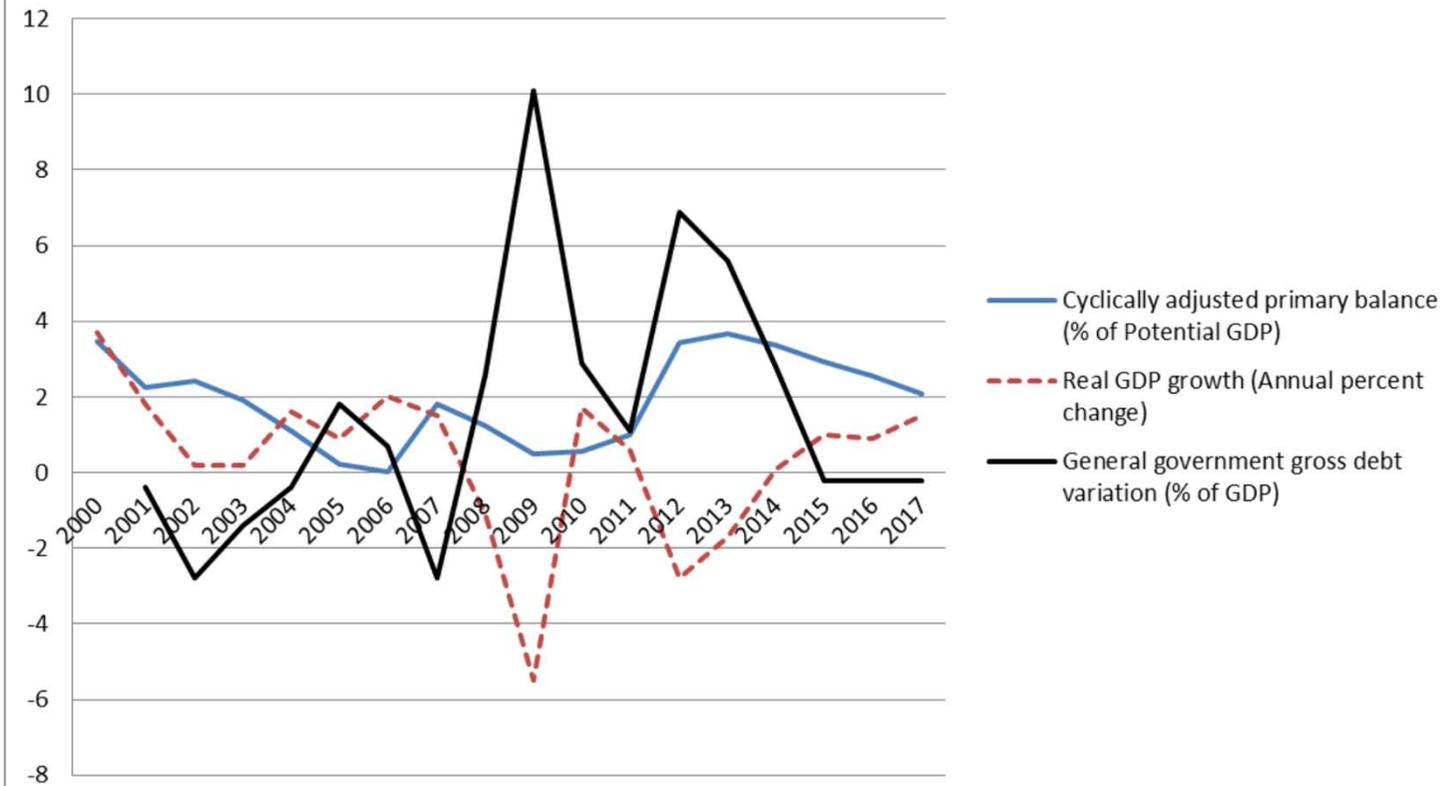




2. Tasso di crescita del reddito

- Un'elevata **crescita** del reddito (g_y) facilita l'operazione di rientro (basti anche solo pensare al rapporto debito/PIL)
- La crescita può essere rallentata da misure restrittive sul disavanzo primario per il risanamento
- In Italia il rapporto debito/PIL era superiore all'unità all'inizio del XX secolo → crescita elevata favorì il rientro
- Nell'ultimo ventennio la bassa crescita ha ostacolato la riduzione del debito
- Enorme impatto della Grande Recessione e della crisi dell'Eurozona → caduta del PIL di oltre il 5% ha fatto salire di 10 punti il rapporto debito/PIL

Italy's debt



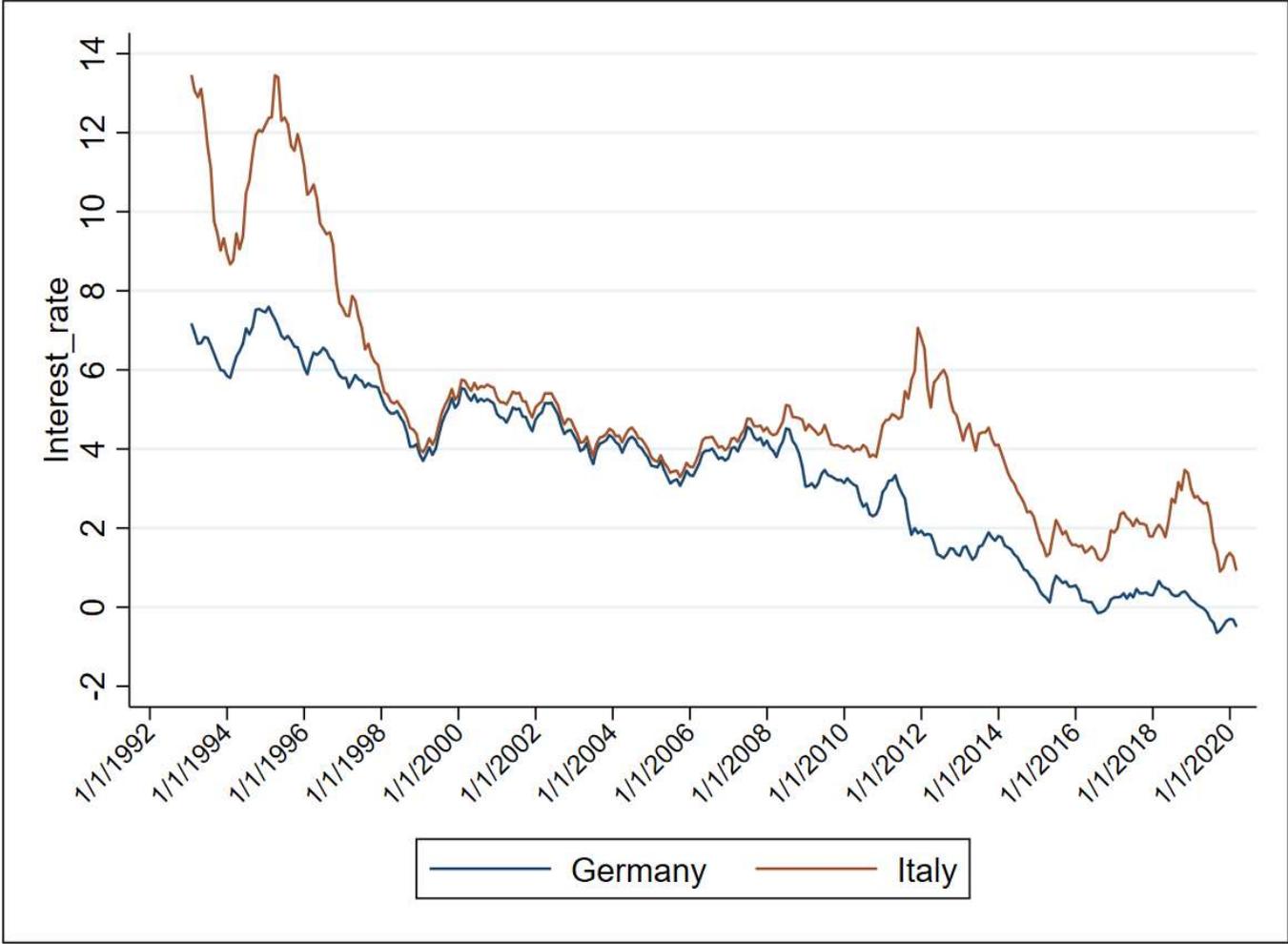
Rigore vs. crescita

- Una politica di assoluto **rigore** può non essere sufficiente, e può essere controproducente se penalizza la crescita
- L'equilibrio di bilancio si deve accompagnare a politiche che favoriscano la crescita (ad es. privilegiando spese per investimenti, istruzione e ricerca, etc.)
- Aggiustamento deve essere rigoroso e credibile, ma **graduale**
- Il fattore di auto-alimentazione del debito $(r - g_y)$ si può anche scrivere come $(i - \pi - g_y) \rightarrow$ tasso di **inflazione** aiuta nel rientro, mentre la deflazione può avere effetti perversi

3. Controllo dei tassi di interesse

- Abbassando il più possibile i tassi di interesse si contiene il rapporto B/Y , ma è una soluzione spesso **complessa** o impossibile
- Nell'UME è la BCE a determinare i tassi nominali a breve per tutta l'Eurozona, sebbene i tassi sui titoli pubblici differiscano per via dei premi al rischio
- Abbiamo visto che il tasso di interesse è determinato in maniera **endogena** dal livello del debito
- Nel caso italiano l'andamento del tasso di interesse ha avuto effetti determinanti: negli anni '80, a elevati disavanzi primari si sommò un incremento dei tassi di interesse; dopo l'ingresso nell'UME i tassi si abbassano; dopo la crisi, rialzo degli spread

Tassi di interesse e spread



Metodi per il controllo 'indiretto' del tasso

- Un controllo limitato dei tassi di interesse può essere attuato in **via indiretta** perseguendo due strade:
 - I. Rafforzando la **credibilità** delle politiche di risanamento
 - II. Attraverso la politica di **gestione** del debito
- La credibilità ha raggiunto il suo picco nella seconda metà degli anni '90 → avvio di un circolo virtuoso che portò all'abbassamento sia dei disavanzi che del debito
- Volontà di adesione ai criteri di **Maastricht** la cui verifica dei criteri avvenne nel 1997

Politiche di gestione del debito

- L'obiettivo è **minimizzare il servizio del debito** (si assumono i disavanzi come variabile esogena)
- Interventi sulla composizione del debito attraverso la **diversificazione** degli strumenti finanziari per soddisfare diversi segmenti della domanda di titoli
 - Ad es. tipologia dei titoli emessi, scadenza e vita media del debito, indicizzazione (per es. a inflazione), modalità, tempi e condizioni di emissione, allocazione interna o estera, etc.
- Questi interventi determinano la **struttura** del debito → un debito a lunga maturità con scadenze ben distribuite può essere una buona prevenzione a crisi di fiducia

4. Conseguimento di avanzi primari

- Ingrediente essenziale nelle azioni di rientro, in particolare quando la componente di auto-alimentazione non è comprimibile → due fronti d'azione (**T e G**):
 - Incrementi di **tassazione** → potenziali effetti distorsivi e redistributivi, problema della sostenibilità fiscale
 - Oltre che le aliquote d'imposta si può puntare sull'allargamento della **base imponibile**, anche attraverso lotta a evasione e elusione (in questo senso condoni sono arma a doppio taglio)
 - Riduzione della **spesa pubblica**, in particolare quella improduttiva → ridurre spesa capitale (investimenti pubblici) è più 'semplice', ma determina problemi di aggiustamento di lungo periodo

Perché regole fiscali?

- In generale, abbiamo visto come nel paradigma dominante dell'economia politiche economiche discrezionali siano mal viste → il consiglio è di imporre vincoli (preferibilmente costituzionali) sul comportamento dei governi
- Nelle unioni monetarie il vincolo è ancora più desiderabile per:
 - Esternalità negative: un paese altamente indebitato può far salire il tasso di interesse medio dell'unione; rischio di contagio in situazioni di potenziale default
 - Incentivi a disavanzi e debiti: scompare il rischio di svalutazione (unica valuta)
 - Moral hazard: paese attua politiche poco parsimoniose facendo affidamento su salvataggio da altri membri dell'Unione
 - Potenziali pressioni su BCE per politica meno restrittiva

Austerità e crescita

- Dopo la crisi dei debiti sovrani la necessità di un consolidamento di bilancio ha portato alla definizione di politiche estremamente restrittive
- Le conseguenze negative dell'austerità sono stati sottovalutati per una errata valutazione degli effetti in gioco → **effetti 'non-keynesiani'** avrebbero dovuto garantire effetti benefici (c.d. **austerità espansiva**)
- Secondo questo approccio gli effetti negativi sulla domanda sarebbero dovuti essere più che compensati da incrementi di investimenti privati (**crowding in**), dalla diminuzione dei tassi di interesse (**confidence factor**), e **dall'aspettativa** di tagli fiscali futuri.

Il dibattito sui moltiplicatori

- Le previsioni dell'austerità espansiva si basano sull'ipotesi che i moltiplicatori fiscali siano relativamente bassi
- Il dibattito successivo ha evidenziato che il **moltiplicatore** può essere molto alto soprattutto in casi di recessione → effetti negativi 'keynesiani' dominano aggravando la situazione recessiva
- In effetti le politiche di austerità sono state ***self-defeating*** come evidentemente dimostrato dalla situazione dell'Italia → nonostante avanzi primari in tutti gli anni dopo il 2010 il rapporto debito/PIL è costantemente aumentato.

La normativa di bilancio in Italia

- Dal 2011, a seguito della nuova normativa sul 'semestre europeo' la normativa prevede:
 - Documento di Economia e Finanza (DEF) da presentare alla Commissione entro metà aprile (seguito da nota di aggiornamento entro settembre) → contiene Programma di Stabilità (ai fini del PSC) e il Programma Nazionale di Riforma (obiettivi strategici 'Europa 2020')
 - Legge di bilancio → da approvare entro la metà di ottobre, Commissione formula osservazioni entro novembre, eventuali modifiche e approvazione entro 31 dicembre (c.d. Two-pack)
- A seguito dell'approvazione del Fiscal Compact la Costituzione prevede l'equilibrio strutturale del bilancio dello Stato

Il Semestre europeo

- Il Consiglio ECOFIN del 2010 ha introdotto il cd Semestre europeo.
- Il semestre europeo è un ciclo di coordinamento delle politiche economiche e di bilancio nell'ambito dell'UE. Rientra nel quadro della governance economica dell'Unione europea. Durante il semestre europeo gli Stati membri allineano le rispettive politiche economiche e di bilancio agli obiettivi e alle norme convenuti a livello dell'UE.
- Il semestre europeo si articola intorno a **tre nuclei** di coordinamento della politica economica: **riforme strutturali** in linea con la strategia Europa 2020, **politiche di bilancio** in linea con il patto di stabilità e crescita e prevenzione degli **squilibri macroeconomici** eccessivi.

Il Semestre europeo

- In particolare, la nuova procedura di sorveglianza si articola nelle seguenti fasi:
- **gennaio**: presentazione da parte della Commissione dell'indagine annuale sulla crescita;
- **febbraio/marzo**: il Consiglio europeo elabora le linee guida di politica economica e di bilancio a livello UE e a livello di Stati membri;
- **metà aprile**: gli Stati membri sottopongono contestualmente i Piani nazionali di riforma (PNR, elaborati nell'ambito della nuova Strategia UE 2020) ed i Piani di stabilità e convergenza (PSC, elaborati nell'ambito del Patto di stabilità e crescita), tenendo conto delle linee guida dettate dal Consiglio europeo;
- **inizio giugno**: sulla base dei PNR e dei PSC, la Commissione europea elabora le raccomandazioni di politica economica e di bilancio rivolte ai singoli Stati membri;
- **giugno**: il Consiglio ECOFIN approva le raccomandazioni della Commissione europea, anche sulla base degli orientamenti espressi dal Consiglio europeo di giugno;
- **seconda metà dell'anno**: gli Stati membri approvano le rispettive leggi di bilancio, tenendo conto delle raccomandazioni ricevute.



The European Semester



Glossary

AGS Annual Growth Survey – **AMR** Alert Mechanism Report – **CSRs** Country Specific Recommendations – **IDR** In-Depth Review – **NRP** National Reform Programme – **SCP** Stability and Convergence Programme