

## N. 33

21 gennaio 2005

### **Questa settimana: Il Patto di stabilità, la crescita e l'Italia** *Un "paper" di Ruggero Paladini*

Scorrendo i numerosi articoli sul Patto di stabilità (e crescita) sembra che non sia stato messo a fuoco un mutamento nella visione generale del rapporto tra debito pubblico e PIL. Infatti nel Trattato di Maastricht vi è l'idea di un livello di equilibrio del rapporto (il noto 60%), per cui il deficit (sempre come rapporto col PIL) deve essere coerente con tale percentuale. Così l'ancora più noto 3% del disavanzo è coerente con il 60% del debito se il PIL cresce (mediamente) ad un tasso del 5%; e poiché la BCE ha il compito di tenere l'inflazione al 2%, ciò implica una crescita reale del 3%.

Non c'è dubbio che ben pochi paesi europei siano cresciuti, negli anni novanta, o abbiano prospettive di crescita nei prossimi anni, a tassi del 3%; questo fatto implica che una crescita reale al 2% (e quindi nominale al 4%) richiederebbe un rapporto disavanzo-PIL del 2,4%, affinché il debito tenda al 60%. Il Trattato da questo punto di vista risulta carente, ma ciò non toglie che l'idea di un debito in equilibrio ci sia.

Quando passiamo al Patto invece l'ottica cambia: l'indicazione di un obiettivo di pareggio (o di avanzo) del bilancio implica infatti una tendenza ad una graduale riduzione del rapporto debito-PIL. Certo questo rapporto non arriverà mai ad azzerarsi, perché nella logica del Patto si prevede che in situazioni di rallentamento vi possa essere deficit (a parte i casi eccezionali di superamento del 3%); tuttavia il trend implicito è in discesa. Questa visione "ricardiana" peraltro è il prodotto indiretto di un'impostazione di questo tipo: per avere un margine di flessibilità di bilancio entro il 3%, è necessario che il disavanzo si azzeri (o vada in attivo). In tale modo il 3% del disavanzo, che nel Trattato derivava da un'ipotesi di rapporto di

equilibrio debito-PIL, diviene una specie di “tabù” magico; domanda: “perché proprio 3%”? risposta: “perché è la percentuale scritta nel Trattato”.

## ***La golden rule***

Tra le varie proposte di revisione del Patto quella più gettonata è sicuramente la golden rule: le spese pubbliche d’investimento vanno tolte dal calcolo del disavanzo. Indebitarsi per investire non è riprovevole; anche le imprese private lo fanno.

Prescindiamo dall’obiezione pratica (sicuramente rilevante) delle possibili complicazioni (comprese nuove variazioni di finanza creativa) cui la regola darebbe luogo, e rimaniamo sul tema del confronto con le imprese private. Innanzi tutto va notato che le imprese hanno periodi di forti investimenti seguiti da periodi in cui non investono o addirittura disinvestono, mentre il settore pubblico è caratterizzato da una spesa d’investimento relativamente stabile nel tempo (nei paesi europei si colloca tra il 2% ed il 3%). L’impresa poi investe se il rendimento atteso supera il costo del debito (o il costo opportunità).

Nel caso del singolo investimento pubblico l’analisi costi-benefici dovrebbe fornire il tasso di rendimento, ma nell’insieme della spesa di investimento il rendimento è dato dal tasso di crescita del PIL, mentre il costo è ovviamente quello del debito (in particolare quello di nuova emissione, cioè marginale). Ora negli ultimi vent’anni il costo dell’indebitamento è stato superiore al tasso di crescita, e quindi l’emissione di debito ha costituito un onere alla Ricardo. La situazione si è modificata con la recessione dei primi anni duemila, ma è ancora presto per fare previsioni. Se rimanesse una situazione di costo del debito (tasso d’interesse) superiore al tasso di crescita, la soluzione preferibile sarebbe in effetti quella di non ricorrere al debito, e quindi di finanziare le spese d’investimento col prelievo.

L’ipotesi di costo del debito pari al tasso di crescita è particolarmente interessante; in questo caso infatti in una situazione di rapporto debito-PIL di equilibrio due diversi sistemi, uno che finanzia gli investimenti con emissione di debito e l’altro che li finanzia col prelievo, sarebbero identici dal punto di vista del livello della pressione fiscale e della spesa pubblica primaria. Per esempio la spesa corrente primaria sarebbe 40, mentre 3 sarebbe quella d’investimento. Il primo sistema avrebbe anche 3

di spesa di interessi, mentre la pressione fiscale sarebbe 43 (quindi un deficit di 3). L'altro sistema non avrebbe debito e quindi spesa per interessi, e la spesa complessiva di 43 sarebbe finanziata da un prelievo di pari ammontare.

Come è noto (c.d. paradosso di Aaron) una situazione di tasso d'interesse pari al tasso di crescita è quella in cui i sistemi pensionistici a ripartizione sono uguali a quelli a capitalizzazione; si usa dire che una differenza si manifesta per la prima generazione, che è avvantaggiata dal sistema a ripartizione, ai danni dell'ultima. Nel caso di finanziamento degli investimenti la prima generazione si può avvantaggiare dal finanziamento tramite debito se la durata (media) dei titoli pubblici è superiore al periodo (medio) durante il quale le generazioni usufruiscono degli investimenti. In generale, ed in particolar nel nostro paese, questo non sembra essere il caso.

In conclusione quindi non sembra esserci una base solida per la golden rule.

## ***Alcune regole per armonizzare Patto e Trattato***

Proviamo ad elencare alcune regole che dovrebbero essere contenute in un patto "intelligente":

- 1) Il disavanzo dovrebbe essere in funzione della differenza tra tasso di crescita potenziale (che per la maggioranza dei paesi si situa tra il 2% ed il 3%) ed il tasso di crescita effettivo;
- 2) Se l'economia cresce al tasso potenziale il disavanzo va fissato al 1,2%; infatti se si ritiene che un rapporto debito-PIL di equilibrio sia al 60%, e se l'inflazione è mantenuta al 2%, quel 1,2% di disavanzo è semplicemente la correzione della componente puramente nominale contenuta nella spesa per interessi;
- 3) I paesi con debito superiore al 60% devono tendere a ridurlo, in misura maggiore tanto più alto è il gap; i paesi con debito prossimo al 60% (ed a maggior ragione inferiore) possono far crescere il rapporto debito-PIL temporaneamente, ma programmando il rientro entro un dato arco temporale (ad esempio il triennio);
- 4) Alcune spese (non necessariamente d'investimento, ma ad esempio per l'istruzione) possono essere detratte dal calcolo del disavanzo nella misura in

cui vengono incrementate rispetto ad una media di (ad esempio) tre periodi precedenti.

Il primo punto enuncia un criterio congiunturale che può essere accolto anche da impostazioni non keynesiane; il secondo concede alla logica del Patto l'obiettivo del pareggio, in condizioni di crescita potenziale (e quindi porta ad una riduzione del rapporto debito-PIL) ma correggendo per la componente inflazionistica; anche il punto 3 accetta l'accentuazione dell'importanza del debito, mentre l'ultimo punto permette, transitoriamente, di accentuare lo sforzo volto a aumentare la quota delle spese rilevanti per la crescita.

In una certa misura qualche proposizione enunciata da Almunia sembra andare verso la direzione delle quattro regole sopra enunciate; va richiamata l'attenzione sulla quarta, e sulla differenza con criteri tipo: "togliamo le spese d'investimento", "togliamo le spese militari" o simili. Regole di questo tipo infatti possono essere chieste non perché si vogliano aumentare gli investimenti, ma perché si vuole avere maggior spazio di manovra per fare altre cose, come ad esempio, da parte del governo italiano, tagliare le imposte, più precisamente l'irpef.

E' chiaro che il grado di discrezionalità necessario per gestire i quattro criteri è maggiore di quello attuale; anche la sola misura del tasso di crescita potenziale non è pacifica. Sarebbe necessario avere un organo tecnico presso la Commissione cui attribuire il potere di valutare i vari programmi finanziari dei paesi europei. E' chiaro anche che saremmo ancora lontani da quello che Delors aveva prefigurato nel suo libro bianco di una dozzina di anni fa. Ma sarebbe comunque un passo avanti.