

Perché gli economisti si preoccupano tanto quando i governi incorrono in disavanzi di bilancio elevati e accumulano rapidamente debito pubblico? Nel rispondere a questa domanda essi sostengono che il debito pubblico frena l'accumulazione di capitale, mette a rischio la stabilità dell'intero sistema economico e rende estremamente difficile condurre la politica monetaria. In realtà, un disavanzo pubblico elevato non è un bene, né un male. I disavanzi (e gli avanzi) di bilancio servono per ridistribuire nel tempo l'onere della tassazione. I disavanzi iniziano a rappresentare un problema nel momento in cui si traducono in una rapida accumulazione di debito, poiché, come vedremo, ridurre un elevato debito, una volta che questo si è accumulato, può richiedere un periodo di tempo protratto a volte di molti decenni. Ecco perché livelli elevati di debito risulteranno essere la conseguenza più duratura della crisi finanziaria del periodo 2007-2010.

Il capitolo è così strutturato.

- Il paragrafo 1 studia il vincolo di bilancio del governo – cioè la relazione che lega debito, disavanzo, spesa pubblica e imposte – e ne esamina le conseguenze.

- Il paragrafo 2 analizza quali fattori determinano l'evoluzione nel tempo – la dinamica – del rapporto debito/Pil e che cosa determina l'accumulazione del debito pubblico.

- Il paragrafo 3 introduce una «teoria politica» del debito che permette di spiegare alcuni episodi storici di rientro da un elevato debito pubblico.

- Il paragrafo 4 esamina i vincoli e le regole cui sottoporre la politica fiscale.

1. Il vincolo di bilancio del governo

Supponiamo che il governo, partendo da una situazione di **bilancio in pareggio**, riduca le imposte, generando in tal modo un disavanzo di bilancio. Che cosa accadrà al debito nel corso del tempo? Il governo dovrà aumentare le imposte in futuro? E in tal caso, di quanto: di più di quanto le aveva inizialmente ridotte?

Per rispondere a queste domande, partiamo dalla definizione di **disavanzo di bilancio**. Possiamo scrivere il disavanzo di bilancio nell'anno t come:

$$[21.1] \quad \text{disavanzo}_t = rB_{t-1} + G_t - T_t$$

Tutte le variabili sono in termini reali. B_{t-1} è il debito pubblico alla fine dell'anno $t-1$, cioè all'inizio dell'anno t ; r è il tasso di interesse reale, che qui consideriamo costante. Ne segue che rB_{t-1} rappresenta gli interessi reali corrisposti sui titoli pubblici in circolazione. G_t è la spesa pubblica in beni e servizi nell'anno t .

Procediamo in questo modo poiché ciò che è rilevante, almeno ai fini della nostra discussione, è la somma netta pagata dalle famiglie allo stato, ossia le imposte versate dalle famiglie meno ciò che esse ricevono dallo stato, a titolo di sussidi alla disoccupazione e pensioni

T_t sono le imposte al netto dei trasferimenti nell'anno t . Il disavanzo di bilancio è quindi uguale alla spesa in beni e servizi, più gli interessi, meno le imposte al netto dei trasferimenti.

L'equazione [21.1] ha due caratteristiche.

1. Innanzitutto misuriamo la **spesa per interessi** in termini reali – cioè consideriamo non la spesa *effettiva* per interessi (che si calcola moltiplicando il tasso di interesse nominale per il debito esistente), ma il prodotto del tasso di interesse *reale* per il debito esistente. Questo è il modo corretto di misurare la spesa in interessi. In Brasile, per esempio, all'inizio degli anni Novanta, quando il tasso di inflazione si attestava intorno al 50% annuo, la spesa per interessi nominali era molto elevata poiché elevato era il tasso di interesse nominale, pari al 50%. Tuttavia, il tasso di interesse reale (il tasso nominale meno l'inflazione attesa) era all'incirca pari a zero: il debito non rappresentava in realtà un problema per il governo. Tuttavia, le misure ufficiali del disavanzo si basano sulla spesa effettiva (nominale) per interessi e pertanto non sono corrette. In Brasile, per esempio, il disavanzo ufficiale risultava particolarmente alto mentre quello corretto per l'inflazione era inferiore. (Per capire in che modo calcolare il **disavanzo corretto per l'inflazione** a partire dalla misura ufficiale di disavanzo, si veda il box di approfondimento dal titolo «L'inflazione e il calcolo del disavanzo di bilancio»).

Ricordate che esiste una differenza (a volte importante) tra disavanzo ufficiale e disavanzo corretto per l'inflazione

2. Per restare coerenti alla nostra definizione di G come spesa pubblica in beni e servizi, continuiamo ad assumere che G non includa, oltre agli interessi, nemmeno i trasferimenti. I trasferimenti vengono sottratti da T_t , per cui T_t rappresenta le imposte al netto dei trasferimenti. Le misure ufficiali della spesa pubblica aggiungono i trasferimenti alla spesa in beni e servizi, e definiscono le entrate dello stato come imposte, e non come imposte nette. Si tratta di pure convenzioni contabili: che i trasferimenti siano sommati alla spesa o sottratti dalle imposte è rilevante ai fini della misurazione di G e T_t , ma non ai fini del calcolo del disavanzo.

Ricordiamo che nella nostra definizione di debito pubblico, questo include solo i titoli posseduti da investitori privati, non quelli acquistati dalla banca centrale

Lo stato può far fronte a un disavanzo di bilancio ricorrendo al **finanziamento** della banca centrale – cioè vendendo titoli pubblici alla banca centrale. In alternativa, può vendere i propri titoli direttamente agli investitori privati. Nel capitolo 22, ci concentreremo sul legame tra disavanzi, creazione di moneta (che si verifica quando la banca centrale acquista titoli dallo stato) e inflazione.

In questo capitolo invece supponiamo per semplicità che l'unico canale attraverso cui lo stato può finanziare il disavanzo sia la vendita di titoli del debito pubblico ad investitori privati.

In questo caso, il **vincolo di bilancio del governo** afferma semplicemente che la *variazione del debito pubblico nel corso dell'anno t* deve essere uguale al *disavanzo nell'anno t* :

$$B_t - B_{t-1} = \text{disavanzo}_t$$

Quindi, se il governo incorre in un disavanzo, il debito pubblico aumenta. Se invece il governo registra un avanzo, il debito pubblico diminuisce.

Usando la nostra definizione di disavanzo, possiamo scrivere il vincolo di bilancio del governo come:

$$[21.2] \quad B_t - B_{t-1} = rB_{t-1} + G_t - T_t$$

Infine, spostando B_{t-1} sul lato destro dell'equazione e riordinando i termini, otteniamo:

$$[21.3] \quad B_t = (1 + r)B_{t-1} + G_t - T_t$$

FOCUS

L'inflazione e il calcolo del disavanzo di bilancio

Le misure ufficiali del disavanzo di bilancio sono costruite (omettendo gli indici temporali) come la somma degli interessi nominali, iB , più la spesa pubblica in beni e servizi, G , meno le imposte al netto dei trasferimenti, T :

$$\text{misura ufficiale del disavanzo} = iB + G - T$$

Questa è una misura della variazione del *debito nominale*. Se è positiva, il governo sta spendendo più di quanto incassa, e deve pertanto emettere nuovo debito. Se è negativa, il governo rimborsa parte del debito esistente. Ma questa misura non va bene per misurare la variazione del *debito reale*, cioè la variazione di quanto il governo dovrà ripagare in termini di beni, anziché di moneta. Per capirne la ragione, supponiamo che la misura ufficiale del disavanzo sia uguale a zero: il governo non emette né rimborsa titoli del debito pubblico. Supponiamo che l'inflazione sia positiva e uguale al 10%. In questo caso, alla fine dell'anno, il valore reale del debito sarà diminuito del 10%. Quindi, se definiamo – come dovremmo – il disavanzo come la variazione del valore reale del debito, il governo di fatto registra un avanzo di bilancio uguale al 10% del valore iniziale del debito. In generale: se B è il debito e π l'inflazione, la misura ufficiale del disavanzo sovrastima la misura corretta di un ammontare pari a πB . La misura corretta del disavanzo infatti è uguale a:

$$iB + G - T - \pi B = (i - \pi)B + G - T = rB + G - T$$

$$\text{disavanzo nominale} - \pi B = \text{disavanzo reale}$$

dove $r = i - \pi$ è il tasso di interesse reale⁴. La misura corretta del disavanzo è quindi uguale agli interessi reali più la spesa pubblica meno le imposte al netto dei trasferimenti, cioè la misura che abbiamo usato nel testo. La differenza tra la misura ufficiale e quella corretta è uguale a πB . Questo significa che quanto maggiore è il tasso di inflazione (π) o il livello del debito (B), tanto più imprecisa sarà la misura ufficiale del disavanzo. Nei paesi in cui l'inflazione e il debito sono entrambi molto elevati, la misura ufficiale potrebbe indicare un disavanzo molto grande, anche in presenza di un debito reale decrescente. Per questo motivo dovremmo sempre tener conto dell'inflazione ogni qual volta deriviamo conclusioni sull'andamento della politica fiscale.

La figura 21.1 mostra la misura ufficiale e quella corretta per l'inflazione del disavanzo del Regno Unito a partire dal 1949. Entrambe le misure mostrano una significativa riduzione avvenuta dopo il 1976, un miglioramento alla fine degli anni Ottanta seguito da un netto peggioramento nella metà degli anni Novanta, un rilevante miglioramento intorno al 2000 ed un ulteriore peggioramento a partire dal 2006.

⁴ Si noti che qui r è il tasso di interesse nominale meno l'inflazione *effettiva*: dovrebbe quindi essere chiamato «tasso di interesse reale effettivo» per distinguerlo dal «tasso di interesse reale» che abbiamo definito nel capitolo 15 come il tasso di interesse nominale meno l'inflazione *attesa*.

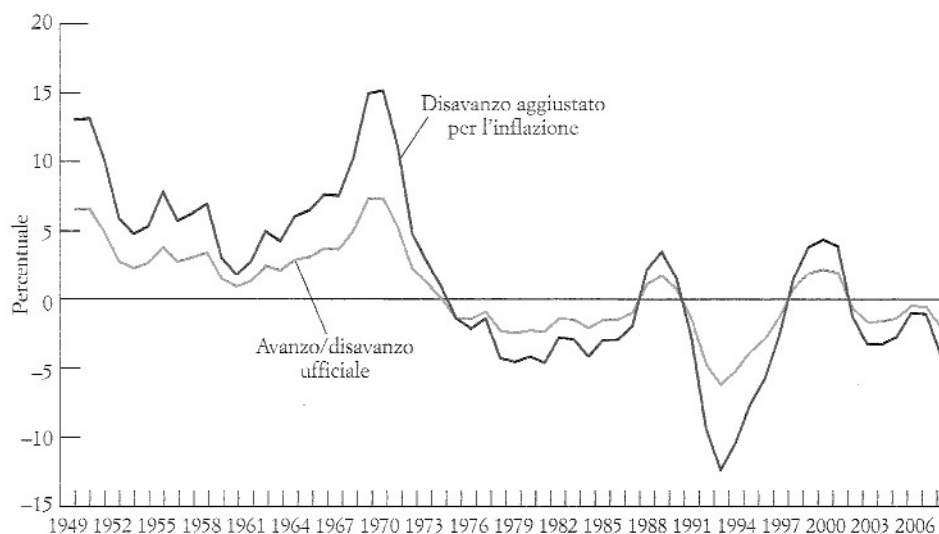


FIG. 21.1. Misura ufficiale ed aggiustata per l'inflazione del disavanzo di bilancio nel Regno Unito, 1949-2006.

Il debito alla fine dell'anno t è uguale a $(1 + r)$ per il debito alla fine dell'anno $t - 1$, più il **disavanzo primario**, che è uguale a $G_t - T_t$. Questa relazione ci sarà molto utile nei prossimi paragrafi.

1.1. Imposte presenti e future

Proviamo ora ad usare l'equazione [21.3] per fare un esperimento. Vogliamo studiare qual è l'effetto sull'evoluzione del debito e delle imposte future di una riduzione delle imposte nell'anno 0. Iniziamo da una situazione nella quale, fino all'anno 0, il bilancio è sempre stato in pareggio, per cui il debito è pari a zero. Nell'anno 0 il governo riduce le imposte di 1 miliardo di euro (per semplicità, in seguito scriveremo semplicemente di 1) per un anno. Quindi, il debito alla fine dell'anno 0, B_0 , è uguale a 1. Cosa succede in seguito? Consideriamo diversi casi.

Rimborso nell'anno 1. Supponiamo che il governo decida di rimborsare l'intero debito nell'anno 1. Dall'equazione [21.3], il vincolo di bilancio nell'anno 1 è dato da:

$$B_1 = (1 + r) B_0 + (G_1 - T_1)$$

Se il debito è rimborsato per intero nell'anno 1, allora, alla fine dell'anno 1, il debito sarà uguale a zero: $B_1 = 0$. Sostituendo B_0 con 1, e B_1 con 0, l'equazione precedente diventa:

$$T_1 - G_1 = (1 + r) 1 = 1 + r$$

Per rimborsare l'intero debito nell'anno 1, il governo deve pertanto produrre, nell'anno 1, un **avanzo primario** pari a $(1 + r)$ miliardi di euro. Questo può avvenire in due modi: attraverso una riduzione della spesa, oppure tramite un aumento delle imposte. Qui e in seguito assumiamo che l'aggiustamento avvenga attraverso le imposte, mentre il sentiero della spesa rimane invariato. Ne segue che la riduzione delle imposte di 1 nell'anno 0 deve essere compensata da un aumento delle imposte di $(1 + r)$ nell'anno 1. Il sentiero delle imposte e del debito corrispondente a questo caso è riportato nella figura 21.2a (assumendo $r = 10\%$). Le aree in colore rappresentano le deviazioni delle imposte dal loro livello iniziale, e le aree grigie rappresentano il livello del debito.

Rimborso significa che lo stato ricompra i titoli detenuti dagli investitori finanziari privati

Rimborso dopo t anni. Supponiamo ora che il governo decida di aspettare t anni prima di aumentare le imposte per rimborsare il debito. In questo caso, dall'anno 1 all'anno t il disavanzo primario sarà uguale a zero. Vediamo quali sono gli effetti sul livello di debito all'inizio dell'anno t (oppure alla fine dell'anno $t - 1$).

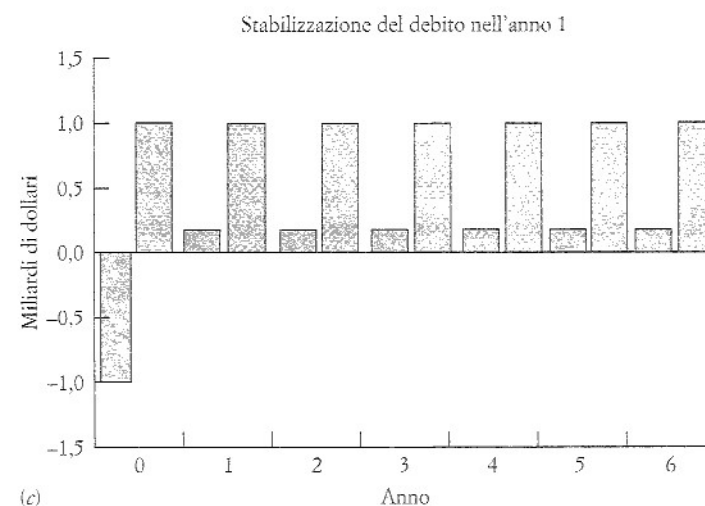
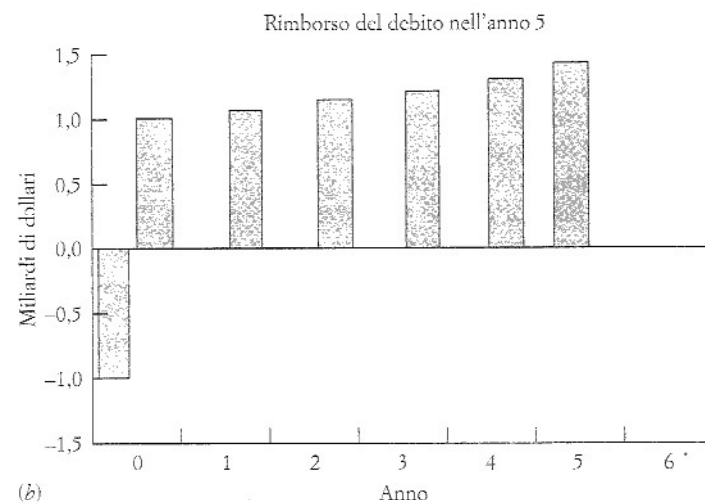
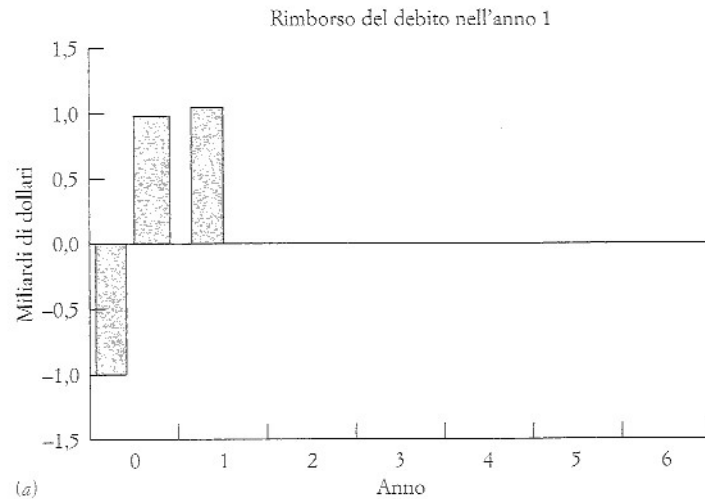
Nell'anno 1 il disavanzo primario è uguale a zero. Quindi, dall'equazione [21.3], il debito alla fine dell'anno 1 è uguale a:

$$B_1 = (1 + r)B_0 + 0 = 1 + r$$

dove l'uguaglianza finale deriva dalla nostra ipotesi di partenza secondo cui $B_0 = 1$. Nell'anno 2, con un disavanzo primario sempre uguale a zero, il debito alla fine dell'anno è dato da:

$$B_2 = (1 + r)B_1 + 0 = (1 + r)(1 + r) = (1 + r)^2$$

Risolvendo per il debito nell'anno 3 e negli anni successivi, è chiaro che finché il governo mantiene un disavanzo primario uguale a zero, il debito cresce a un tasso pari al tasso di interesse, e quindi il debito alla fine dell'anno $t - 1$ è dato da:



Imposte Debito

FIG. 21.2. Riduzione delle imposte, rimborso del debito e stabilizzazione del debito.

(a) Se il debito è interamente rimborsato nell'anno 1 la riduzione delle imposte di 1 nell'anno 0 deve essere compensata da un aumento delle imposte di $1 + r$ nell'anno 1.

(b) Se il debito è interamente rimborsato nell'anno t la riduzione delle imposte di 1 nell'anno 0 deve essere compensata da un aumento delle imposte di $(1 + r)^t$ nell'anno t .

(c) Se il debito è stabilizzato dall'anno 1 in poi, allora le imposte devono essere permanentemente più alte a partire dall'anno 1 in poi, di un ammontare pari a r .

$$[21.4] \quad B_{t-1} = (1 + r)^{t-1}$$

Nonostante le imposte siano state ridotte solo nell'anno 0, il debito aumenta continuamente dall'anno 0 in poi, a un tasso pari al tasso di interesse. La ragione è semplice: mentre il disavanzo primario è uguale a zero, il debito ora è positivo, e così pure gli interessi che maturano sul debito stesso. Ogni anno il governo deve emettere più debito per pagare gli interessi sul debito esistente.

Nell'anno t , l'anno in cui il governo decide di rimborsare il debito, il vincolo di bilancio è dato da:

$$B_t = (1 + r)B_{t-1} + (G_t - T_t)$$

Se il debito viene interamente rimborsato nell'anno t , B_t (il debito alla fine dell'anno t) sarà uguale a zero. Sostituendo B_t con zero, e B_{t-1} con la sua espressione dall'equazione [21.4], otteniamo:

$$0 = (1 + r)(1 + r)^{t-1} + (G_t - T_t)$$

Riordinando i termini e spostando $G_t - T_t$ sul lato sinistro, si ottiene:

$$T_t - G_t = (1 + r)^t$$

Per rimborsare il debito, il governo dovrà produrre un avanzo primario uguale a $(1 + r)^t$ miliardi di euro. Se l'aggiustamento avviene solo attraverso le imposte, la riduzione iniziale delle imposte di 1 nell'anno 0 comporta, dopo t anni e nel corso di un solo anno, un aumento delle imposte pari a $(1 + r)^t$. Il sentiero delle imposte e del debito corrispondenti a questo caso è riportato nella figura 21.2b.

Questo esempio consente di trarre una prima importante conclusione. Se la spesa pubblica resta invariata, una riduzione delle imposte oggi deve essere compensata da un aumento delle imposte future. Quanto più tempo il governo aspetta ad aumentare le imposte, o quanto maggiore è il tasso di interesse reale, tanto maggiore sarà l'aumento delle imposte future.

1.2. Debito e avanzi primari

Stabilizzazione significa che lo stato vuole mantenere costante l'ammontare di debito esistente

Finora abbiamo assunto che il governo rimborsi interamente il suo debito. Vediamo ora che cosa succede nel caso in cui il governo decida invece di stabilizzare il debito, cioè di mantenere B costante al livello raggiunto nell'anno 1.

Dall'equazione [21.3], il vincolo di bilancio nell'anno 1 è dato da:

$$B_1 = (1 + r)B_0 + (G_1 - T_1)$$

Stabilizzare il debito significa mantenere il debito uguale a un dato livello, nel nostro caso il livello dell'anno 0, per cui il debito alla fine dell'anno 1 dovrà essere uguale al debito alla fine dell'anno 0, $B_1 = B_0 = 1$. Sostituendo nell'equazione precedente, otteniamo:

$$1 = (1 + r) + (G_1 - T_1)$$

Riordinando i termini e spostando $G_1 - T_1$ sul lato sinistro, si ottiene:

$$T_1 - G_1 = (1 + r) - 1 = r$$

Per evitare un ulteriore aumento del debito nell'anno 1, il governo deve conseguire un avanzo primario pari agli interessi reali sul debito esistente (si ricordi che

il livello di debito si stabilizza a 1). Deve fare lo stesso anche negli anni successivi: ogni anno l'avanzo primario deve essere sufficiente a coprire gli interessi sul debito, in modo da lasciare invariato il livello esistente del debito. Il sentiero delle imposte e del debito è riportato nella figura 21.2c: il debito rimane uguale a 1 dall'anno 1 in poi. Le imposte sono più alte a partire dall'anno 1 in poi, di un ammontare pari a r . La logica di questo ragionamento si estende direttamente al caso in cui il governo decida di aspettare t anni prima di stabilizzare il debito. Dal momento in cui il governo decide di stabilizzare il debito, dovrà produrre avanzi primari sufficienti a pagare gli interessi sul debito fino ad allora accumulato. Ovviamente, quanto più a lungo lo stato attende prima di procedere alla stabilizzazione, maggiore è il livello del debito, più alto è l'ammontare di interessi corrisposti e maggiore è il livello di imposte necessario.

Questo esempio ci suggerisce una seconda conclusione. L'eredità dei disavanzi del passato consiste in un maggior debito corrente. Per stabilizzare il debito il governo deve registrare un avanzo primario uguale agli interessi sul debito esistente.

2. L'andamento del rapporto debito/Pil

Finora ci siamo occupati dell'andamento del livello del debito pubblico. Ma in un'economia in cui la produzione cresce nel tempo, ha più senso considerare il **rapporto tra debito pubblico e Pil**. Solo in questo modo possiamo dire se il debito pubblico è *troppo* elevato, dove «troppo» deve essere definito in relazione all'abilità del governo di ripagare il debito.

2.1. Il vincolo di bilancio del governo in termini del Pil

Per vedere come cambiano le nostre conclusioni precedenti, passiamo dall'equazione [21.3] a un'equazione che esprime l'andamento del rapporto debito/Pil. Per farlo dobbiamo fare qualche ulteriore passaggio. Dividiamo entrambi i lati dell'equazione [21.3] per la produzione reale, Y_t , ottenendo:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+r) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Riscrivendo, sul lato destro, B_{t-1}/Y_t come $(B_t/Y_{t-1})(Y_{t-1}/Y_t)$ (in altre parole, moltiplichiamo numeratore e denominatore per Y_{t-1}), la relazione diventa:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1+r) \left(\frac{Y_{t-1}}{Y_t} \right) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Adesso che tutti i termini sono espressi in rapporto al Pil del periodo t , possiamo fare qualche semplificazione. Indicando con g il tasso di crescita della produzione, Y_{t-1}/Y_t può essere scritto come $1/(1+g)$. Inoltre utilizzando l'approssimazione $(1+r)/(1+g) = 1+r-g$, possiamo riscrivere l'equazione precedente come:

$$[21.5] \quad \frac{B_t}{Y_t} = (1+r-g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Infine, spostando B_{t-1}/Y_{t-1} sul lato sinistro dell'equazione, otteniamo:

$$[21.6] \quad \frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Questa equazione ci dice che la variazione del rapporto debito/Pil è uguale alla somma di due termini.

- Il primo è la differenza fra il tasso di interesse reale e il tasso di crescita del Pil, moltiplicato per il rapporto debito/Pil esistente alla fine del periodo precedente (e quindi all'inizio del periodo corrente). Questo termine indica la spesa per interessi, in termini reali, *corretta* per la crescita della produzione. A seconda che il tasso di interesse reale sia maggiore o minore del tasso di crescita del Pil reale, questo termine è un fattore di aumento o di riduzione del debito. Pertanto r e g hanno effetti opposti sulla dinamica del rapporto debito/Pil.

- Il secondo termine è il rapporto tra il disavanzo primario e il Pil. Il saldo primario in rapporto al Pil ha quindi un effetto positivo o negativo sulla crescita del debito a seconda che si tratti di un disavanzo ($G_t - T_t > 0$) o di un avanzo ($G_t - T_t < 0$).

Confrontiamo adesso l'equazione [21.6], che descrive l'andamento del rapporto debito/Pil, con l'equazione [21.2], che descrive l'evoluzione del livello del debito. La differenza è data dalla presenza di $(r - g)$ nell'equazione [21.6] rispetto a r nell'equazione [21.2]. La ragione di questa differenza è semplice. Supponiamo che il disavanzo primario sia nullo. In questo caso il livello del debito aumenterà a un tasso uguale al tasso di interesse reale, r . Ma se il Pil cresce, il rapporto debito/Pil crescerà più lentamente; esso crescerà a un tasso pari al tasso di interesse reale meno il tasso di crescita della produzione, $r - g$. Se il tasso di crescita dell'economia è maggiore del tasso di interesse reale, cioè se $r - g$ è negativo, il rapporto debito/Pil non si limiterà a crescere più lentamente, ma si ridurrà da un anno all'altro.

2.2. Il rapporto debito/Pil nel lungo periodo

L'equazione [21.6] – o equivalentemente l'equazione [21.5] – ci permette di analizzare la variazione del rapporto debito/Pil da un periodo al successivo. Possiamo però spingere il nostro sguardo più lontano nel tempo e chiederci se il rapporto debito/Pil, date tutte le altre variabili, tenderà a stabilizzarsi oppure imboccherà un sentiero di crescita illimitata. Rispondere a questa domanda non è così semplice come può sembrare a prima vista perché significa *risolvere* un'equazione alle differenze:

$$y_t = \beta y_{t-1} + A$$

Risolvere algebricamente una semplice equazione differenziale non è complicato, ma per semplicità presenteremo una soluzione esclusivamente grafica

dove y_t è una qualunque variabile dinamica, β un parametro ed A una costante. Applichiamo ora questa semplice equazione al caso del rapporto debito/Pil:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Nel nostro esempio, la variabile y_t è il rapporto debito/Pil, il parametro β è $(1 - r - g)$ e la variabile esogena A è $(G_t - T_t)/Y_t$. Poiché vogliamo studiare l'evoluzione del rapporto debito/Pil, *date tutte le altre variabili*, assumiamo che il governo registri disavanzi (o avanzi) primari, in rapporto al Pil, costanti nel tempo,

cioè che $(G_t - T_t)/Y_t$ sia costante. Per semplicità, assumiamo anche che r e g siano costanti.

Per analizzare la dinamica del rapporto debito/Pil possiamo servirci di un grafico. Innanzitutto, nella figura 21.3 riportiamo l'equazione [21.5] rappresentando il rapporto debito/Pil al tempo t in funzione del suo valore nel periodo precedente. Questa equazione è una retta di inclinazione $(1 - r - g)$ e di intercetta $(G_t - T_t)/Y_t$ (ricordiamo che stiamo supponendo che il saldo primario di bilancio sia una frazione costante del Pil). Sulla stessa figura rappresentiamo inoltre la retta inclinata a 45° che ci servirà per proiettare i valori dell'asse delle ordinate sull'asse delle ascisse, man mano che il tempo passa. Abbiamo visto che la variazione del debito pubblico in rapporto al Pil dipende dal fatto che il governo realizzi avanzi o disavanzi primari e dal fatto che il tasso di interesse reale sia maggiore o minore del tasso di crescita dell'economia. Prima ancora di risolvere graficamente l'equazione [21.5], potete già intuire che vi sono due casi distinti che devono essere discussi separatamente.

- *Il caso standard* – nella maggior parte dei casi, il tasso di crescita del Pil è inferiore al tasso di interesse reale. Che cosa succede in questo caso al rapporto debito/Pil nel lungo periodo? Se il debito ereditato dal passato è positivo – ipotesi alquanto realistica – il governo ha bisogno di avanzi primari per stabilizzare il rapporto debito/Pil. L'intuizione economica è la seguente. Il tasso di interesse rappresenta il tasso al quale si accumula il debito pubblico per via degli interessi sul debito ereditato dal passato. Se il governo non paga questi interessi per mezzo di avanzi primari, ma emettendo nuovo debito, anziché attraverso avanzi primari, il debito pubblico continua a crescere a un tasso uguale al tasso di interesse. Il Pil reale, invece, cresce al tasso g – minore di r – per cui il rapporto fra debito e Pil aumenta nel tempo. Questo è vero se il governo mantiene un bilancio primario in pareggio e, a maggior ragione, se registra disavanzi primari. *Riassumendo, se il tasso di crescita è minore del tasso di interesse, in presenza di un debito (positivo) ereditato dal passato e di disavanzi primari, il rapporto debito/Pil cresce allontanandosi gradualmente dal valore di equilibrio.* Possiamo ora chiederci quali opzioni ha un governo che vuole arrestare questa crescita esponenziale del rapporto debito/Pil. La risposta è semplice: deve provvedere al servizio del debito con avanzi primari adeguati.

- *Il caso più esotico* – benché meno di frequente, può accadere che il tasso di crescita del Pil sia maggiore del tasso di interesse reale. Che cosa succede al rapporto debito/Pil nel lungo periodo? Il debito in rapporto al Pil converge nel tempo al suo valore di stato stazionario, che indichiamo con \bar{b} . L'intuizione economica è la seguente: il tasso di interesse determina la velocità a cui cresce il debito per il solo onere degli interessi, se questi vengono finanziati emettendo nuovo debito. Il tasso di crescita della produzione determina invece la velocità a cui cresce il Pil. Per cui, se il bilancio primario è in pareggio, e il tasso di crescita eccede il tasso di interesse, il rapporto debito/Pil converge a zero. Se invece il governo registra disavanzi primari continui e costanti, il rapporto debito/Pil continua a convergere, ma ad un valore del debito tale per cui la riduzione del rapporto debito/Pil, dovuta al fatto che il tasso di crescita è maggiore del tasso di interesse, compensa esattamente l'aumento del rapporto dovuto al finanziamento dei disavanzi.

Riassumendo, se il tasso di crescita della produzione è maggiore del tasso di interesse, qualunque sia il valore del debito ereditato dal passato e pur in presenza di disavanzi primari, il rapporto debito/Pil converge sempre al suo valore di stato stazionario. In questo caso, quindi, il governo non deve necessariamente provvedere al servizio del debito con avanzi primari: se g eccede r , disavanzi primari continui e

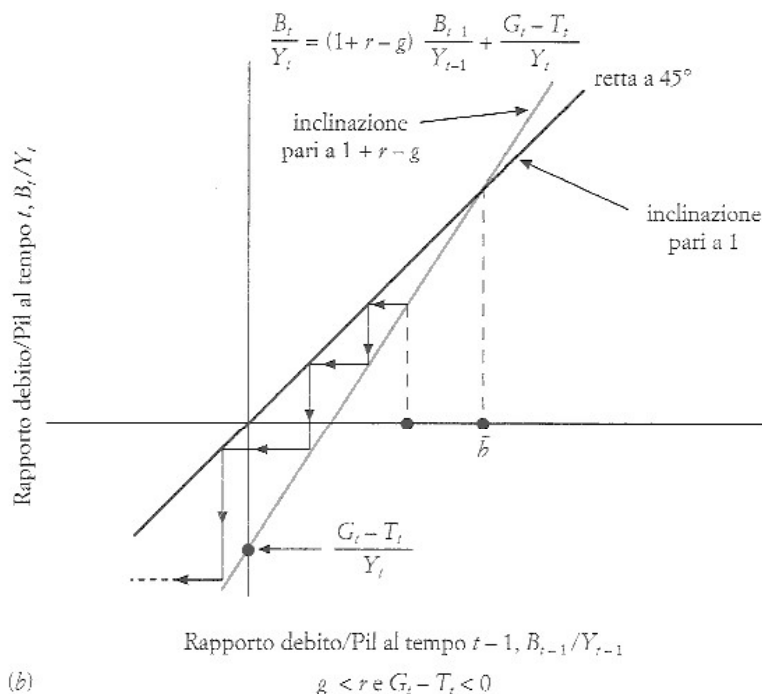
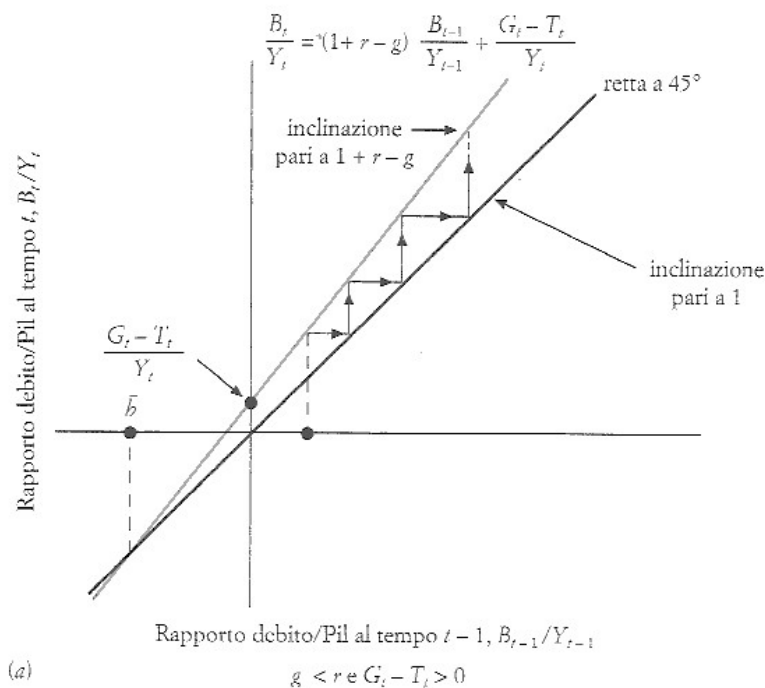
FIG. 21.3. L'andamento del rapporto debito/Pil nel lungo periodo: un'analisi grafica.

(a) Se $g < r$, in presenza di un debito (positivo) ereditato dal passato e di disavanzi primari ($G_t - T_t > 0$), il rapporto debito/Pil cresce allontanandosi gradualmente dall'equilibrio.

(b) Se il governo genera avanzi di bilancio ($G_t - T_t < 0$) «adeguati», anche se $g < r$ e il debito iniziale è positivo, il rapporto debito/Pil si riduce nel tempo.

(c) Se $g > r$ il rapporto debito/Pil converge al valore di equilibrio pur in presenza di disavanzi primari ($G_t - T_t > 0$).

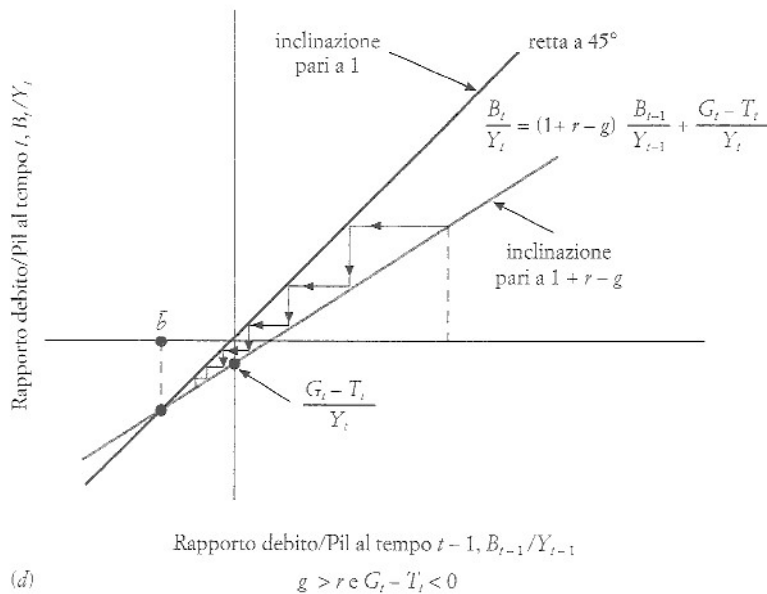
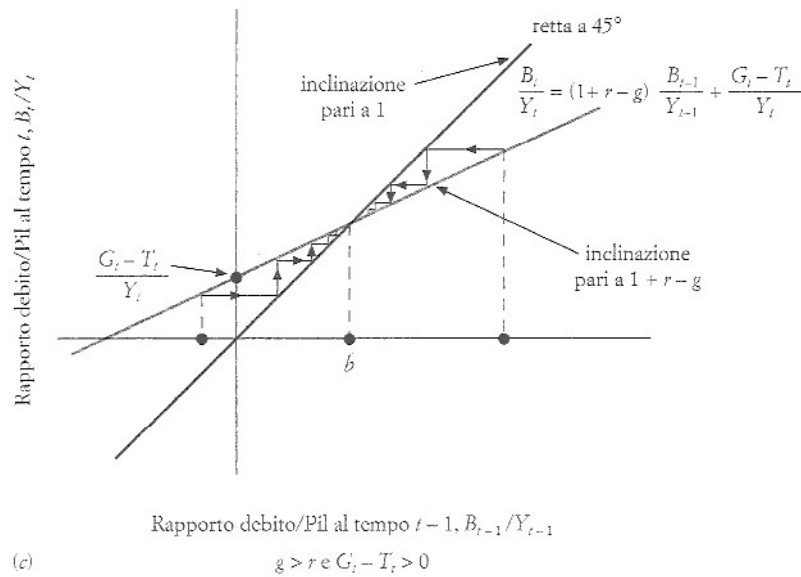
(d) Se $g > r$ e il governo genera avanzi di bilancio ($G_t - T_t < 0$), il rapporto debito/Pil converge sempre al valore di equilibrio.



costanti sono compatibili con un rapporto debito/Pil costante. Poiché in equilibrio di stato stazionario tutte le variabili sono costanti, per trovare (B/Y) basta porre, nell'equazione [21.5], $(B_t/Y_t) = (B_{t-1}/Y_{t-1}) = \bar{b}$, per ottenere:

$$\bar{b} = \frac{(G_t - T_t)/Y_t}{g - r}$$

che è un valore positivo: in equilibrio il governo è quindi debitore.



2.3. L'andamento del rapporto debito/Pil in alcuni paesi europei

L'analisi svolta finora fornisce un'utile guida per analizzare l'andamento del rapporto debito/Pil di alcuni paesi europei. Gli anni Sessanta sono stati un decennio di forte crescita in tutti i paesi avanzati, talmente forte che il tasso medio di crescita ha superato il tasso di interesse reale quasi dappertutto. $r - g$ era negativo, e la maggior parte di questi paesi è riuscita a ridurre il rapporto debito/Pil senza dover generare ampi avanzi primari.

Gli anni Settanta sono stati un periodo di crescita più bassa, ma anche di tassi di interesse reali molto bassi (talvolta negativi). Quindi, $r - g$ in media è stato ancora negativo, e questo ha consentito un'ulteriore riduzione del rapporto debito/Pil.

Nei primi anni Ottanta (dopo la nomina di Paul Volcker come presidente della Fed e il conseguente cambiamento della politica monetaria) la situazione è cambiata drasticamente. I tassi di interesse reali sono aumentati e i tassi di crescita si sono ridotti. Per evitare un aumento del rapporto debito/Pil, questi paesi avrebbero dovuto generare ampi avanzi primari. Ma ciò non è successo e, come mostra la tabella 21.1, il risultato è stato un forte aumento del rapporto debito/Pil.

La tabella 21.1 mostra il drammatico effetto sul debito e sui disavanzi dell'utilizzo della politica fiscale durante la crisi del 2007-2010. Il saldo primario è

TAB. 21.1. *Avanzo primario, spesa per interessi e debito lordo in alcuni paesi avanzati, dal 1992*

	Avanzo primario					
	1992-2001	2002-2006	2007	2008	2009	2010
Germania	1,00	-0,4	2,6	2,6	-1,0	-2,9
Irlanda	4,50	2,4	1,1	-6,1	-9,8	-12,5
Spagna	0,50	2,5	3,8	-2,3	-6,9	-7,5
Francia	-0,25	-0,5	0,0	-0,6	-3,8	-4,0
Italia	4,05	1,4	3,5	2,4	0,2	0,1
Olanda	3,25	1,1	2,6	3,2	-0,8	-3,4
Area dell'euro	1,60	0,7	2,3	1,1	-2,3	-3,3
Danimarca	4,50	4,8	6,1	5,0	0,1	-2,3
Svezia	1,55	2,6	5,6	4,2	-1,2	-2,5
Regno Unito	0,30	-1,0	-0,5	-3,1	-9,4	-10,8
Usa	2,40	-0,9	0,2	-3,0	-9,5	-11,6
Giappone	-1,40	-3,5	0,0	-0,3	-3,6	-5,2

	Spesa per interessi					
	1992-2001	2002-2006	2007	2008	2009	2010
Germania	3,25	2,9	2,8	2,8	2,9	3,9
Irlanda	4,15	1,2	1,0	1,1	2,3	3,2
Spagna	4,25	2,1	1,6	1,6	1,6	1,9
Francia	3,25	2,7	2,7	2,8	2,8	3,1
Italia	9,30	4,9	5,0	5,1	4,7	4,8
Olanda	4,90	2,5	2,2	2,2	2,6	2,7
Area dell'euro	4,95	3,1	2,9	3,0	3,0	3,0
Danimarca	5,25	2,3	1,5	1,4	1,7	1,6
Svezia	4,75	2,0	1,8	1,7	1,5	-
Regno Unito	3,05	2,0	2,2	2,3	2,2	3,0
Usa	4,25	2,7	2,9	2,9	2,6	2,6
Giappone	3,50	2,6	2,5	2,5	3,0	3,5

	Debito lordo					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Germania	65,6	67,8	67,6	65,1	65,9	73,4
Irlanda	29,4	27,5	24,9	25,0	43,2	61,2
Spagna	46,2	43,0	39,6	36,2	39,5	50,8
Francia	64,9	66,4	63,7	63,8	68,0	79,7
Italia	103,8	105,8	106,5	103,5	105,8	113,0
Olanda	52,4	51,8	47,4	45,6	58,2	57,0
Area dell'euro	69,5	70,0	68,3	66,0	69,3	77,7
Danimarca	44,5	37,1	31,3	26,8	33,3	32,5
Svezia	51,2	51,0	45,9	40,5	38,0	44,0
Regno Unito	40,6	42,3	43,4	44,2	52,0	68,4
Usa	62,2	62,5	61,9	63,1	70,5	87,0
Giappone	178,1	191,6	191,3	187,7	196,3	217,2

passato da positivo a negativo in molti paesi europei, tra il 2008 e il 2009 (nel Regno Unito era già negativo nel 2002). Il disavanzo (come percentuale del Pil) è aumentato dell'11,6% negli Stati Uniti e dell'11% nel Regno Unito. Il più significativo peggioramento del saldo primario si è registrato in Irlanda, un paese con un (modesto) avanzo nel 2007 e che, nei tre anni successivi, ha registrato un aumento del disavanzo primario pari al 12,5% del Pil. Di conseguenza, gran parte dei paesi europei ha sperimentato un drammatico incremento nel rapporto debito/Pil. A partire dal periodo 2007-2010, il rapporto debito/Pil è aumentato di diversi punti percentuali, con una media del 18% nell'area dell'euro. Tra i paesi dell'UE27 non appartenenti all'area dell'euro, le esperienze sono piuttosto varie. Il rapporto debito/Pil è aumentato del 55% nel Regno Unito fino all'82% del Pil ma in misura molto più contenuta nei paesi meno colpiti dalla crisi economica e finanziaria come la Danimarca e la Svezia.

2.4. I pericoli di un debito pubblico molto elevato

Abbiamo visto che maggiore è il livello del debito pubblico, maggiore è l'avanzo primario necessario per «sostenere» quel debito, cioè per evitare che esso continui a crescere. Ma ampi avanzi primari richiedono imposte elevate, le quali introducono distorsioni nell'economia (ricordate che finora abbiamo assunto G costante). La recente esperienza dei paesi europei con un rapporto debito/Pil superiore al 100% evidenzia un ulteriore costo: un circolo vizioso che può rendere difficile la condotta della politica monetaria (con il solo obiettivo di tenere sotto controllo l'inflazione).

Per capirne le ragioni, torniamo all'equazione [21.5], che descrive l'andamento del rapporto debito/Pil:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Consideriamo un paese con un elevato rapporto debito/Pil, diciamo del 100%. Supponiamo che il tasso di interesse reale sia uguale al 3%, e che il tasso di crescita sia del 2%. Il primo termine sul lato destro dell'equazione quindi è pari a $(3\% - 2\%) \times 100\% = 1\%$ del Pil. Supponiamo inoltre che il governo generi un avanzo primario dell'1%, livello appena sufficiente a mantenere costante il rapporto debito/Pil – in questo caso, il lato destro dell'equazione è uguale a $1\% + (-1\%) = 0\%$.

Supponiamo ora che, per una qualche ragione, ad esempio in seguito a uno scandalo politico che aumenta la percezione di «rischiosità del paese», gli investitori inizino a richiedere rendimenti più elevati per detenere attività finanziarie denominate nella moneta di questo paese. Supponiamo, inoltre, che la banca centrale voglia difendere il cambio (come si è visto nel cap. 19), e per fare questo aumenti il tasso di interesse dal 3 al 6%. Infine, supponiamo che il maggior tasso di interesse innesci una recessione: il tasso di crescita cade allo 0%.

Valutiamo ora il quadro fiscale: $r - g$ è uguale a $6\% - 0\% = 6\%$. Con un aumento di $r - g$ dall'1 al 6%, per mantenere costante il rapporto debito/Pil, il governo dovrebbe aumentare il suo avanzo primario di cinque punti, dall'1 al 6%. È a questo punto che il paese può entrare in un circolo vizioso. Per aumentare l'avanzo primario, il governo aumenta le imposte ma questi sono provvedimenti impopolari, che generano ancor più incertezza politica e fanno ulteriormente crescere il premio al rischio, e quindi i tassi di interesse. La stretta fiscale indotta dal primo aumento dei tassi di interesse genera quindi una recessione ancor più profonda,

riducendo ulteriormente il tasso di crescita. L'aumento del tasso di interesse e la riduzione del tasso di crescita fanno aumentare ulteriormente $r - g$, rendendo ancor più difficile la stabilizzazione del rapporto debito/Pil.

Nel capitolo 22 vedremo cosa può accadere se il governo decidesse di finanziare il disavanzo creando nuova moneta

Alternativamente, supponiamo che il governo non sia in grado o non sia disposto ad aumentare l'avanzo di bilancio del 5% del Pil. Il debito aumenta, e con esso la preoccupazione dei mercati finanziari (se le difficoltà continuassero e il governo non fosse in grado di modificare l'avanzo primario, il rapporto debito/Pil crescerebbe illimitatamente) che chiedono un tasso di interesse sempre maggiore. La soluzione più semplice per uscire dal circolo vizioso è ricorrere al finanziamento monetario del disavanzo (cap. 22). Ma non appena gli investitori se ne rendono conto, le prospettive di un aumento dell'inflazione fanno crescere i tassi di interesse, e così via. Queste non sono semplici speculazioni intellettuali. In Italia, sin dai primi anni Novanta, gli scandali di Tangentopoli e le frequenti crisi politiche hanno innescato attacchi speculativi alla lira, rendendo necessari aumenti dei tassi di interesse che hanno ostacolato la stabilizzazione del bilancio dello stato. Finora, le crisi sono state meno drammatiche di quelle che abbiamo descritto, ma non possiamo escludere che momenti politicamente difficili ritornino.

È quindi indubbio che i paesi ad alto debito dovrebbero ridurre al più presto il loro rapporto debito/Pil. In che modo e a quale ritmo dovrebbe avvenire il rientro? La risposta è: attraverso molti anni, forse anche molti decenni, di avanzi primari. Qui il riferimento storico è costituito dall'Inghilterra nel diciannovesimo secolo. Alla fine delle guerre contro Napoleone, ai primi dell'Ottocento, l'Inghilterra aveva accumulato un rapporto debito/Pil superiore al 200%. Per ridurre quel rapporto ci volle quasi un secolo: solo nel 1900 il rapporto scese al 30%.

La prospettiva di molti decenni di austerità fiscale non è certo incoraggiante. Per questo, quando il livello del debito è molto elevato, l'idea di ripudiarlo può divenire attraente. Il ragionamento è molto semplice. Ripudiare il debito – cioè cancellarlo, in tutto o in parte – è una buona soluzione per l'economia. Il **ripudio del debito** consente un immediato calo delle imposte, e quindi delle distorsioni ad esse connesse. Esso riduce inoltre il rischio di potenziali circoli viziosi. Ma il ripudio presenta il problema dell'incoerenza temporale, che sarà approfondito nel capitolo 23: se il governo rinnega la sua promessa di rimborsare il debito, difficilmente in futuro potrà ricorrere al prestito presso il pubblico: i mercati finanziari hanno la memoria lunga e per molto tempo saranno riluttanti a sottoscrivere nuovi titoli. In altre parole, quello che sembra meglio oggi potrebbe non esserlo nel lungo periodo. Il ripudio del debito deve essere considerato l'ultima risorsa, e probabilmente non è una buona soluzione nemmeno in situazioni di debito elevatissimo, anche superiore al livello del debito italiano oggi. Inoltre, se le famiglie considerano il debito ricchezza netta, il ripudio potrebbe provocare una caduta dei consumi oggi. Questa è la ragione per cui i governi, se possono scegliere, preferiscono non rimborsare i titoli di debito emessi all'estero e detenuti da investitori non residenti il che, ovviamente, genera altre conseguenze in termini di reputazione internazionale del paese.

3. Il rientro da un debito pubblico elevato

Alla fine del paragrafo precedente abbiamo visto che se lo stock di debito pubblico in rapporto al Pil raggiunge un livello troppo elevato la situazione può degenerare e sfociare in una **crisi finanziaria**, per esempio, per il governo potrebbe essere impossibile emettere nuovo debito se non a tassi di interesse enormemente

alti. Possiamo quindi chiederci perché, quando vi è questo pericolo, i responsabili della politica economica di un paese non imbocchino immediatamente la via del risanamento. Una delle ragioni per cui le manovre di correzione sono a volte inadeguate, o realizzate in ritardo, è che le crisi sono per lo più eventi imprevedibili, e i governi tendono ad essere miopi: finché la crisi non scoppia non ammettono che possa scoppiare. Spesso quindi i governi non percepiscono il rischio di una crisi e l'urgenza di un risanamento.

Una seconda ragione è che le stabilizzazioni fiscali sono spesso il risultato di una lotta politica tra diversi gruppi di interesse, e tra i loro rappresentanti politici. Ciascun gruppo economico (giovani e anziani, imprenditori e lavoratori e così via) infatti, è colpito solo da alcuni dei provvedimenti che possono essere introdotti per ridurre un elevato debito pubblico. I diversi gruppi che compongono una società esercitano quindi pressioni economiche (per difendere i propri interessi economici). Per evitare di perdere il consenso politico, e di sollevare conflitti sociali, il governo tende quindi a ritardare la correzione fiscale, lasciando che il debito si accumuli fino al punto in cui si innesca una crisi finanziaria.

3.1. Come ridurre un elevato debito pubblico?

Quali opzioni ha un governo che voglia stabilizzare o ridurre un livello del rapporto debito pubblico/Pil elevato e crescente? Vi sono solo tre modi per raggiungere questo obiettivo:

- *generare avanzi primari* sufficientemente ampi; per farlo il governo può tagliare le spese e i trasferimenti, oppure aumentare le imposte;
- *ricorrere al finanziamento monetario* della banca centrale;
- *ripudiare il debito pubblico*, interamente o anche solo parzialmente; questo significa che il governo cancella, almeno in parte, il debito in essere, oppure che introduce imposte sui titoli pubblici che non erano previste quando gli investitori avevano acquistato i titoli.

Generare avanzi primari di bilancio è la strada più virtuosa per ridurre un elevato debito pubblico. Tuttavia, è anche la più ardua. Tagliare le spese è politicamente costoso, e a volte non è socialmente proponibile; imporre nuove e maggiori imposte è una scelta impopolare ed esiste un limite massimo al carico tributario, oltre il quale il costo (soprattutto politico) dell'esazione di maggiori imposte diventa troppo alto. In questo caso un programma fiscale coerente con il vincolo di bilancio diventa inattuabile.

Il governo può allora convincere la banca centrale a stampare moneta e finanziare il disavanzo tramite il signoraggio. Dato il livello iniziale del debito e dato il sentiero della spesa pubblica, il finanziamento monetario riduce il prelievo tributario necessario per ridurre il debito. Tuttavia, il ricorso all'emissione di moneta non è una fonte di finanziamento priva di costi poiché, come vedremo nel capitolo 22, anche l'inflazione è una forma, seppur peculiare, di imposizione fiscale. Un aumento dell'offerta di moneta, infatti, genera inflazione e riduce il valore reale del debito nominale in essere e dei saldi monetari detenuti dai cittadini. L'inflazione agisce quindi proprio come un'imposta – l'imposta da inflazione: il reddito disponibile delle famiglie si riduce perché esse sono costrette a spendere una parte del loro reddito semplicemente per mantenere costante il valore reale dello stock di moneta o di debito pubblico che desiderano detenere.

È possibile ridurre il valore reale del debito in diversi modi: direttamente (emettendo moneta) o indirettamente (attraverso una riduzione del valore reale del debito, se la durata è abbastanza lunga)

Infine, il governo può decidere di adottare una soluzione più traumatica, ripudiando interamente o in parte il debito pubblico. Anche se il ripudio è per certi versi una buona soluzione – perché riduce le distorsioni prodotte da aliquote di imposta elevate – l'esito è la rottura del rapporto di fiducia tra il governo e i cittadini, i quali potrebbero non essere più disposti a sottoscrivere ulteriore debito pubblico. A quel punto il governo perde la possibilità di utilizzare i disavanzi per distribuire nel tempo l'onere di una spesa improvvisa e particolarmente elevata.

3.2. Verso una teoria «politica» del debito pubblico

A prima vista, i tre modi di finanziare il disavanzo di bilancio e ridurre l'accumulazione di debito pubblico discussi sopra possono sembrare molto differenti tra loro. In realtà, si tratta di forme diverse di tassazione che si distinguono perché gravano su gruppi economici distinti. Il ripudio, ad esempio, può essere assimilato a un'imposta sulla ricchezza che colpisce coloro che detengono titoli di stato. La tassa da inflazione colpisce invece coloro che detengono attività nominali non protette dall'inflazione (moneta e titoli del debito pubblico nominali) erodendone il valore reale.

Diventa quindi importante tenere conto del fatto che il debito pubblico e le manovre di politica economica necessarie per ridurlo hanno effetti rilevanti sulla distribuzione del reddito. Questa idea è stata sviluppata all'interno di una letteratura economica recente la quale, al confine tra l'economia e la scienza politica, ha proposto una **teoria «politica» del debito**. In particolare, alcuni economisti sostengono che la scelta di chi debba «pagare» per la riduzione di un debito pubblico troppo elevato è essenzialmente un problema di redistribuzione del reddito tra gruppi economici. Quando i diversi gruppi economici sono rappresentati politicamente è inoltre possibile stabilire una relazione tra grado di stabilità politica, **conflitto distributivo** ed evoluzione dei disavanzi e del debito. Prima di mostrare come queste idee aiutino a comprendere le diverse soluzioni adottate in alcuni episodi storici di elevato debito pubblico, dobbiamo fare alcuni passi.

Innanzitutto distinguiamo tra situazione politica stabile e instabile. Una situazione politica è stabile se una parte politica ha una solida maggioranza e il controllo delle decisioni di politica economica. Una situazione politica è invece instabile se ogni gruppo ha sufficiente potere per bloccare una misura che lo danneggia, ma non abbastanza per imporne altre. In questo caso una manovra di aggiustamento potrebbe non essere politicamente realizzabile. Le dispute su quali voci della spesa tagliare, o quali imposte aumentare, impediscono al governo di decidere, minando la sua capacità di ridurre il disavanzo. Alla fine al governo può non rimanere altra possibilità che monetizzare il debito, o ripudiarlo. Come vedremo, questa ipotesi sembra adatta per descrivere ciò che successe in Germania e in Francia nella prima metà degli anni Venti.

Se invece la situazione politica è stabile, una parte politica ha abbastanza potere per avviare l'azione di risanamento: essa è infatti in grado di imporre ad altri l'onere dell'aggiustamento. Questo fu il caso della Francia nella seconda metà degli anni Venti, e della Gran Bretagna nell'intero periodo postbellico. Il caso degli Stati Uniti dopo la seconda guerra mondiale costituisce un esempio di una riduzione del debito pubblico che non ha dato luogo a forti contrapposizioni tra diversi gruppi sociali. Ma questo è stato possibile solo perché gli elevati tassi di crescita del reddito registrati in quegli anni contribuirono alla riduzione del rapporto debito/Pil, attenuando il costo dell'aggiustamento.

Supponiamo che la società possa essere suddivisa in tre gruppi:

- i *rentiers* (dal francese *rente* che significa rendita) detengono ricchezza nella forma di titoli di stato – gli interessi che ricevono sui titoli del debito pubblico possono essere assimilabili ad una rendita;
- gli imprenditori detengono ricchezza nella forma di capitale fisico che produce profitti;
- i lavoratori possiedono ricchezza umana, che produce i loro salari.

Ciascuno di questi **gruppi di interesse** cercherà di evitare l'onere della manovra di risanamento. I *rentiers* si oppongono al ripudio esplicito del debito e alla tassa da inflazione che, riducendo il valore reale del debito, costituisce un ripudio implicito. Se la maturità del debito è in media breve, e i detentori di titoli pubblici sono quindi protetti dall'inflazione attraverso l'adeguamento dei tassi di interesse a breve, i *rentiers* preferiscono la tassa da inflazione al ripudio. I *rentiers* guardano anche con favore a varie forme di aumento delle imposte, sia dirette, sia indirette. Gli imprenditori si oppongono alle imposte sul capitale, mentre favoriscono il ripudio del debito, il finanziamento monetario e le imposte sui beni di consumo e sul reddito. I lavoratori prediligono le imposte sulla ricchezza e sul capitale, e il ripudio del debito, mentre si oppongono alle imposte indirette, soprattutto sui beni di consumo di prima necessità. Essi sono danneggiati dall'inflazione, se i salari non sono indicizzati, ma guadagnano se l'attività economica e l'occupazione aumentano a seguito della maggiore offerta di moneta.

3.3. Quattro episodi di riduzione di un elevato debito pubblico

L'esperienza storica ci fornisce esempi illuminanti di come alcuni paesi siano usciti da situazioni di elevato debito pubblico imboccando soluzioni molto diverse. In particolare descriveremo l'esperienza della Germania, della Francia e della Gran Bretagna alla fine della prima guerra mondiale e il caso degli Stati Uniti alla fine della seconda.

La Germania nel primo dopoguerra. La Germania finanziò le spese militari della prima guerra mondiale soprattutto indebitandosi. Durante il periodo bellico, infatti, le entrate coprivano una frazione trascurabile delle spese, e il conseguente disavanzo di bilancio venne finanziato dal governo emettendo debito, specialmente debito a breve termine. Ma come pensava la Germania di rimborsare questo debito? Come tutti i paesi che presero parte al conflitto, essa sperava di vincere la guerra e di addossare ai paesi sconfitti l'onere del debito. Ma la Germania perse la guerra e si ritrovò, alla fine del conflitto, con uno stock di debito molto elevato.

Al termine della guerra la situazione politica tedesca era particolarmente instabile. Con la sconfitta militare il vecchio regime nazionalista, retto da aristocratici e militari, crollò. Cominciò a guadagnare ampi consensi il partito comunista, ma la rivoluzione comunista fu allontanata dalla nascita di un nuovo regime democratico, la Repubblica di Weimar. La situazione politica rimaneva però alquanto instabile. Il regime democratico era infatti minacciato da un lato dalle agitazioni operaie legate al movimento comunista e, all'estremo opposto, dalle forze del vecchio regime e dai nuovi movimenti nazionalisti di estrema destra.

Nella prima metà degli anni Venti il problema del debito fu aggravato dagli elevati disavanzi di bilancio accumulati dal governo di Weimar. Alcuni storici sostengono che questi disavanzi furono dovuti principalmente alle riparazioni stabilite dal Trattato di Versailles. In realtà, le riparazioni non erano la sola causa

del problema fiscale in Germania: esse infatti spiegano non più di un terzo dei disavanzi di quegli anni. La ragione principale dei disavanzi tedeschi degli anni 1920-1923 fu proprio un'*impasse* fiscale di natura politica. Riforme fiscali troppo drastiche avrebbero dato il colpo di grazia ad una situazione politica già debole in partenza, rendendo così estremamente difficile per il governo raccogliere imposte esplicite. Per esempio, la proposta dei socialisti di introdurre un'imposta straordinaria sul capitale e sui profitti delle imprese incontrò una violenta opposizione da parte dei nazionalisti e degli esponenti della classe imprenditoriale. Allo stesso modo, la proposta degli imprenditori di elevare le imposte sul reddito fu respinta dai socialisti, così che nessuna misura rilevante fu introdotta fino al 1922. La necessità di trovare un compromesso tra il nuovo e il vecchio regime aveva minato la capacità e la volontà del governo di aumentare le imposte. L'*impasse* politica e fiscale di quegli anni lasciò, come unica soluzione, la monetizzazione, fino a sfociare nell'iperinflazione (come vedremo nel prossimo capitolo).

Uno degli effetti più evidenti del processo di iperinflazione tedesco fu proprio la totale cancellazione del debito in essere alla fine della guerra. Nell'autunno del 1922 il debito pubblico non superava il 5% del suo valore reale nel 1919. Questa drammatica riduzione della ricchezza colpì in particolar modo la classe media, che deteneva la quota maggiore di debito pubblico. Il crollo della ricchezza della classe media rese meno equa la distribuzione del reddito, e questo probabilmente contribuì al collasso delle istituzioni democratiche che seguì.

La Francia nel primo dopoguerra. Nel decennio che seguì la fine della prima guerra mondiale, la questione di chi dovesse pagare il costo del debito emesso per finanziare il conflitto monopolizzò il dibattito politico anche in Francia. Il debito pubblico rappresentava un problema particolarmente gravoso sia per le sue dimensioni – rappresentava circa il 150% del Pil – sia per la sua composizione – il debito a breve termine costituiva il 32% del totale. Tra il 1919 e il 1926, anche in Francia la situazione politica fu molto instabile: in pochi anni si alternarono, uno dopo l'altro, governi conservatori e governi di sinistra. Ma nella seconda metà del decennio l'instabilità politica si attenuò: nel 1926 la destra vinse definitivamente la lotta politica con la sinistra e fu in grado di costituire un governo conservatore guidato da Raymond Poincaré.

All'inizio degli anni Venti sembrava esserci una facile soluzione al problema del debito pubblico francese: le riparazioni di guerra dalla Germania. Solo alla fine del 1922, e dopo l'occupazione della Ruhr, i francesi cominciarono a capire che i contribuenti tedeschi non sarebbero stati in grado di pagare l'onere del debito francese. Cominciò allora un interminabile dibattito che vedeva contrapporsi la sinistra e i socialisti da un lato, i conservatori dall'altro. La sinistra denunciava l'iniquità della struttura fiscale; sosteneva che, sebbene le imposte sul reddito fossero molto progressive, solo il 20% del gettito fiscale veniva raccolto tramite imposte sul reddito. La forte incidenza delle imposte indirette faceva sì che la struttura fiscale francese colpisse prevalentemente le classi meno agiate. La sinistra proponeva quindi un'imposta straordinaria e progressiva sul capitale. All'estremo opposto, i conservatori si opponevano alla progressività delle imposte sul reddito, chiedendo di affidarsi in misura ancora maggiore alle imposte indirette. Il conflitto distributivo rese la situazione politica sempre più volatile, il franco fu colpito da movimenti speculativi e l'inflazione salì. Infatti, la paura di una tassa sul capitale spinse il pubblico riluttante ad acquistare titoli di stato. Di conseguenza, il governo ha dovuto rimborsare i titoli giunti a scadenza attraverso il finanziamento monetario. Nel 1926 la Francia era probabilmente sull'orlo di un'iperinflazione.

A questo punto Poincaré assunse la guida di un nuovo governo conservatore e annunciò un drastico programma di stabilizzazione. L'elemento che rese questo programma diverso dai precedenti tentativi di aggiustamento fiscale fu semplicemente la maggiore stabilità politica. Il programma era credibile perché gli avversari politici erano stati sconfitti. L'inflazione terminò infatti repentinamente, ancor prima che il governo potesse effettivamente avviare le misure di correzione fiscale.

Solo quando Poincaré presentò un progetto di legge per sollevare il peso fiscale dai detentori di titoli, la domanda di titoli pubblici aumentò nuovamente e l'inflazione si arrestò

La Gran Bretagna nel primo dopoguerra. Anche in Gran Bretagna, alla fine della prima guerra mondiale, il debito pubblico era molto elevato: nel 1919 il rapporto debito/Pil aveva raggiunto il 130%. Le politiche adottate in Gran Bretagna furono però molto diverse da quelle tedesche e francesi. Che cosa distingueva la Gran Bretagna dalla Germania e dalla Francia? La risposta è semplice: il grado di stabilità della situazione politica.

Come abbiamo visto, sia in Germania sia in Francia la situazione politica al termine del conflitto era molto instabile. In Gran Bretagna, invece, ad eccezione di due brevi periodi di governo laburista nel 1924 e nel 1930, il partito conservatore rimase al governo ininterrottamente per tutti gli anni Venti e Trenta. Le istituzioni democratiche erano molto solide e, per quanto la disoccupazione fosse molto elevata, non furono mai veramente minacciate da movimenti di rivolta sociale. Questo rese possibile l'introduzione di misure di austerità fiscale e monetaria, il cui principale obiettivo era la stabilità della sterlina e il suo ritorno al valore precedente la guerra – così consentendo il ritorno al *gold standard*. Allo stesso tempo il governo produsse avanzi di bilancio al fine di ridurre l'elevato debito pubblico. La Gran Bretagna fu quindi uno dei pochi paesi europei che non attuò politiche fiscali espansive per favorire la ripresa economica.

Durante tutti gli anni Venti e fino alla seconda metà degli anni Trenta, gli avanzi di bilancio non furono però sufficienti a ridurre il debito pubblico. In questo periodo, infatti, i tassi di interesse eccedevano di molto il tasso di crescita del Pil. Nel 1923 il debito raggiunse il 170% del Pil e rimase superiore al 150% fino al 1936. Il rapporto debito/Pil iniziò a scendere solo nella seconda metà degli anni Trenta, quindici anni dopo la fine della guerra.

Chi sopportò l'onere della riduzione del debito in Gran Bretagna? Certamente non coloro che detenevano titoli del debito pubblico, poiché non vi fu alcuna forma di ripudio, nemmeno implicitamente tramite l'inflazione. L'onere dell'aggiustamento fu sopportato principalmente dai contribuenti. Tra questi vennero colpiti in particolar modo gli appartenenti alle classi meno agiate, a causa della struttura sempre più regressiva del sistema fiscale: ad esempio, l'introduzione di tasse su prodotti specifici (tè, zucchero, tabacco, latte ecc.) ebbe un effetto regressivo rilevante.

Gli Stati Uniti nel secondo dopoguerra. Il debito pubblico accumulato dagli Stati Uniti alla fine della seconda guerra mondiale era molto vicino, in rapporto al Pil, al debito in Gran Bretagna al termine del primo conflitto mondiale. In entrambi i casi, inoltre, la situazione politica era relativamente stabile. Per questo motivo sia i governi britannici sia quelli americani furono in grado di avviare rigorose misure di aggiustamento fiscale senza trovarsi costretti a ricorrere alla soluzione del ripudio. Gli Stati Uniti, tuttavia, ebbero maggiore successo della Gran Bretagna: 15 anni dopo la fine della seconda guerra mondiale il rapporto debito/Pil si era dimezzato; in Gran Bretagna invece ci erano voluti quindici anni solo perché il rapporto debito/Pil iniziasse lentamente a scendere. Che cosa distinse dunque gli Stati Uniti degli anni Cinquanta dalla Gran Bretagna degli anni Venti? Durante il periodo 1948-1968, negli Stati Uniti il tasso medio di crescita del Pil fu del 4%,

mentre i tassi di interesse reali non superavano lo 0,5%. Diversamente dal caso della Gran Bretagna, qui gli avanzi di bilancio furono accompagnati da tassi di crescita della produzione che eccedevano i tassi di interesse.

In altri termini, il caso degli Stati Uniti, a confronto con quello della Gran Bretagna, mostra quanto sia più facile ridurre un elevato debito pubblico quando l'economia cresce.

4. Regole e vincoli di politica fiscale

In questo paragrafo si descrivono alcune circostanze in cui il vincolo di bilancio pubblico svolge un ruolo centrale. Si affronterà, quindi, una questione più controversa in tema di politica fiscale: la ragione per cui i paesi aderenti all'unione monetaria dovrebbero seguire le stesse regole di politica fiscale.

4.1. Tre questioni di politica fiscale

Dopo aver considerato il meccanismo del vincolo di bilancio pubblico, possiamo ora considerare tre circostanze in cui tale vincolo svolge un ruolo centrale.

Equivalenza ricardiana. Come cambia la nostra analisi degli effetti del disavanzo pubblico sulla produzione, quando si tiene conto del vincolo di bilancio del governo?

Ricardo sostenne la logica della tesi, ma aggiunse anche che vi erano molti motivi per cui essa non sarebbe valsa in pratica. Al contrario, Barro sostiene non solo che la tesi è logicamente corretta, ma anche che costituisce una buona descrizione della realtà

Secondo un punto di vista particolarmente influente, quando si tiene conto del vincolo di bilancio del governo né il disavanzo né il debito hanno effetti sull'attività economica. Questa proposizione è nota come **teorema di equivalenza ricardiana**. Il suo nome deriva da David Ricardo, un economista inglese del diciannovesimo secolo che per primo ne esplicitò la logica. Negli anni Settanta la proposizione fu «resuscitata» da Robert Barro dell'Università di Harvard: per questa ragione essa è anche nota come **proposizione di Barro-Ricardo**.

Per una definizione di ricchezza umana e una discussione del suo ruolo nel consumo, si veda il capitolo 17

Per capire la logica sottostante al teorema di equivalenza ricardiana esamineremo il caso di una variazione delle imposte. Supponiamo che, a parità di spesa pubblica, il governo riduca le imposte di un miliardo di dollari (per semplicità: 1)

quest'anno, finanziandosi emettendo debito. Supponiamo anche che, nello stesso momento, esso annunci che l'anno prossimo aumenterà le imposte di $1 + r$ per rimborsare interamente il debito.

Quale sarà l'effetto sul consumo del taglio iniziale delle imposte? Una risposta plausibile è: nessuno. Perché? Perché i consumatori si rendono conto che la riduzione delle imposte non è affatto un regalo: le minori imposte di quest'anno saranno compensate da maggiori imposte l'anno prossimo. In altre parole, la loro ricchezza umana – il valore presente scontato del loro reddito da lavoro disponibile – rimane invariata. Le imposte correnti scendono di 1, ma il valore presente scontato delle imposte che dovranno essere pagate l'anno prossimo sale di $(1 + r)/(1 + r) = 1$: l'effetto netto delle due variazioni è esattamente uguale a zero.

Possiamo giungere allo stesso risultato anche in un altro modo, e cioè ragionando in termini di risparmio invece che in termini di consumo. Affermare che i consumatori non variano il loro consumo in seguito alla riduzione delle imposte equivale ad affermare che il risparmio privato aumenta esattamente quanto il disa-

vanzo. Il teorema di equivalenza ricardiana ci dice quindi che se il governo finanzia una data spesa pubblica con debito, *il risparmio privato aumenterà in misura pari alla riduzione del risparmio pubblico*, lasciando invariato il risparmio totale. Di conseguenza, anche le risorse destinate all'investimento rimarranno invariate. Il debito pubblico aumenterà, ma questo aumento non avverrà a scapito dell'accumulazione di capitale.

Secondo il teorema di equivalenza ricardiana, quindi, la lunga serie di disavanzi e di aumenti del debito pubblico registrati dai paesi Ocse sin dai primi anni Novanta non dovrebbe essere fonte di preoccupazione. La storia infatti suonerebbe più o meno così: quando il bilancio pubblico di questi paesi andò in disavanzo, le famiglie iniziarono a risparmiare di più prevedendo aumenti futuri delle imposte; la riduzione del risparmio pubblico fu compensata da un aumento del risparmio privato, per cui il risparmio nazionale (e cioè la somma di risparmio pubblico più risparmio privato) e gli investimenti non subirono alcuna variazione. Oggi queste economie dovrebbero avere il medesimo stock di capitale che avrebbero avuto se non ci fosse stato l'aumento del debito pubblico. In questo senso l'accumulazione di debito pubblico non dovrebbe preoccupare.

Come dovremmo considerare l'equivalenza ricardiana? La maggior parte degli economisti risponderebbe: «Seriamente, ma non al punto da ritenere che disavanzo e debito pubblico siano irrilevanti». Uno dei temi principali di questo libro è proprio l'importanza delle aspettative: abbiamo visto che il consumo non dipende soltanto dal reddito corrente, ma anche dal reddito futuro. Se la maggioranza dei cittadini fosse davvero convinta che una riduzione delle imposte correnti sarà esattamente compensata da un aumento delle imposte future, l'effetto sul consumo probabilmente sarebbe piccolo. Molti consumatori risparmierebbero tutta o gran parte della riduzione delle imposte per far fronte all'aumento delle imposte nell'anno successivo (sostituendo anno con mese o settimana, il ragionamento diventa anche più convincente).

Tuttavia, è raro che un taglio delle imposte sia accompagnato dall'annuncio di un aumento delle imposte nel futuro. I consumatori quindi ignorano quando e di quanto verranno aumentate le imposte nel futuro. Questo non invalida l'equivalenza ricardiana in sé. Infatti, indipendentemente da *quando* avrà luogo l'aumento delle imposte, il vincolo di bilancio del governo comporta *comunque* che il valore presente scontato degli aumenti futuri delle imposte sia uguale alla riduzione delle imposte correnti. Consideriamo, per esempio, il secondo caso dell'esempio che abbiamo analizzato nel paragrafo 1 in cui il governo aspetta t anni prima di aumentare le imposte e in quel momento le aumenta di $(1+r)^t$. Il valore attuale, nell'anno zero, di questo aumento atteso delle imposte è $(1+r)^t/(1+r)^t = 1$, e cioè esattamente uguale alla riduzione iniziale delle imposte: la variazione della ricchezza umana in seguito alla riduzione delle imposte è quindi uguale a zero.

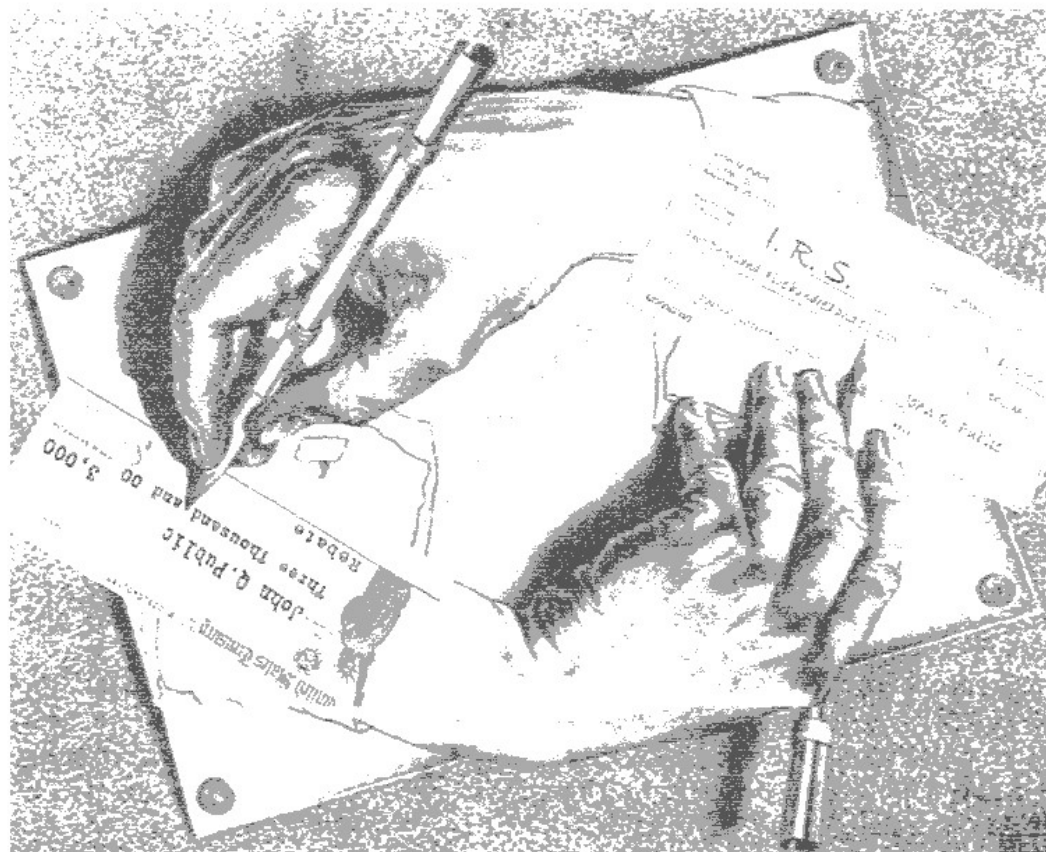
Ma quanto più lontani nel tempo e incerti sembrano gli aumenti delle imposte future agli occhi dei consumatori, tanto più è probabile che essi li ignorino. Essi potrebbero aspettarsi di non sopravvivere fino al momento in cui le imposte verranno di nuovo aumentate, oppure aspettarsi che tale aumento sarà molto lontano nel tempo. In entrambi i casi, l'equivalenza ricardiana è destinata a fallire.

Una conclusione saggia è che il disavanzo pubblico ha effetti rilevanti sull'attività economica – benché forse un effetto inferiore a quello che avremmo potuto immaginare prima di considerare l'equivalenza ricardiana. Nel breve periodo forti disavanzi probabilmente fanno aumentare la domanda e la produzione. Nel lungo periodo, tuttavia, un maggior debito pubblico riduce l'accumulazione di capitale e quindi anche la produzione.

L'aumento delle tasse in t anni è $(1+r)^t$. Il fattore di sconto a t anni da ora è $1/(1+r)^t$. Così il valore dell'aumento delle tasse a t anni da ora è $(1+r)^t/(1+r)^t = 1$.

FIG. 21.4. Un'illustrazione dell'equivalenza ricardiana.

Fonte: M. McHugh, Across the Street Blog, M.C. Escher Economist, 21 febbraio 2009.



Si noti l'analogia con la politica monetaria. Il fatto che una maggiore crescita della moneta nel lungo periodo determini una maggiore inflazione non implica che la politica monetaria non debba essere usata per stabilizzare la produzione

Per semplicità, in questo paragrafo ignoreremo la crescita della produzione, e quindi anche la differenza tra stabilizzazione del debito e stabilizzazione del rapporto debito/Pil. Le stesse osservazioni si estendono direttamente al caso in cui la produzione cresce nel tempo

Disavanzi, stabilizzazione della produzione e disavanzo corretto per il ciclo. Il fatto che disavanzi continui ed elevati abbiano effetti negativi di lungo periodo sull'accumulazione di capitale e sulla produzione non significa che essi non possano essere utilizzati come strumento per stabilizzare la produzione. Questo fatto ci suggerisce semplicemente che i disavanzi prodotti in periodi di recessione dovrebbero essere compensati da avanzi nei periodi di espansione, allo scopo di non aumentare costantemente il livello del debito.

Per valutare se una data politica fiscale sia appropriata, gli economisti hanno costruito delle misure del disavanzo che dicono a che livello esso si collocherebbe se la produzione fosse al suo livello naturale – tenendo conto della legislazione fiscale e delle regole di spesa esistenti. Tali misure prendono nomi diversi: **disavanzo di pieno impiego**, **disavanzo standardizzato per la disoccupazione**, **disavanzo strutturale** (quest'ultimo è il termine usato dall'Ocse). Noi useremo il termine **disavanzo corretto per il ciclo**, che riteniamo più intuitivo.

Questa misura costituisce un semplice punto di riferimento in base al quale giudicare l'andamento della politica fiscale. Se il disavanzo effettivo è positivo, ma il disavanzo corretto per il ciclo è nullo, allora la politica fiscale è compatibile con l'obiettivo di non aumentare sistematicamente il debito nel corso del tempo. È vero che il debito aumenterà finché la produzione sarà inferiore al suo livello naturale; ma prima o poi essa tornerà al suo livello naturale, e il debito si stabilizzerà.

Questo non significa però che l'obiettivo della politica fiscale debba essere mantenere per sempre un disavanzo corretto per il ciclo uguale a zero. In periodi

di recessione, il governo potrebbe decidere di generare un disavanzo tale da rendere positivo anche il disavanzo corretto per il ciclo. In questo caso, il fatto che il disavanzo corretto per il ciclo sia positivo ci dice che il ritorno della produzione al suo livello naturale non sarà sufficiente a stabilizzare il debito: per farlo, il governo dovrà in futuro produrre avanzi corretti per il ciclo.

La teoria sottostante al concetto di disavanzo corretto per il ciclo è semplice, ma il calcolo di questo indicatore si è invece rivelato più problematico. Per capirne le ragioni, dobbiamo spiegare come sono costruite le misure del disavanzo che includono aggiustamenti per tener conto del ciclo economico. La loro costruzione avviene in due passaggi. Il primo consiste nello stabilire di quanto diminuirebbe il disavanzo se la produzione aumentasse, diciamo, dell'1%. Il secondo consiste nel valutare la distanza della produzione effettiva dal suo livello naturale.

Il primo passaggio è immediato. Indicativamente, una riduzione dell'1% della produzione comporta un aumento del disavanzo pari allo 0,5% del Pil. Questo aumento avviene in quanto gran parte delle imposte è proporzionale alla produzione, mentre la spesa pubblica non dipende dal livello di produzione. Di conseguenza, un calo della produzione riduce il gettito fiscale, ma non la spesa pubblica, per cui il disavanzo aumenta. Se la produzione è inferiore, diciamo, del 5% rispetto al suo livello naturale, il disavanzo, in rapporto al Pil, crescerà del 2,5% rispetto al caso in cui la produzione è al suo livello naturale – questo effetto dell'attività economica sul disavanzo è stato chiamato **stabilizzatore automatico**: una recessione genera automaticamente un disavanzo, e quindi un'espansione fiscale che compensa parzialmente la recessione stessa.

Il secondo passaggio si è rivelato più difficile. Dal capitolo 7 ricordiamo che il livello naturale di produzione è il livello di produzione che prevarrebbe se l'economia operasse al tasso naturale di disoccupazione. Una stima troppo bassa del tasso naturale di disoccupazione comporta quindi una stima troppo elevata del livello naturale di produzione, e quindi una stima troppo ottimistica del disavanzo corretto per il ciclo.

Questo fenomeno spiega in parte quanto è successo in Europa negli anni Ottanta. In quel periodo il disavanzo corretto per il ciclo non sembrava preoccupante, poiché era calcolato sulla base dell'ipotesi di un tasso naturale di disoccupazione costante e pari al tasso naturale stimato negli anni Settanta. In effetti, se la disoccupazione europea fosse tornata al livello della fine degli anni Settanta, l'aumento della produzione sarebbe stato sufficiente a ristabilire il pareggio del bilancio nella maggior parte dei paesi europei. Tuttavia, risultò che gran parte dell'aumento della disoccupazione era dovuto all'incremento del tasso naturale di disoccupazione e nel corso degli anni Ottanta la disoccupazione è rimasta a livelli estremamente elevati. Di conseguenza, per gran parte del decennio i disavanzi sono rimasti elevati, e il rapporto debito/Pil ha continuato a crescere nella maggior parte dei paesi.

Si veda la discussione contenuta nel capitolo 9 circa la disoccupazione europea

Guerre e disavanzi. Spesso, le guerre generano grandi disavanzi di bilancio. Negli Stati Uniti, per esempio, i due maggiori aumenti del debito pubblico verificatisi nel ventesimo secolo hanno coinciso con i due conflitti mondiali.

È giusto che i governi ricorrano al disavanzo per finanziare le guerre? Gli anni di guerra sono di solito periodi in cui la disoccupazione è bassa: da questo punto di vista non sembrerebbe necessario ricorrere al disavanzo per stabilizzare la produzione. Tuttavia, la risposta è sì. Infatti, ci sono almeno due buone ragioni per ricorrere al disavanzo in tempo di guerra: le abbiamo già viste nel paragrafo precedente, poiché si tratta dei medesimi motivi per cui può cadere il risultato di

equivalenza ricardiana. Il primo è di natura distributiva: il disavanzo è un modo per attribuire parte dell'onere della guerra alle generazioni future, che beneficranno anch'esse dello sforzo bellico. Il secondo è di natura strettamente economica: il disavanzo consente di ridurre le distorsioni fiscali.

Consideriamo separatamente ciascuna ragione:

1. La distribuzione nel tempo dell'onere del debito. Le guerre comportano un forte aumento della spesa pubblica. Consideriamo ora le conseguenze di queste due modalità di finanziamento. Per distinguere questo caso dalla nostra precedente discussione sulla stabilizzazione della produzione, supporremo che la produzione rimanga al suo livello naturale.

Supponete che l'economia sia chiusa $\rightarrow Y = C + I + G$
 $G \uparrow$ e Y costante $\rightarrow C + I \downarrow$

- Se non vi è aumento delle tasse gran parte di questa riduzione sarà dovuta a una diminuzione di I
- Se vi è aumento delle tasse gran parte della riduzione sarà dovuta a una diminuzione di C

• Supponiamo che il governo decida di ricorrere al disavanzo. Con una spesa pubblica estremamente elevata, ci sarà un forte aumento della domanda di beni. Dato che per ipotesi la produzione non può aumentare, i tassi di interesse dovranno aumentare in misura sufficiente per ristabilire l'equilibrio. L'investimento, che dipende dal tasso di interesse, subirà un brusco calo.

• Supponiamo ora che il governo decida di finanziare l'aumento di spesa con un incremento delle imposte. Il consumo diminuirà in modo drastico, in una misura che dipende dalle aspettative dei consumatori. Quanto maggiore è la durata attesa della guerra, tanto maggiore sarà la riduzione del consumo e tanto minore sarà la riduzione del risparmio. In ogni caso, l'aumento della spesa pubblica sarà parzialmente compensato da un calo dei consumi. I tassi di interesse aumenteranno meno rispetto al caso di ricorso al disavanzo, per cui l'investimento diminuirà in misura minore.

In sintesi, per un dato livello di produzione, l'aumento della spesa pubblica comporta la riduzione del consumo e/o la riduzione dell'investimento. Il carico dell'aggiustamento graverà sul consumo o sull'investimento, a seconda della modalità di finanziamento scelta dal governo.

Da cosa dipende la distribuzione dell'onere del conflitto? Quanto più il governo ricorre al disavanzo, tanto minore sarà il calo dei consumi durante la guerra e tanto maggiore sarà invece la riduzione dell'investimento. Un minor investimento comporta un minor stock di capitale dopo la guerra, e quindi un minor livello di produzione futura. Riducendo l'accumulazione di capitale, il disavanzo costituisce un modo per ridistribuire l'onere della guerra tra le generazioni future.

2. Ridurre la distorsione fiscale. C'è un'altra ragione a favore del ricorso al disavanzo non solo in caso di conflitto, ma anche, in generale, ogniqualvolta la spesa pubblica sia eccezionalmente elevata. Pensiamo, per esempio, alla ricostruzione delle infrastrutture in seguito a un terremoto, o ai costi connessi alla riunificazione tedesca dei primi anni Novanta. Si veda il box di approfondimento «Unificazione della Germania, tassi di interesse e lo Sme», nel capitolo 19.

L'argomentazione è la seguente: se il governo aumentasse le imposte proporzionalmente all'aumento della spesa pubblica, le aliquote di imposta diventerebbero molto elevate, causando enormi distorsioni (lo abbiamo visto nel paragrafo precedente). Di fronte ad aliquote tanto elevate, le persone lavorerebbero di meno o cercherebbero di evadere le imposte. Per questi motivi, invece di variare le aliquote di imposta per mantenere il bilancio in pareggio, è meglio (dal punto di vista della riduzione delle distorsioni causate dal sistema fiscale) mantenere aliquote di imposta relativamente costanti nel tempo, cioè attuare il cosiddetto *tax smoothing*. In questo modo si generano disavanzi di bilancio solo quando la spesa pubblica è eccezionalmente elevata, mentre in tempi normali si registreranno modesti avanzi.

4.2. Vincoli politici e fiscali

Le azioni di politica economica possono condurre a prolungati periodi di disavanzo di bilancio. Possono essere elaborate alcune regole per limitare questi effetti negativi? Un metodo sperimentato negli Stati Uniti consiste nell'utilizzare un emendamento costituzionale per ripristinare l'equilibrio di bilancio, come l'emendamento proposto dai Repubblicani nel 1994. Tale approccio consentirebbe di certo di eliminare i disavanzi di bilancio. Tuttavia, al pari di una regola di crescita costante della moneta nel caso della politica monetaria, eliminerebbe del tutto la possibilità di utilizzare la politica fiscale come strumento macroeconomico. Si tratta di un prezzo troppo alto da pagare.

Un approccio migliore consiste nel definire un insieme di regole che limitino i disavanzi o il debito. Si tratta di un'operazione più complessa di quanto non possa sembrare. Regole come quelle che fissano dei limiti al rapporto disavanzo/Pil o debito/Pil sono più flessibili rispetto alle condizioni di bilancio in pareggio; ma potrebbero non esserlo sufficientemente nel caso in cui l'economia fosse colpita da shock particolarmente duri. Tale problema è stato messo in luce dalle difficoltà incontrate dal Patto di stabilità e di crescita. Regole più flessibili o più complesse, come quelle che prevedono circostanze particolari, o che tengono conto dello stato dell'economia sono più difficili da definire e, soprattutto, da applicare. Per esempio, consentire al disavanzo di bilancio di essere più alto quando il tasso di disoccupazione supera il suo livello naturale implica disporre di un metodo semplice e inequivocabile di misurare il tasso naturale – operazione praticamente impossibile.

Un approccio complementare consiste nel definire meccanismi atti a ridurre eventuali disavanzi di bilancio. Si consideri, per esempio, un meccanismo che innesci tagli automatici della spesa quando il disavanzo supera una certa soglia. Si supponga che il disavanzo di bilancio sia troppo alto, e che sia opportuno tagliare la spesa complessiva del 5%. I membri del Parlamento incontreranno delle difficoltà nello spiegare ai propri elettori perché il programma di spesa da loro sostenuto è stato tagliato del 5%. Si supponga ora che il disavanzo provochi una riduzione automatica della spesa generale del 5% senza alcuna azione da parte del governo. Sapendo che altri programmi di spesa verranno tagliati, i membri del Parlamento accetteranno con più facilità il taglio dei propri programmi di spesa. Saranno, inoltre, più facilmente in grado di scaricare la responsabilità dei tagli: quei parlamentari che riuscissero a limitare i tagli ai programmi da essi sostenuti, ad esempio, al 4% (convincendo il Parlamento a tagliare in misura maggiore altri programmi di spesa in modo da ridurre la spesa complessiva) possono far presente ai propri elettori di aver avuto successo nell'evitare tagli anche più consistenti.

Si tratta, in effetti, dell'approccio utilizzato nel Regno Unito, in cui il governo specifica due regole fiscali chiave che forniscono dei valori di riferimento rispetto ai quali valutare i risultati ottenuti tramite la politica fiscale, tra cui:

- La *golden rule* – nel corso del ciclo economico, il governo prenderà a prestito soltanto per investire e non per finanziare la spesa corrente; tale regola è stata ufficialmente adottata dall'ex Cancelliere dello Scacchiere, Primo Ministro Gordon Brown. Il governo rispetterà la *golden rule* se, in media dopo un ciclo economico completo, il bilancio pubblico risulterà in pareggio o in avanzo.

- La regola dell'investimento sostenibile – il debito netto del settore pubblico come percentuale del Pil sarà mantenuto ad un livello stabile e prudenziale durante il ciclo economico. Il Cancelliere ha stabilito che, a parità di altre condizioni, il debito netto sarà mantenuto al di sotto del 40% del Pil durante l'attuale ciclo economico, nel rispetto della regola dell'investimento sostenibile.

Questo è stato anche l'approccio utilizzato per ridurre i disavanzi di bilancio negli Stati Uniti nel corso degli anni Novanta. Il *Budget Enforcement Act* approvato nel 1990 e prorogato nel 1993 e nel 1997, introdusse due regole principali.

- Esso fissa dei vincoli alla spesa. La spesa è divisa in due categorie: la spesa discrezionale (approssimativamente, la spesa in beni e servizi, tra cui la difesa) e la spesa obbligatoria (approssimativamente, i trasferimenti agli individui). I vincoli, detti *limiti di spesa*, furono fissati sulla spesa discrezionale per i successivi cinque anni. Tali limiti furono fissati in modo tale da richiedere riduzioni della spesa pubblica (in termini reali) ridotte ma stabili. Furono previste eccezioni per i casi di emergenza. Ad esempio, la spesa per l'Operazione Desert Storm durante la Guerra del Golfo nel 1991 non fu soggetta a limiti.

- Esso richiede che sia possibile adottare un nuovo programma di spesa soltanto se è possibile dimostrare che esso non aumenti i disavanzi pubblici in futuro (facendo aumentare le nuove entrate o riducendo la spesa prevista dai programmi esistenti). Tale regola è detta *pay-as-you-go*, o Paygo.

L'attenzione alla spesa anziché direttamente ai disavanzi pubblici ha un'importante implicazione. Nel caso in cui si verifichi una recessione, e quindi una riduzione delle entrate, il disavanzo potrebbe aumentare anche senza che si verifichi un aumento della spesa. È quanto si è verificato nel 1991 e nel 1992 quando, a causa della recessione, il disavanzo è aumentato – benché fossero stati rispettati i limiti di spesa. Tale attenzione rivolta alla spesa genera due effetti positivi: consente di avere un disavanzo fiscale maggiore durante le fasi di recessione – un aspetto positivo dal punto di vista della politica macroeconomica; e riduce l'incentivo a non rispettare le regole durante tali periodi – un aspetto positivo dal punto di vista politico.

A partire dal 1998, i disavanzi pubblici erano scomparsi e, per la prima volta dopo 20 anni, il bilancio federale registrò un avanzo. La riduzione del disavanzo non può attribuirsi interamente al *Budget Enforcement Act*: la diminuzione della spesa per la difesa, dovuta alla fine della Guerra Fredda, ed un ampio aumento delle entrate fiscali in seguito ad una forte espansione nella seconda metà degli anni Novanta svolsero un ruolo particolarmente rilevante. Esiste, tuttavia, ampio consenso circa il fatto che le regole furono particolarmente importanti nel garantire che la riduzione della spesa pubblica per la difesa e l'aumento nelle entrate fiscali fossero utilizzati per ridurre il disavanzo anziché per aumentare altri programmi di spesa.

Una volta realizzati gli avanzi di bilancio, tuttavia, aumentò la tentazione del Congresso di non rispettare le proprie regole. I limiti di spesa furono sistematicamente non rispettati, e si lasciò che la regola Paygo perdesse validità nel 2002. Nel momento in cui scriviamo, i disavanzi sono piuttosto ampi e si prevede che rimarranno tali per molto tempo. È chiaro che, benché i limiti di spesa e le regole Paygo siano stati fondamentali per ridurre i disavanzi nel corso degli anni Novanta, non hanno impedito che disavanzi consistenti si registrassero nuovamente negli anni Duemila. Ciò sta inducendo alcuni economisti ed alcune autorità di politica economica a concludere che, alla fine, solo un emendamento costituzionale possa consentire di evitare disavanzi di bilancio. È probabile che la questione si presenti di nuovo in primo piano nelle future discussioni relative alla politica fiscale. Torniamo ora all'area dell'euro e cerchiamo di capire perché i membri dell'unione monetaria abbiano ritenuto necessario prevedere anche regole fiscali.

4.3. Perché imporre regole fiscali a paesi che partecipano ad una unione monetaria?

Esistono due ragioni per cui è opportuno che gli stati membri di un'unione monetaria siano soggetti ad alcuni vincoli imposti sulla propria politica fiscale.

1. *Per correggere l'incentivo di trasferire i costi di un'espansione fiscale.* In un'economia chiusa, quando il governo lascia aumentare il disavanzo di bilancio, riducendo le entrate fiscali o aumentando la spesa pubblica, la crescita del reddito risulta compensata dall'aumento dei tassi di interesse – la curva *IS* si sposta verso destra, ma la curva *LM* rimane ferma, il nuovo reddito di equilibrio è più alto, ma più alti sono anche i tassi di interesse, riducendo lievemente il livello di domanda privata. In un'economia aperta con tassi di cambio fissi – è il caso di un'unione monetaria – quanto più è ridotta la dimensione del paese che registra un aumento del disavanzo pubblico rispetto all'area complessiva a cui è ancorato il tasso di cambio, minore sarà l'aumento del tasso di interesse. Se il paese è molto piccolo, il tasso di interesse varierà nel paese ma non nel «resto del mondo».

L'unione monetaria europea rappresenta un caso intermedio. Si consideri, per esempio, l'effetto di un'espansione fiscale in Francia. In primo luogo, il reddito aumenterà, non solo in Francia, ma anche nel resto dell'unione monetaria, attraverso l'effetto indiretto dell'aumento delle importazioni francesi (si veda il box di approfondimento «Moltiplicatori fiscali in un'economia aperta» nel cap. 19). Pertanto, la domanda di moneta aumenta all'interno dell'unione monetaria europea. Se la Bce mantiene costante l'offerta di moneta, i tassi di interesse europei aumentano. Ciò, analogamente a quanto avviene in un'economia chiusa, provoca uno spiazzamento della domanda privata e riduce l'effetto positivo di un'espansione fiscale. La misura in cui i tassi di interesse aumentano dipende, ovviamente, dalla dimensione dell'economia francese rispetto al resto dell'unione. Se non fosse stata la Francia ma, ad esempio, la Slovenia a registrare un aumento del disavanzo di bilancio, l'effetto sulla domanda totale nell'area dell'euro sarebbe trascurabile e i tassi di interessi europei non varierebbero, come nel caso di una «piccola economia chiusa» con tassi di cambio fissi. Al contrario, se la Francia registra un aumento del disavanzo, i tassi di interesse europei aumenteranno.

Consideriamo ora la posizione di alcuni paesi dell'unione monetaria europea. Ciò che avviene in Francia è esattamente quanto accadrebbe in un sistema di cambi fissi: un aumento della domanda, in parte mitigato da un aumento dei tassi di interesse internazionali. Gli altri paesi subirebbero gli effetti negativi di più alti tassi di interesse senza i benefici di una politica fiscale espansiva, o almeno senza un beneficio diretto: otterranno soltanto vantaggi indiretti derivanti dall'aumento delle esportazioni francesi. Così mentre in Francia, nonostante l'aumento dei tassi di interesse, il reddito registra un sicuro incremento, l'effetto sul resto dell'unione monetaria europea è ambiguo: il reddito potrebbe anche ridursi. Si registra inoltre un effetto ulteriore: dal momento che l'unione monetaria nel suo complesso ha un tasso di cambio flessibile rispetto al resto del mondo, il tasso di cambio dell'euro si apprezzerà, per esempio, rispetto al dollaro. Più grande è il paese che ha registrato un aumento del disavanzo di bilancio (la Francia, nel nostro paese), maggiore sarà l'apprezzamento. Un apprezzamento del tasso di cambio riduce le esportazioni di tutti i paesi dell'euro, non solo della Francia.

Cosa possono fare gli altri paesi? Dal momento che anch'essi sono membri dell'unione monetaria, non possono controllare l'offerta di moneta; possono scegliere tra sopportare gli effetti dell'espansione fiscale francese, che per loro potrebbero rivelarsi negativi, oppure attuare anch'essi un'espansione fiscale. Questo esempio

suggerisce il motivo per cui i paesi membri di un'unione monetaria preferiscono definire congiuntamente la politica fiscale che dovrebbe essere attuata da ciascuno di essi, ossia, di adottare regole fiscali comuni.

2. Evitare che una crisi finanziaria in un paese si propaghi a tutti gli altri paesi membri. Supponiamo che in un certo mese i mercati finanziari volessero acquistare tutti i titoli che il governo italiano intendeva emettere per finanziare il proprio disavanzo in quel mese e, soprattutto, per rimborsare i titoli che giungono a scadenza in quel mese. Prima dell'unione monetaria, la Banca d'Italia probabilmente sarebbe intervenuta: al fine di evitare la bancarotta del governo, la Banca d'Italia avrebbe acquistato i titoli rimasti invenduti – o meglio, quei titoli rimasti invenduti al tasso di interesse al di sopra del quale il governo non avrebbe voluto spingersi. L'offerta di moneta sarebbe aumentata ma sarebbe stato meno grave di una bancarotta.

Ciò che temono altri paesi è che la Bce dovrebbe fare la stessa cosa, con la conseguenza di far aumentare l'offerta di moneta in tutta l'area dell'euro. Ciò spiega perché sia il Trattato di Maastricht che i criteri di ammissione all'unione monetaria europea, così come le regole imposte dal Patto di stabilità e di crescita, stabiliscono che paesi con livelli elevati di debito devono ridurre rapidamente il livello di debito pubblico. Ma esiste un'altra preoccupazione. L'unione monetaria europea ha accelerato il processo di integrazione finanziaria tra i paesi membri: ciò significa che le attività finanziarie si muovono più facilmente tra i paesi membri dal momento che essi sono ora tutti denominati nella stessa valuta e non esiste più un rischio di cambio. Di conseguenza, i titoli del governo italiano sono detenuti, in misura maggiore di quanto non avvenisse in precedenza, dalle banche e dalle compagnie assicurative in Francia e in Germania, oltre che dalle famiglie. La bancarotta del governo italiano colpirebbe gli altri paesi in misura maggiore di quanto non avvenisse prima dell'introduzione dell'euro. Ciò spiega perché l'unione monetaria europea abbia fatto aumentare l'attenzione rivolta dai paesi ad elevati livelli di debito e inoltre il motivo per cui, per evitare la bancarotta in uno stato membro, la Bce sarebbe costretta ad aumentare l'offerta di moneta per proteggere i risparmiatori di tutta l'unione monetaria europea. (Ciò che è accaduto in Grecia – un paese che ha adottato l'euro – nel 2010 è un chiaro monito a questi problemi.)

RIEPILOGO

► I governi, come le famiglie o i singoli individui, possono spendere più o meno del totale delle loro entrate. Quando la spesa pubblica supera le entrate fiscali, lo stato registra un disavanzo di bilancio. Quando la spesa pubblica è inferiore alle entrate fiscali, il governo riporta un avanzo di bilancio.

► In teoria, un disavanzo pubblico elevato non è necessariamente un bene o un male. I disavanzi (e gli avanzi) possono in effetti aiutare a redistribuire l'onere fiscale nel tempo. Tuttavia, i disavanzi diventano un problema quando sono il risultato di una rapida accumulazione di debito.

► Per stabilire se il debito pubblico è «eccessivamente» elevato, la variabile rilevante da considerare è il rapporto debito/Pil. In particolare, occorre considerare la capacità dello stato di rimborsare il debito.

► Per stabilizzare il debito, lo stato deve registrare un avanzo primario pari all'interesse maturato sul debito esistente. Quanto più a lungo lo stato aspetta prima di stabilizzare il debito tanto più costosa sarà la stabilizzazione.

► Quando $r > g$, al fine di ridurre il rapporto debito/Pil è necessario registrare avanzi primari. Quando $r < g$ un paese può ridurre tale rapporto senza bisogno di generare avanzi primari.

► L'uso massiccio degli strumenti di politica fiscale per aiutare le economie di molti paesi europei a far fronte alla recessione del 2007-2010 si è tradotto in un significativo peggioramento dei saldi primari che da positivi sono

diventati negativi nella maggior parte dei casi. Tali disavanzi di bilancio particolarmente elevati hanno provocato un drammatico incremento del rapporto debito/Pil che è raddoppiato in molti paesi.

PAROLE CHIAVE

bilancio in pareggio
disavanzo di bilancio
spesa per interessi reale e nominale
disavanzo corretto per l'inflazione
finanziamento del disavanzo
vincolo di bilancio del governo
disavanzo primario
avanzo primario
stabilizzazione del debito
rapporto tra debito pubblico e Pil

ripudio del debito
crisi finanziaria
teoria «politica» del debito
conflitto distributivo
gruppo di interesse
teorema di equivalenza ricardiana
proposizione di Barro-Ricardo
disavanzo corretto per il ciclo, strutturale, di pieno impiego
stabilizzatore automatico

PER METTERSI ALLA PROVA

► Domande di controllo

1. Usando le informazioni contenute in questo capitolo, indicate se ciascuna delle seguenti affermazioni è vera, falsa o ambigua. Motivate brevemente le vostre risposte.

- Il signoraggio (il profitto che risulta dalla differenza tra il costo di stampare moneta e il valore facciale di quest'ultima) è pari ai saldi monetari reali moltiplicati per il tasso di interesse nominale.
- Durante i periodi di iperinflazione, gli individui tendono ad aumentare l'utilizzo di moneta.
- Dati i saldi monetari, un aumento del tasso di crescita della moneta provoca un aumento del signoraggio.
- L'effetto della crescita della moneta sul signoraggio è sicuramente positivo.
- Nel breve periodo, l'aumento dei tassi di crescita della moneta provoca un aumento del signoraggio attraverso i saldi monetari reali.
- Nel medio periodo, l'aumento dei tassi di crescita della moneta genera una riduzione nei saldi monetari reali e un aumento del signoraggio (ad un tasso decrescente).
- Nel lungo periodo, il governo può finanziare il disavanzo con tassi di crescita di moneta costanti.

b) Una più alta crescita della moneta conduce ad un aumento del livello di produzione.

i) Un semplice programma per stabilizzare prezzi e salari può interrompere un processo di iperinflazione.

j) L'effetto Olivera-Tanzi consiste nel miglioramento del disavanzo in presenza di elevata inflazione.

2. Consideriamo un'economia in cui: il disavanzo ufficiale di bilancio è il 4% del Pil; il rapporto debito/Pil è del 100%; il tasso di interesse nominale è del 10%; il tasso di inflazione è del 7%.

a) Qual è il rapporto tra saldo primario e Pil?

b) Qual è il saldo aggiustato per l'inflazione in percentuale sul Pil?

c) Supponiamo che la produzione sia inferiore del 2% rispetto al livello naturale. Qual è il rapporto saldo aggiustato per il ciclo/Pil e saldo aggiustato per l'inflazione/Pil?

d) Supponiamo invece che la produzione sia inizialmente al suo livello naturale, e che la crescita della produzione resti costante al tasso normale del 2%. Il rapporto debito/Pil aumenta o diminuisce?

3. Supponete che in un paese il debito pubblico, il tasso di inflazione e il tasso di crescita del Pil siano tutti uguali a zero, e che il tasso di interesse sia del 5%. Nell'anno t il paese registra un disavanzo pari al 10% del Pil, e dall'anno

$t + 1$ in poi elimina il disavanzo *primario*. Calcolate il disavanzo (in percentuale del Pil) negli anni $t + 1$ e $t + 2$.

► Domande di approfondimento

4. Consideriamo l'economia descritta nella domanda 1 e assumiamo che ci sia un tasso di cambio fisso. Supponiamo anche che gli investitori finanziari temano che il livello di debito sia troppo elevato, e che il governo debba svalutare per stimolare la produzione (e quindi il gettito fiscale) e per ridurre il debito. Gli investitori finanziari si aspettano una svalutazione del 10%. In altre parole, il tasso di cambio atteso, E_{t+1}^e , diminuisce del 10% dal suo valore precedente.

a) Ricordiamo la condizione di parità scoperta dei tassi di interesse: se il tasso di interesse estero è e resta uguale al 10%, che cosa succede al tasso di interesse interno quando E_{t+1}^e cala del 10%?

b) Supponiamo che l'inflazione interna resti invariata. Che cosa succede al tasso di interesse reale nazionale? Che cosa succederà al tasso di crescita?

c) Che cosa succede al disavanzo ufficiale di bilancio? E al disavanzo aggiustato per l'inflazione?

d) Supponiamo che il tasso di crescita diminuisca dal 2 allo 0%. Che cosa succede alla variazione del rapporto debito/Pil? (Assumiamo che il rapporto saldo primario/Pil resti invariato, anche se il calo del tasso di crescita potrebbe ridurre il gettito fiscale.)

e) I timori degli investitori erano giustificati?

5. Considerate i dati relativi all'anno precedente ma supponete che il paese registri avanzi primari inferiori al 2% del Pil anziché all'1%.

a) Calcolate il rapporto debito/Pil nel 2006, 2007 e 2008.

b) Alla luce di questi risultati, ritenete che gli avanzi primari dell'1% dovrebbero essere considerati «buoni» in vista di una riduzione del rapporto debito/Pil?

► Un passo in più

6. Consideriamo un'economia in cui: il rapporto debito/Pil è del 40%; il disavanzo primario

è del 4% del Pil; il tasso normale di crescita è del 3%; il tasso di interesse reale è del 3%.

a) Usando un foglio di lavoro, calcolate il rapporto debito/Pil dopo 10 anni, assumendo che il disavanzo primario resti al 4% del Pil ogni anno, che l'economia cresca al tasso normale di crescita ogni anno e che il tasso di interesse reale resti costante al 2%.

b) Supponiamo che il tasso di interesse reale aumenti al 5%, ma che tutto il resto resti come al punto (a). Calcolate il rapporto debito/Pil dopo 10 anni.

c) Supponiamo che il tasso normale di crescita scenda all'1% e che l'economia cresca al tasso normale ogni anno. Tutto il resto rimane come al punto (a). Calcolate il rapporto debito/Pil dopo 10 anni. Confrontate la vostra risposta con quella al punto (b).

d) Torniamo alle ipotesi del punto (a). Supponiamo che i responsabili della politica economica decidano che un rapporto debito/Pil superiore al 50% è pericoloso. Verificate che la riduzione immediata del disavanzo primario all'1% mantenuta per 10 anni porterà a un rapporto debito/Pil del 50% dopo 10 anni. Dopodiché, quale disavanzo primario sarà necessario per mantenere un rapporto debito/Pil del 50%?

e) Continuando il punto (d), supponiamo che i responsabili della politica economica aspettino 5 anni prima di cambiare la politica fiscale. Per 5 anni, il disavanzo primario rimane al 4% del Pil. Qual è il rapporto debito/Pil dopo 5 anni? Supponiamo che dopo 5 anni i responsabili della politica economica decidano di ridurre il rapporto debito/Pil al 50%. Dall'anno 6 all'anno 10, quale valore costante del disavanzo primario porterà a un rapporto debito/Pil del 50% alla fine dell'anno 10?

f) Supponiamo che i responsabili della politica economica attuino la politica al punto (d) o al punto (e). Se queste politiche riducono il tasso di crescita della produzione per un po', quale sarà l'effetto sulla riduzione del disavanzo primario necessaria per raggiungere un rapporto debito/Pil del 50% dopo 10 anni?

g) Quale politica – quella al punto (d) o quella al punto (e) – pensate sia più pericolosa per la stabilità dell'economia?

PER SAPERNE DI PIÙ

- Per una ricostruzione analitica della crescita del debito pubblico italiano negli anni Settanta e Ottanta si può leggere F. Giavazzi e L. Spaventa, *Italy: The Real Effects of Inflation and Disinflation*, in «Economic Policy», 1989, 2.
- Per un'analisi illuminante del modo in cui vari paesi sono usciti da situazioni di elevato debito pubblico, potete leggere, di A. Alesina, *The End of Large Public Debts*, in *High Public Debt: The Italian Experience*, a cura di F. Giavazzi e L. Spaventa, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.