

# Sostenibilità e crisi del debito pubblico in Italia: cosa è cambiato

Cristina Brandimarte

ISTAT

Roma

cbrandimarte@istat.it

Una crisi del debito pubblico insorge quando emerge una difficoltà da parte di uno Stato nel rimborsare i titoli pubblici in scadenza o, anche, in senso meno forte, quando si diffonde una perdita di fiducia nella sua capacità di rispettare gli impegni nel futuro. Al verificarsi di tali condizioni conseguono, per il Paese interessato, ulteriori difficoltà nel finanziamento del debito pubblico che si traducono in aumenti significativi dei costi di emissione dei titoli di debito e in una crescita del rapporto debito/PIL. In presenza di un deterioramento del quadro macroeconomico, il processo descritto può subire un'accelerazione e degenerare in un avvitamento lungo una spirale che porta in casi estremi al *default*.

È ampiamente riconosciuto che la probabilità del verificarsi di una crisi fiscale sia direttamente legata al livello di debito accumulato ed alla sua dinamica attesa, sebbene né le analisi teoriche né le evidenze empiriche forniscano indicazioni precise sull'esistenza di limiti oltre i quali la situazione diventi insostenibile. La letteratura tradizionale individua la condizione di sostenibilità per il debito pubblico nel rispetto del vincolo intertemporale di bilancio che, considerando un orizzonte temporale finito, si traduce nella stabilizzazione del rapporto debito/PIL o nel raggiungimento di un determinato livello di tale rapporto entro tempi stabiliti. In altre parole, non sarebbe tanto il livello del debito a rilevare quanto piuttosto la sua dinamica. La probabilità di una crisi fiscale dovrebbe quindi aumentare in presenza di una continua e sostenuta crescita del rapporto tra debito e PIL.

Dalla metà degli anni ottanta si sono verificati in Italia due episodi classificabili come crisi di debito: il primo nel 1992 ed un secondo, di cui stiamo ancora osservando l'evoluzione, che ha avuto inizio nel biennio 2008-2009.

In entrambi i periodi, pur con le differenze dovute al mutato scenario macroeconomico che ha visto una riduzione strutturale del livello dei tassi di interesse

in conseguenza della realizzazione dell'Unione Monetaria Europea, i rendimenti reali dei titoli pubblici registrano, infatti, un picco significativo (i tassi a breve scadenza aumentano dal 6 al 10% in corrispondenza della prima crisi e da poco più di mezzo punto percentuale ad oltre 3 punti durante la seconda) ed il differenziale tra costo medio del debito pubblico e tasso di crescita dell'economia si amplia notevolmente (rispettivamente di 5,6 e 6,5 punti percentuali) esercitando per questa via una spinta significativa alla dinamica del rapporto debito/PIL.

Ma da cosa sono state generate le due crisi? L'aumento del rischio di insolvenza percepito dagli investitori a cosa è stato dovuto? Si tratta di fenomeni analoghi, o invece di due fasi con caratteristiche simili ma che si spiegano con dinamiche del tutto diverse?

Guardando agli anni che hanno preceduto le due crisi, emergono a questo proposito significative differenze.

La crisi dei primi anni novanta è stata preceduta da un periodo di continua crescita del peso del debito pubblico (dall'80% del PIL nel 1985 al 98% nel 1991) mentre prima della seconda crisi tale rapporto, pur più elevato, si era stabilizzato (intorno al 104% nel periodo 2003-2007), registrando anche una riduzione di 3 punti nel 2007.

Scomponendo la dinamica del rapporto nei diversi contributi<sup>1</sup>, ovvero gli interventi fiscali decisi

<sup>1</sup> La dinamica del rapporto debito/PIL è data dalla seguente equazione:

$$\Delta d = fp + (r - g)D_{-1}/\gamma + sfa$$

dove le lettere minuscole indicano che le variabili sono espresse in rapporto al PIL e:  $D$ = stock del debito pubblico;  $Fp$ = fabbisogno primario;  $r$ = costo medio del debito;  $g$ = tasso di crescita dell'economia;  $SFA$ = aggiustamento stock-flussi, che compren-

dal governo, gli effetti del ciclo economico e la componente legata al costo del servizio del debito, si evidenzia come negli anni che hanno preceduto la crisi recente le politiche fiscali del governo siano state sensibilmente più rigorose e severe rispetto alla seconda metà degli anni ottanta.

Il saldo di bilancio depurato dalla spesa per interessi e dalla componente dovuta all'azione degli stabilizzatori automatici (saldo primario strutturale), che rappresenta un indicatore delle manovre fiscali discrezionali, è infatti risultato in avanzo nel periodo che va dal 2001 al 2007 (pari in media a 1,2 punti di PIL), risultando pari a 2 punti nell'ultimo anno, mentre è stato negativo nel periodo 1985-1991 (-3 punti di PIL in media).

L'effetto delle politiche fiscali espansive attuate negli anni ottanta sulla dinamica del rapporto debito/PIL è stato mitigato da una soddisfacente crescita reale dell'economia e, soprattutto, da una elevata inflazione (superiore al 6%).

Negli anni duemila, in un contesto di crescita economica moderata e inflazione bassa e stabile, la riduzione del peso del debito è stata invece frenata dal differenziale positivo tra costo medio del debito e crescita del PIL (*c.d. snow ball effect*).

Si può quindi affermare che la crisi degli anni novanta affondi le sue radici principalmente nelle politiche fiscali attuate dai governi e possa essere classificata come "endogena", in quanto generata dal peggioramento delle condizioni di sostenibilità in seguito al continuo accumulo di debito pubblico registrato negli anni precedenti.

Si rileva invece un elevato grado di "esogeneità" della crisi più recente, verificatasi dopo un periodo di politiche fiscali prudenti e attente alla sostenibilità. Essa si è infatti manifestata come effetto indotto dalla crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti nel 2007 e propagatasi rapidamente negli altri paesi.

Questi eventi hanno comportato un pesante deterioramento macroeconomico e delle prospettive di crescita globale ed hanno determinato un aumento dell'avversione al rischio che a sua volta ha penalizzato i paesi ad elevato debito pubblico, indipendentemente dalle tendenze e dalle prospettive di solvibilità.

Queste evidenze dimostrano che una valutazione completa della sostenibilità di un determinato livello o dinamica del debito pubblico, e quindi del rischio di una crisi di debito, richiede la

considerazione di molti altri fattori oltre alle condizioni dei conti pubblici: le aspettative, la fiducia, le prospettive di crescita economica, i canali di trasmissione e di contagio e la vulnerabilità dei conti pubblici di fronte a crisi di diversa natura che, pur non generate da problemi strettamente fiscali, possono comunque avere effetti dirompenti sui conti pubblici.

Guardando infine agli effetti della crisi sui conti pubblici, si nota come la diversa condizione delle finanze pubbliche prima del verificarsi della crisi risulti poco rilevante per la dinamica del debito dopo che la crisi è iniziata.

In entrambi gli episodi, infatti, il peso del debito pubblico sul PIL aumenta significativamente: di circa 24 punti dal 1991 al 1994 (dal 98 al 122%) e di oltre 17 punti dal 2007 al 2011 (dal 103 ad oltre 120%), nonostante la reazione dei governi sia stata immediatamente volta in entrambi i casi a contrastare il deterioramento dei conti pubblici, in maniera più marcata nel corso della crisi dei primi anni novanta rispetto alla seconda. Il saldo primario strutturale registra infatti un avanzo pari a 3,6 punti percentuali di PIL nel 1993 e a 1,2 nel 2009.

A determinare l'aumento del rapporto debito/PIL sono state in entrambi i casi le componenti legate alla bassa crescita economica ad al costo del servizio del debito, ma in misura diversa.

Nel 1993, la moderata recessione economica (che ha comportato un calo del PIL dell'1% ed una sua costanza in termini pro-capite) ha determinato un peggioramento della componente ciclica del disavanzo pari ad 1 punto percentuale. Un peso rilevante ha avuto invece il contributo legato al costo del debito, a causa del forte aumento dei rendimenti sui titoli pubblici e del consistente ammontare dei titoli in scadenza.

Nel secondo episodio di crisi, la gran parte del peggioramento del debito in rapporto al PIL è attribuibile alla severa recessione economica (nel 2009 il PIL si è ridotto del 5% in volume e del 7% in termini pro-capite). Nel 2009 la componente ciclica del disavanzo è stata pari a ben 2 punti di PIL. Pur in presenza di una più moderata dinamica dei rendimenti e di un più ridotto ammontare di titoli in scadenza, la bassa dinamica del PIL ha determinato un sensibile contributo positivo alla crescita del peso del debito anche da parte dello *snow-ball effect*.

I severi interventi di risanamento fiscale hanno consentito negli anni '90 un rapido superamento della crisi. Dopo un anno di recessione economica, il PIL reale è tornato rapidamente a crescere, già dal 1994, a tassi prossimi al 2%, il costo del

---

de voci diverse che non vengono registrate nel saldo ma esercitano comunque effetti sul debito. Il secondo membro dell'equazione è noto come *snow ball effect* (effetto valanga).

finanziamento si è ridotto e il rapporto debito /PIL si è avviato lungo un sentiero discendente.

Gli elementi a disposizione mostrano, nel caso della recente crisi, una situazione decisamente più difficile in quanto, dopo la pesante recessione del 2009 ed una successiva modesta ripresa, il Paese è entrato in una nuova fase recessiva.

Perciò, nel contesto attuale, le basse prospettive di crescita riducono gli spazi per il miglioramento dei conti pubblici e interventi di politica fiscale troppo restrittivi rischiano di compromettere la ripresa ed aggravare il problema del debito anziché risolverlo. Luci ed ombre si prospettano sul percorso di uscita dall'attuale crisi.

Rispetto agli anni novanta, si sono progressivamente ridotti sia la ricchezza netta delle famiglie sia il tasso di risparmio privato ed una quota sempre maggiore di debito è stata assorbita da investitori stranieri, elementi questi che non facilitano il finanziamento del debito pubblico ed alimentano, in presenza anche dei molteplici canali di contagio che caratterizzano un sistema globalizzato, il rischio di una maggiore volatilità del costo del debito.

D'altra parte, il confronto con gli altri paesi mostra una situazione relativamente favorevole per l'Italia principalmente per due ordini di motivi. Innanzitutto, l'evoluzione del debito pubblico è stata più virtuosa sia per l'attuazione di politiche fiscali più prudenti sia perché nel nostro paese non si sono resi necessari interventi di sostegno al sistema bancario, colpito solo di riflesso dalla crisi finanziaria globale. Infine, la nostra economia gode di ulteriori punti di forza rispetto agli altri paesi, rappresentati in particolare da una più salda situazione patrimoniale di famiglie e imprese, da un minore indebitamento estero e dall'assenza di squilibri nel settore immobiliare.

## Riferimenti bibliografici

Baldacci E., Petrova I.K., Belhocine N., Dobrescu G., Mazraani S. (2011) "Assessing fiscal stress" IMF Working Paper, May 2011.

Banca d'Italia (2011) Rapporto sulla stabilità finanziaria n.2, novembre 2011.

Commissione Europea (2009) "Sustainability Report" European Economy 9/2009.

Commissione Europea (2011) "Public Finance in EMU" 2011, Part IV.

Cottarelli C. (2011) "The Risk Octagon: A Comprehensive Framework For Assessing Sovereign Risks" IMF gennaio 2011.

<http://www.imf.org/external/np/fad/news/2011/docs/Cottarelli1.pdf>.

IMF (2002) "Assessing Sustainability" Policy Development and Review Department of IMF May 28.

ISTAT (2011) "Le cause della crescita del debito pubblico durante la crisi nei paesi dell'area dell'euro" in La situazione del Paese nel 2010, Rapporto Annuale 2011, pag. 46.

ISTAT (2012) "Le crisi del debito sovrano dagli anni novanta ad oggi" in La situazione del Paese nel 2011, Rapporto Annuale 2012, pagg.110-113.

Reinhard C.M., K.S. Rogoff (2010) "Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria", Il Saggiatore.