Debito pubblico, una questione di interessi

Antonino Iero - 11/04/2018 [papers]

Abstract

Italy has a ratio of public debt to GDP close to 132% despite 26 consecutive years of primary surpluses in public accounts. The data shows that interest expense led to the majority of the growth in this ratio, while the most effective factor to contain the increase was the GDP deflator. Trying to reduce the ratio parameter only by increasing primary surpluses seems a road of dubious effectiveness.

Il dibattito sul debito pubblico italiano raramente ha brillato per lucidità. Senza voler riprendere la sterminata letteratura che lo riguarda, possiamo affermare che, in prima approssimazione, si affrontano due schieramenti: da un lato c'è chi ritiene che di esso non ci si debba preoccupare troppo e sostiene tale tesi a dispetto dell'evidenza; dall'altro ci sono quelli che lo considerano invece un problema, con sfumature anche molto diverse per quanto riguarda la sua rilevanza.

Sulle cause dell'esplosione del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo se ne sono sentite di tutti i colori: per i moralisti "abbiamo vissuto al di sopra delle nostre possibilità"; per i giustizialisti "sono i lavoratori autonomi che non pagano le tasse"; per i futuristi "viviamo sulle spalle delle future generazioni"; per gli austeritisti "c'è troppa spesa pubblica"; per gli integerrimi "è tutta questione di corruzione"; per i giovanilisti "si spende troppo per le pensioni"; e così via, ben oltre ogni limite d'immaginazione.

Vi è, tuttavia, un aspetto curioso che accomuna una buona parte dei commentatori che si (pre)occupano del debito pubblico italiano: essi sembrano nutrire uno scarso interesse verso le *cifre* che caratterizzano questo aggregato. In particolare, sembra esservi una relazione di proporzionalità inversa tra la veemenza con cui ci si scaglia contro il debito pubblico e l'interesse a capire come esso abbia raggiunto le dimensioni attuali. Insomma, siamo nel tipico caso in cui ci si guarda bene dall'esaminare i numeri per evitare di offendere rispettabili opinioni precostituite.

Eppure, ricostruire la dinamica del rapporto tra debito pubblico e PIL, anche per sommi capi come fatto nel presente lavoro, risulta sommamente istruttivo. E, a mio parere, fornisce preziose indicazioni sulla direzione da intraprendere per ottenere l'auspicata riduzione di tale quoziente.

Il parametro considerato per svolgere l'analisi è stato il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo, nella convinzione

che questo esprima meglio di altri l'effettivo onere posto a carico delle finanze pubbliche, oltre a rappresentare la metrica più nota di misurazione di tale aggregato.

Ho pensato che fosse opportuno calcolare il peso delle determinanti che hanno condotto un Paese come l'Italia, contraddistinto da un sistema economico sufficientemente evoluto, ad accumulare una quantità di debito così elevata in un lungo periodo di (relativa) pace. A questo scopo, ho sviluppato lo studio a partire da una formula descrittiva della dinamica temporale del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo[1], così che la situazione all'anno 1 sia legata a quella dell'esercizio precedente (anno 0) secondo la relazione:

$$\frac{D_1}{Y_1} = \frac{D_0 + INT_1 - SP_1 - PRIV_1 + VERS_1 + RES_1}{Y_0\,(1 + g_1)\,(1 + p_1)}$$

dove:

D = ammontare del debito pubblico

Y = prodotto interno lordo a valori nominali

INT = interessi passivi pagati dalla Pubblica Amministrazione

SP = saldo primario dei conti pubblici (entrate – spese al netto degli interessi)[2]

PRIV = proventi da privatizzazioni

VERS = contributi versati dall'Italia per gli interventi di salvataggio europei (EFSF, ESM, accordi bilaterali)

RES = residuo a quadratura

g = tasso di crescita reale del PIL italiano

p = deflattore del PIL italiano

La variazione del rapporto tra debito pubblico e PIL è stata scomposta attribuendone una quota a ognuna delle sue determinanti [3], in modo da capire il ruolo che vi hanno giocato e come esso sia evoluto nel tempo. Il contributo di ognuna delle variabili elencate (con l'ovvia eccezione del debito stesso e dell'ammontare del PIL) è stato calcolato isolandolo da quello delle altre, secondo il principio *ceteris paribus*. Gli effetti derivanti dalle correlazioni tra tutte le variabili sono stati invece sommati algebricamente alla componente residuo (RES) e, per semplicità di lettura, rappresentati nell'unica voce "Residuo e correlaz.". I calcoli sono stati eseguiti partendo dal valore Debito/PIL della fine del 1979 ed esaminando le variazioni intervenute nell'intervallo temporale dei 37 anni che vanno dal 1980 al 2016[4].

Per comodità di lettura, ho suddiviso tale arco temporale in decenni, in modo da offrire uno sguardo differenziato in relazione al diverso quadro economico e politico di ogni epoca (al quale si farà solo un fugace riferimento nei commenti). Pertanto, lo studio delle determinanti dell'evoluzione del rapporto tra debito pubblico e PIL è stato suddiviso nei seguenti periodi:

- 1979 – 1989: la parte terminale della prima repubblica;
- 1989 – 1999: la fine della guerra fredda, l'inizio della seconda repubblica e l'ascesa del processo di globalizzazione;
- 1999 – 2009: il consolidamento del processo di globalizzazione, lo scoppio della crisi *subprime* e la grande recessione;
- 2009 – 2016: la crisi dei debiti sovrani e la deflazione nell'Eurozona.

La tabella seguente riporta la sintesi dei vari contributi[5] alla dinamica del rapporto debito pubblico / PIL per ogni decennio e il loro totale nel periodo 1980 – 2016. I numeri esprimono l'aumento (segno positivo) o la diminuzione (segno negativo) del rapporto attribuibile ad ogni variabile nel decennio specificato (l'ultima riga non è altro che il totale di colonna).

	Interessi passivi	Saldo primario	Proventi da privatizz.	Conferim. a EFSF e ESM	Crescita reale PIL	Deflattore PIL	Residuo e correlaz.	Debito / PIL iniz. periodo	Debito / PIL fine periodo
1979 - 1989	80,6	50,1	0,0	0,0	-18,1	-67,4	-13,2	55,9	87,9
1989 -1999	106,7	-27,4	-6,0	0,0	-14,5	-42,0	5,0	87,9	109,8
1999 - 2009	51,9	-19,1	-4,4	0,0	-5,2	-24,7	4,4	109,8	112,6
2009 - 2016	31,9	-9,7	-1,4	3,6	0,2	-8,5	3,2	112,6	131,9
Totale	271,1	-6,1	-11,8	3,6	-37,7	-142,6	-0,6		

In dettaglio:

1979 – 1989: la parte terminale della prima repubblica.

In questo periodo, il peso del debito pubblico sul PIL è cresciuto di ben 32 punti percentuali. Il fattore determinante tale crescita è rappresentato dagli interessi passivi (+80,6 punti di PIL). Altri 50,1 punti sono da attribuire al disavanzo primario. Discreto il contributo alla discesa del parametro da parte della crescita reale del PIL (-18,1 punti) e rilevante quello del deflatore del PIL (-67,4 punti) legato al tasso di inflazione piuttosto robusto di quegli anni.

1989 – 1999: la fine della guerra fredda, l'inizio della seconda repubblica e l'ascesa del processo di globalizzazione.

Il quadro cambia con l'avvento degli anni '90. La manovra del governo Amato nel 1992 e la rincorsa per l'aggancio alla moneta unica europea, imposta dai governi dell'Ulivo a partire dal 1996, mutano la struttura dei conti pubblici, che tendono a presentare avanzi primari anche consistenti. Cosicché, mentre la componente interessi passivi accentua la sua pressione verso l'alto sul rapporto debito / PIL (+ 106,7 punti), il saldo primario viene a cambiare di segno diventando un elemento di contenimento del peso del debito (-27,4 punti). Si entra, inoltre, nel periodo delle privatizzazioni delle aziende pubbliche, sebbene dai dati emerga che il loro contributo alla riduzione dell'incidenza del debito non sia stato determinante (-6 punti nel decennio).

La crescita reale del PIL rispecchia sostanzialmente il contributo dato nel decennio precedente (anche se è inferiore di circa 4 punti). Invece, la spinta contenitiva del deflatore del PIL appare meno efficace (solo 42 punti di riduzione contro i -67,4 del periodo precedente), probabile conseguenza del convergere dell'inflazione italiana verso la media europea.

Nel complesso, negli anni '90 del peso del debito pubblico sul PIL è aumentato di quasi 22 punti.

1999 – 2009: il consolidamento del processo di globalizzazione, lo scoppio della crisi *subprime* e la grande recessione.

In questo decennio, l'allineamento dei tassi di interesse in prossimità di quelli dei Paesi *core* dell'Unione Monetaria permette di contenere la spinta all'incremento della voce interessi passivi (51,9 punti di PIL rispetto ai 106,7 della decade precedente). Scende anche la forza contenitiva dell'avanzo primario (-19,1 punti contro -27,4) e non manca il contributo dei proventi da privatizzazioni, anche se rimane su valori sostanzialmente marginali.

Vi è, però, una rottura con il passato: si riduce drasticamente la capacità della crescita reale del PIL di contenere l'incremento del peso del debito. Appena -5,2 punti, anche in conseguenza della "grande recessione" del 2009. La stessa componente inflattiva (deflatore del PIL) appare meno incisiva, dimezzando il suo effetto di abbattimento del peso del debito rispetto al decennio precedente.

In questa decade comunque un miglioramento evidente c'è se la crescita dell'incidenza del debito pubblico sul PIL è limitata a meno di tre punti percentuali.

2009 – 2016: la crisi dei debiti sovrani e la deflazione nell'Eurozona:

Questo periodo si presenta come uno dei più difficili per l'economia italiana. Nel 2010 scoppia la crisi del debito greco, seguita dalle difficoltà di Irlanda, Portogallo, Cipro e successivamente Spagna. Nel 2011 le tensioni si scaricano anche sull'Italia i cui titoli di Stato sul mercato secondario si deprezzano rapidamente.

In questi sette anni il peso del debito pubblico sul PIL aumenta di oltre 19 punti, portandosi al livello record del 132%. Ancora una volta sono gli interessi passivi a guidarne l'aumento. La politica di bilancio (saldo primario) non va oltre una riduzione di 9,7 punti; irrilevante è il contributo delle privatizzazioni, mentre i versamenti effettuati ai fondi di salvataggio europei (e quelli bilaterali alla Grecia) appesantiscono il rapporto di 3,6 punti.

A causa del biennio di recessione (2012 – 2013) sperimentato sotto l'esecutivo Monti, l'effetto della "crescita" reale del PIL cambia di segno e, addirittura, determina un leggero incremento del parametro in esame. Nello stesso tempo, però, la deflazione in cui cade il nostro Paese (e l'Europa) limita drammaticamente anche il contributo stabilizzatore del deflatore del PIL che si riduce a solo -8,5 punti.

Qualche considerazione finale.

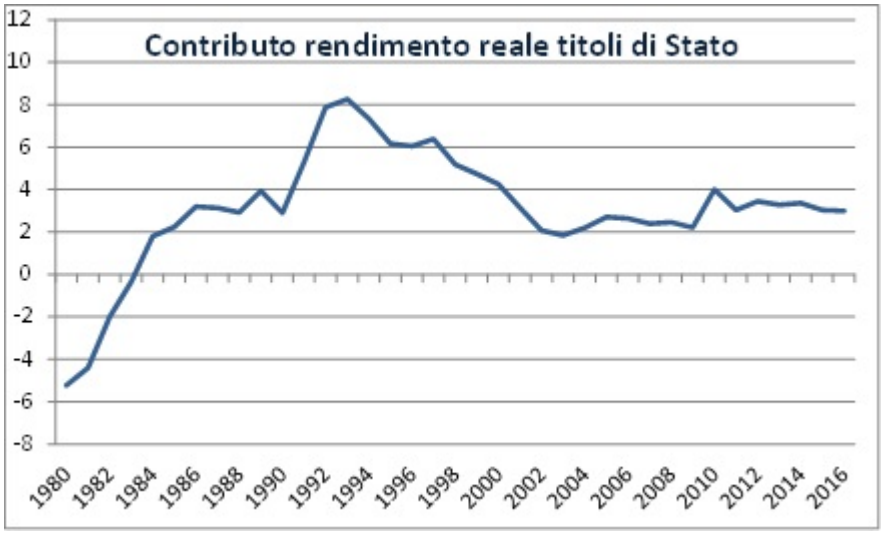
È difficile sfuggire al dato più rilevante evidenziato dall'analisi: in tutto il periodo e in tutti i sottoperiodi esaminati, il principale (quando non l'unico) fattore di crescita del rapporto tra debito pubblico e PIL è rappresentato dagli interessi passivi. Il saldo primario, con l'eccezione del primo decennio, ha costantemente contribuito a ridurre il peso del debito sul PIL, in particolare durante il percorso di aggancio alla moneta unica europea. E questo ha rilevanti implicazioni sui meccanismi di genesi del debito, non essendo stata tanto la spesa pubblica (pensioni, sanità, etc.) o la scarsità di risorse fiscali a gonfiare il debito, bensì gli interessi pagati su quel debito stesso. Questa prova dovrebbe mettere una pietra tombale sul cicaleccio di quanti si ostinano a sostenere che "abbiamo vissuto al di sopra delle nostre possibilità", che "ah, le pensioni di anzianità", che "non ci possiamo permettere la sanità pubblica" e altre corbellerie di tal fatta. In tutto il periodo esaminato, lo Stato italiano si è dissanguato non tanto per garantire ai propri cittadini migliori e più numerosi servizi ma piuttosto, perversamente, per corrispondere una generosa remunerazione ai propri finanziatori (sia nazionali che esteri).

In questo panorama, la scelta di tagliare la spesa pubblica per pagare gli interessi sul debito appare in una luce affatto nuova. Non una asettica necessità derivante da imperscrutabili meccanismi tecnici, bensì la decisione di penalizzare le fasce meno abbienti della popolazione per continuare a garantire un soddisfacente reddito ai *creditori* del debito pubblico nazionale.

Inoltre, i dati ci dicono che il più efficace strumento per contenere l'aumento del peso del debito non sarebbe affatto la crescita economica (con buona pace di tutti i "crescitisti"), bensì il deflatore del PIL (assimilabile, per certi versi, all'inflazione). Purtroppo, guardando al futuro, non sarebbe bene fare molto conto sul deflatore del PIL come strumento per limitare il peso del debito sul PIL (peraltro, per diverse ragioni che non è possibile esaminare qui, non sarebbe neanche desiderabile). Infatti, appare difficile immaginare una ripresa dell'inflazione a causa dell'attuale panorama di modesta dinamica economica e, soprattutto, nel quadro di un'Unione Monetaria che premia le economie più efficaci nel ridurre le retribuzioni (e le tutele) dei lavoratori. Finché la via maestra per aumentare la competitività dei sistemi produttivi nazionali sarà considerata la

compressione salariale, vi sono poche probabilità di vedere i prezzi al consumo riprendere una dinamica fisiologica.

Da qui l'utilità di ragionare in termini di rendimento reale dei titoli pubblici. Infatti, se prendiamo in esame i due contributi alla variazione del rapporto tra debito pubblico e PIL quali la spesa per interessi e il deflattore del PIL, otteniamo una approssimazione (dal punto di vista logico) del contributo ascrivibile al *rendimento reale dei titoli pubblici*. L'evoluzione di tale valore nell'arco di tempo in osservazione è rappresentata nel grafico sotto[6]:



Si noti come fino al 1983, ancora due anni dopo il "divorzio" tra Tesoro e Banca d'Italia, il contributo alla variazione del rapporto debito / PIL legato al rendimento reale dei titoli pubblici (inteso come sopra specificato) risulti addirittura negativo: ossia, la remunerazione corrisposta agli investitori rimaneva inferiore all'inflazione (o meglio, al deflattore del PIL). Successivamente, il dispiegarsi dell'effetto del "divorzio" legato alla sostituzione dei vecchi titoli in scadenza, l'impennata dei tassi di interesse derivante dalla crisi della lira nel 1992 e la progressiva riduzione della dinamica inflazionistica hanno fatto sì che il rendimento reale sia diventato il fattore più propulsivo dell'incremento del rapporto tra debito e PIL (nel 1992 e 1993 sono stati toccati i massimi, con crescite intorno all'8 per cento annuo). Negli ultimi anni, l'incremento del rapporto debito / PIL attribuibile al rendimento reale pare essersi stabilizzato nell'intorno del 3% annuo.

È dal 1992 che la riduzione del peso del debito sul PIL viene perseguita attraverso gli avanzi primari. Alla luce dei risultati, si tratta di un percorso inefficace che, in ogni caso, richiede tempi lunghi, anche a causa delle ricadute di tale scelta sulla dinamica economica e sui prezzi (tempi, in ogni caso, incompatibili con le regole del *fiscal compact*[7]). In alternativa, il contenimento del rapporto tra debito pubblico e PIL si potrebbe realizzare mediante la riduzione del rendimento reale corrisposto sui titoli pubblici, ma questa sua compressione richiede un intervento di indirizzo politico di non semplice articolazione che non è possibile trattare in questa la sede[8], sebbene, alla luce dell'emergenza, esso risulti ormai indispensabile. Infatti, questa strada appare come l'unica via per riportare, in un arco temporale ragionevole, l'incidenza del debito su valori meno patologici e, in tal modo, tornare a conferire ai governi italiani uno spazio di manovra fiscale e di politica economica degni di un Paese sovrano. Ma, fattore ancora più rilevante, il dispiegamento di maggiori risorse pubbliche rappresenta altresì la condizione necessaria per mantenere quell'indispensabile coesione sociale senza la quale l'esistenza stessa di una nazione appare pericolosamente messa in discussione.

*Responsabile del Centro Studi e Analisi Economiche e Finanziarie di UnipolSai Assicurazioni

Le opinioni espresse nel presente documento sono di responsabilità esclusiva dell'autore e non riflettono necessariamente la posizione ufficiale dell'ente di appartenenza.

[1] Per chi volesse approfondire la materia consiglio di consultare: ISTAT "Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle

amministrazioni pubbliche secondo il trattato di Maastricht" e il REGOLAMENTO (UE) N. 549/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 maggio 2013, relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nell'Unione europea.

[2] La somma algebrica tra INT e SP dà il disavanzo netto, più noto come deficit pubblico.

[3] Devo ringraziare Verena Brufatto per la paziente e intelligente opera di ricostruzione dei dati.

[4] Debito, PIL, disavanzo netto, spesa per interessi sono stati tratti dagli archivi forniti da Prometeia e da ISTAT / Datastream; i ricavi da privatizzazioni e i versamenti ai fondi di salvataggio europeo sono stati tratti da Banca d'Italia (tabelle TCCE0100, TCCE0300).

[5] I dati sono espressi in valori percentuali sul PIL.

[6] Nel grafico è stato rappresentato il contributo alla variazione del rapporto debito / PIL tenendo conto anche dell'effetto della correlazione tra le due variabili.

[7] G. Gattei, A. Iero, Fiscal Compact: quanto ci costi?, www.economiaepolitica.it/, 8 maggio 2014.

[8] Ad esempio, si veda E. Grazzini, Tre proposte per ridurre il rapporto debito pubblico / PIL, www.economiaepolitica.it/, 14 marzo 2018.