

Come sono stati ridotti i debiti pubblici.

Bernardini-Cottarelli-Galli-Valdes
Osservatorio sui conti pubblici

Commenti

Massimo Bordignon

European Fiscal Board & Università Cattolica*
Collegio Carlo Alberto, Torino, maggio 2019

* Le opinioni espresse in questo documento rispecchiano solo l'opinione dell'autore e non quella delle istituzioni d'appartenenza.

Piano della discussione

- Cosa dice il lavoro;
- I risultati
- Le conclusioni
- Commenti sul lavoro;
- Commenti sul caso italiano

Cosa dice il lavoro

- Da formula su dinamica D/Y individuazione *meccanismi teorici* con cui si può ridurre debito pubblico:
- 1) Aumento avanzo primario (*approccio ortodosso*); 2) Inflazione (inattesa); 3) Repressione finanziaria; 4) privatizzazioni & debt management 5) ristrutturazione; 6) Approccio del denominatore; 7) «pooling dei debiti» tra paesi sovrani.
- Analisi **storica dal dopoguerra** (1945-2015) delle strategie adottate per ridurre il debito pubblico nei paesi sviluppati, dove «riduzione» significa -25% rapporto D/Y (con 3 eccezioni) e i paesi sviluppati (subset 36 di IMF) sono 23.
- Individuazione 30 casi in 21 paesi, spesso ripetuti.

Risultati

- L'approccio del denominatore NON ESISTE; non è possibile aumentare spesa / ridurre tasse e sperare che questo migliori il rapporto D/Y; **no free lunch.**
- (Iper-) *Inflazione* ha funzionato nell'immediato dopo guerra; ma caso eccezionale, più una necessità per tener conto della distruzione dell'offerta dovuta alla guerra che un'esplicita strategia anti-debito;
- *Repressione finanziaria* (+ moderata inflazione & buona crescita) ha funzionato fino fine anni '70 contribuendo a tenere $(i-g) < 0$; impossibile dopo liberalizzazione movimenti capitali, eliminazione vincoli di portafoglio, banche pubbliche privatizzate.
- *Approccio ortodosso* (con $(i-g) > 0$) ha funzionato in una decina di paesi anni 90-primi 2000; in media periodo 12 anni, con surplus primario =4,1% e senza effetti rilevanti crescita, media 3,8%;

Risultati

- *privatizzazione & debt management* hanno dato una mano (soprattutto con privatizzazioni anni '90), mai risolutivi;
- «Debt pooling» possibile solo in casi eccezionali (costituzione di una nuova sovranità, USA 1780, Italia, 1861); anche le varie proposte di *redemption fund* discusse in sede europea e mai applicate prevedono qualche forma di solidarietà in conto interessi MAI una mutualizzazione debiti;
- *Ristrutturazione debito* rischia di essere controproducente; es. caso greco. Si taglia il valore facciale del debito, ma il paese poi deve indebitarsi per salvare banche e il PIL collassa per effetto ricchezza, crollo domanda e credito. In Grecia, haircut del 52% sul 56% del debito; ma D/Y si è ridotto solo del 21%, con la necessità di mantenere alti avanzi primari anche *dopo* la ristrutturazione.

Conclusioni (ovviamente pensando all'Italia)

- Non c'è alternativa *all'approccio ortodosso*: ridurre il debito tramite alti avanzi primari mantenuti per un lungo periodo di tempo.
- L'iper-inflazione è dannosa (e comunque non si può fare finché si resta nell'euro); l'ipotesi della mutualizzazione dei debiti non esiste e perfino le limitate proposte di solidarietà in conto interessi avanzate in sede europea non sono mai state applicate; la repressione finanziaria non si può fare in un contesto di liberalizzazione e comunque sarebbe contraria alle regole europee; la ristrutturazione è costosa e rischia di non risolvere nulla; le privatizzazioni possono solo aiutare, non risolvere; l'approccio del denominatore è una bufala, buona solo per i talk show e i comizi dei politici.
- Su un piano più positivo: l'evidenza storica mostra come alcuni paesi, **anche europei appartenenti all'euro**, che hanno adottato l'approccio ortodosso, sono riusciti a ridurre il debito e senza (apparentemente) grandi costi in termini di crescita.

Commenti sul paper

- Buon lavoro, ben scritto e ben fatto, largamente condivisibile.
- Sul punto principale -la letteratura economica sul valore dei moltiplicatori è quanto di più **inconcludente** ci possa essere- alla luce di quanto sappiamo hanno ragione; l'approccio del denominatore non esiste. **Non si può stabilmente ridurre il D/Y tagliando le tasse o aumentando la spesa** (con fissi tassi di interesse).
- Questo naturalmente non significa che in alcuni casi (forte recessione) una politica restrittiva non possa essere **controproducente** anche in termini di sostenibilità conti pubblici se riduce durevolmente **crescita potenziale**. La forte politica pro-ciclica in Europa nel 2011-13 è stata un errore madornale; e se forse necessaria in alcuni paesi per evitare il default, non lo era per gli altri.

Commenti sul paper

- Attenzione, però, questo è vero anche *au contraire*. Non si può sostenere l'approccio ortodosso (cioè aumentare l'avanzo primario tagliando spese e aumentando tasse) e **non ritenere** che questo avrebbe **effetti negativi** sul livello e la crescita del reddito (sempre tralasciando effetti tassi di interesse).
- E' possibile che alcuni paesi negli anni '90-primi anni 2000 siano riusciti a ridurre D/Y con questo approccio pur mantenendo alti livelli di crescita economica, ma mancano **contro-fattuali & nessi causali**.
- E i dati medi riportati nelle tabelle **sull'approccio ortodosso**, 4,1% di avanzo primario per 12 anni con crescita 3,8% sono un po' *mis-leading*. Danno l'impressione che sia tutto sommato facile mantenere avanzi primari così elevati per lungo tempo con costi bassi. Questo non è vero.

Commenti sul paper

- **Eichengreen & Panizza** («A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve its Debt Problem?» 2015).
- E & P guardano a 54 paesi tra il 1974-2013 (*inclusi tutti i 23 del presente lavoro*) e trovano che solo 5 paesi hanno tenuto un surplus primario > 4% per più di 10 anni.
- Confrontando con tab.6.1, Finlandia e Danimarca sono accreditati da E & P di un **avanzo primario** molto minore.
- Dei paesi residui, la Norvegia non c'entra nulla (l'avanzo del 6,6% è per eliminare le entrate petrolifere), Canada, Islanda, Nuova Zelanda sono mondi diversi (hanno la loro moneta), l'Irlanda è caso straordinario (per i profitti delle multinazionali sul PIL). Resta solo il **Belgio**.

Commenti sul paper

- Questo non significa che «l'approccio ortodosso» non sia possibile; E & P trovano molti casi (il 16% nel loro campione) di **un avanzo primario >3% per 5 anni**. Questo è un livello ragionevole.
- Politicamente difficilissimo mantenere surplus molto elevati per tanto tempo; **finita la fase emergenziale, le pressioni per spendere o tagliare le tasse diventano insostenibili**.
- Anche l'Italia nel 2000 aveva un surplus primario del 5%, risultato del dividendo di Maastricht (crollo dei tassi di interessi) e dello sforzo di raggiungere la moneta unica; nel 2005, Berlusconi l'aveva completamente annullato.
- Certo, avremmo dovuto fare anche noi come il Belgio (e non solo sui conti pubblici ma anche sul mercato del lavoro). Ma **non l'abbiamo fatto**.

Commenti sul paper

- E & P ci dicono anche qualcosa del perché.
- La loro analisi econometrica sulle **determinanti economiche e istituzionali** dei processi di aggiustamento via surplus primario dicono che a riuscirci sono soprattutto: «**paesi molto piccoli**, coesi al proprio interno, con bassi livelli di disuguaglianza, fortemente esposti alla concorrenza internazionale, con sistemi elettorali proporzionali e governati da partiti di sinistra».
- L'opposto del caso italiano dei primi anni 2000-10 !
- Conclusioni: avanzi primari unica strategia: però *bad news* (in una democrazia) solo avanzi **limitati** sono **realistici** per tempi prolungati.

Commenti sul paper

- Comunque, *good news*: forse non c'è più bisogno di **avanzi primari così elevati** come negli anni '90-2000.
- **Blanchard 2019**, «Public debt and low interest rates» AER.
- Blanchard nota che storicamente «*i-g*» >0 è un'eccezione per gli USA (vale solo per un decennio; lo stesso in molti altri paesi: Mauro, IMF, 2019). Ma con «*i-g*» <0 D/Y si riduce automaticamente, *anche con un surplus primario =0*.
- In Europa, lo *snow ball effect* è *negativo* dal 2015; al momento, *tutti i paesi euro, ad eccezione dell'Italia*, hanno «*i-g*» <0 . Confrontando il tasso di interesse a 10 anni e le previsioni di crescita nominale a 10 anni, «*i-g*» è uguale a -2 nell'area euro, -1 negli Usa, -1,3 in Giappone, -2,4 nel Regno Unito.

Commenti sul paper

- Naturalmente:

- 1) nessuno sa se i bassi di interesse attuali sono **eccezionali**, dovuti alla politica monetaria iper-espansiva degli ultimi anni o **permanenti** (come suggerirebbe la teoria della *secular stagnation*, il tasso di interesse naturale è *negativo*, almeno nei paesi sviluppati).
- 2) Ma anche nel primo caso, i bassi tassi di interesse potrebbero essere *locked in* con swap ed emissioni sufficientemente lunghe; e.g. Piero Giarda su Italia;
- 3) Il debito pubblico potrebbe avere comunque effetti distorsivi (il *crowding out* degli investimenti privati), anche se Blanchard li stima limitati;

Commenti sul paper

- In buona sostanza, **tolta l'Italia**, per la maggior parte dei paesi europei avanzati può essere che il problema della sostenibilità del debito **sia esagerato** e che nel futuro prossimo si possa ridurre stabilmente D/Y anche con **surplus primari** molto bassi o addirittura con deficit limitati.
- Questo naturalmente **cozza con le regole europee** che richiedono (più o meno) a tutti i paesi di mantenere un equilibrio di bilancio. Magari i 2 punti addizionali annuali di riduzione D/Y che arrivano da $(i-g) < 0$ potrebbero essere usati meglio che per accelerare la riduzione del debito. Ne stiamo discutendo EFB. Perfino in Germania si ridiscute del *debt break*.

Commenti sul caso italiano

- Come riduciamo il rapporto D/Y?
 - 1) Certo, non aumentando le spese (soprattutto correnti) e tagliando le tasse. In più, come si è visto, ogni azione *unilaterale* di questo tipo aumenta **lo spread e l'incertezza**, impedendo perfino l'ottenimento di vantaggi di breve periodo sulla crescita (invece di un' «austerità espansiva» un' «espansione fiscale restrittiva»).
 - 2) La ristrutturazione del debito è iper costosa e forse non risolutiva, dovrebbe essere evitata. Anche l'uscita dall'euro e l'iper-inflazione andrebbe evitata per un miliardo di ragioni.
 - 3) Una soluzione può essere **avanzi primari**. Ma come detto questi non possono essere **troppo elevati**, perché insostenibili politicamente, soprattutto in un paese che è ancora sotto 7 punti di PIL dal 2007, e perché c'è il rischio che se troppo elevati ammazzino *g*.

Commenti sul caso italiano

- (Anche perché non è facile **aumentare più di tanto** gli avanzi primari)
- 1) Sul **braccio produttivo** del settore pubblico abbia già tagliato molto (da 2007 a 2017, nonostante la caduta del reddito, gli stipendi da lavoro pubblico su PIL sono passati da 11% a 9,5%, la spesa per acquisti è ferma all'8%, la spesa per investimenti da 5% al 3%). Sul **braccio distributivo**, i trasferimenti monetari (80% pensioni) sono passati dal 17 al 20%, sarebbe bello ridurli ma è molto difficile agire (popolazione anziana, pensioni bassi). Certo non avremmo dovuto aumentarle.
 - 2) Sulle tasse, si potrebbe sicuramente razionalizzare il sistema e potremmo (anche forse abbastanza facilmente sul piano tecnico) ridurre **l'evasione fiscale** (140 miliardi l'anno), ma ci sarà pure una ragione per cui non l'abbiamo mai fatto. Dopo Visco, gli italiani hanno votato in massa per Tremonti.)

Commenti sul caso italiano

- 1) Certo, si può e si deve cercare di aumentare g . Ma non mi farei soverchie illusioni per ragioni **strutturali** (la dinamica demografica), **politiche** (si fa fatica a vedere forze in campo con una strategia coerente per la crescita del paese, certo non l'attuale governo) e perché comunque sono **effetti di lungo periodo**.
- 2) La cosa VERAMENTE positiva è che **i tassi di interesse sono bassi e forse lo resteranno molto a lungo**. Dunque, se riuscissimo a eliminare o ridurre molto lo spread, allora anche con un **g basso** e un **limitato avanzo primario** potremmo riuscire a mettere D/Y su un **percorso decrescente**, senza insostenibili politiche draconiane e senza ammazzare l'economia. La domanda è: Come?