



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Debito pubblico e nuove regole fiscali

Massimo Bordignon

(UCSC & EFB)

La progettualità dell'industria bancaria

ASSBB & UCSC

Bologna, 4-6 Aprile 2024



- Il quadro attuale
- L'aggiustamento necessario nel breve medio periodo
- Le nuove regole europee
- Le nuove priorità di spesa
- Il lungo periodo
- Shock demografico e PIL
- I tassi di interesse.



Il quadro attuale

- Nel ventennio 2000-2020 l'Italia è **creciuta pochissimo** (zero in termini di reddito pro-capite), accumulando forti ritardi rispetto anche alla pur anemica crescita europea, con una produttività stagnante.
- Questo anche in conseguenza di **ampi shock** (crisi finanziaria, crisi dell'euro) mal gestiti a livello nazionale e europeo. In questo contesto, la **pandemia** poteva essere il colpo di grazia definitivo.
- Invece, da allora l'economia italiana ha dato segnali di **grande vitalità**.



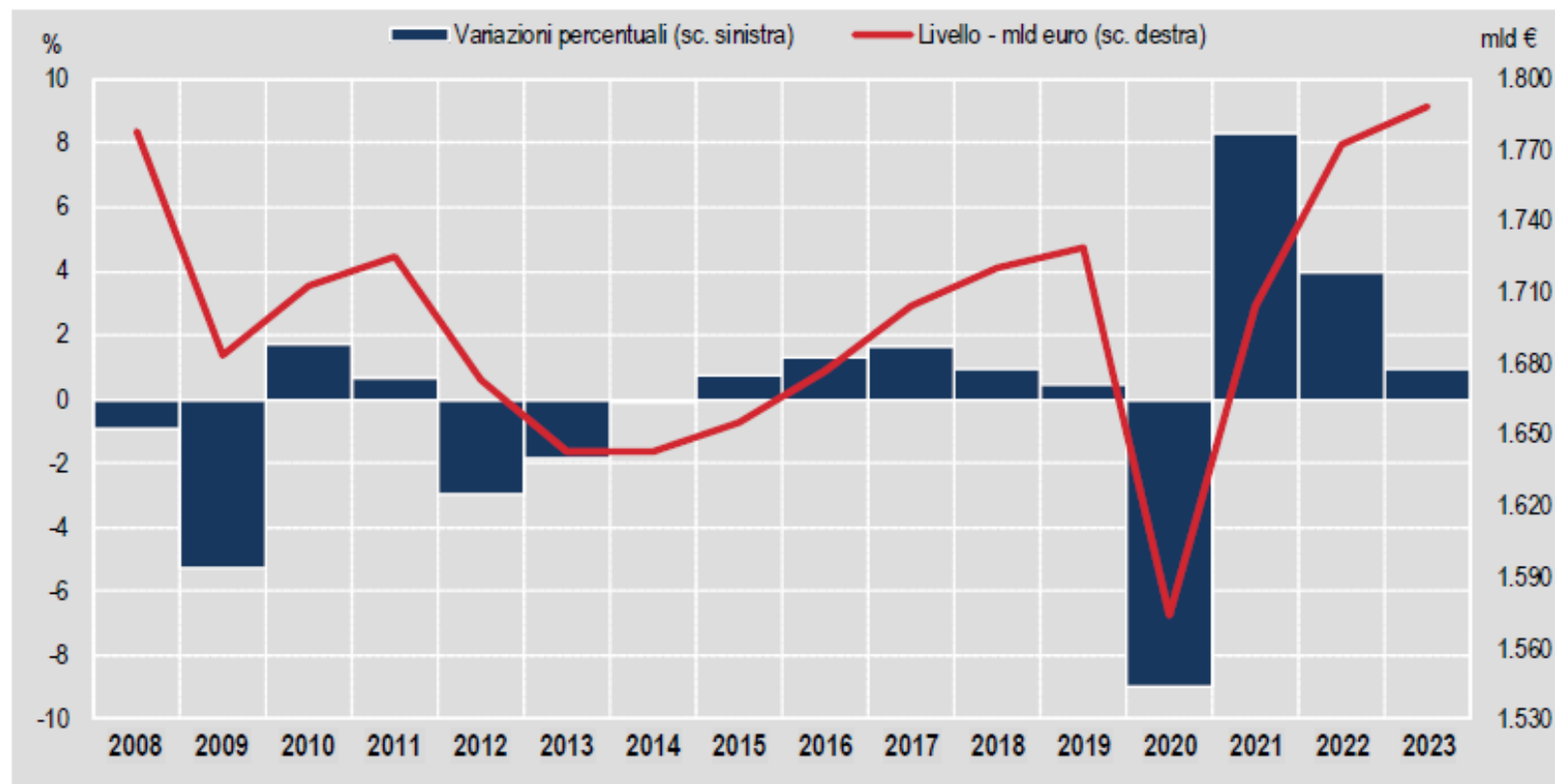
Il quadro attuale

- Nel 2019-23 (cioè **inclusa** la pandemia) l'Italia è cresciuta in **termini reali** del 3.5%. Più degli altri grandi paesi europei: Spagna, 2.5%; Francia: 1.5%; Germania:0.7%;
- sono aumentati fortemente gli **investimenti pubblici** (+1% su PIL) e privati, con una dinamica più elevata che nei partner europei;
- ha superato meglio lo shock energetico (bilancia commerciale ritornata subito **in attivo** nel 2023, con un boom dell'export, 730 mld);
- la partecipazione al mercato del lavoro e l'occupazione hanno raggiunto **livello record**, pur se ancora più bassi che in EU.



FIGURA 1. ANDAMENTO DEL PIL IN VOLUME

Anni 2008-2023, valori concatenati in milioni di euro (anno di riferimento 2015) e variazioni percentuali annuali





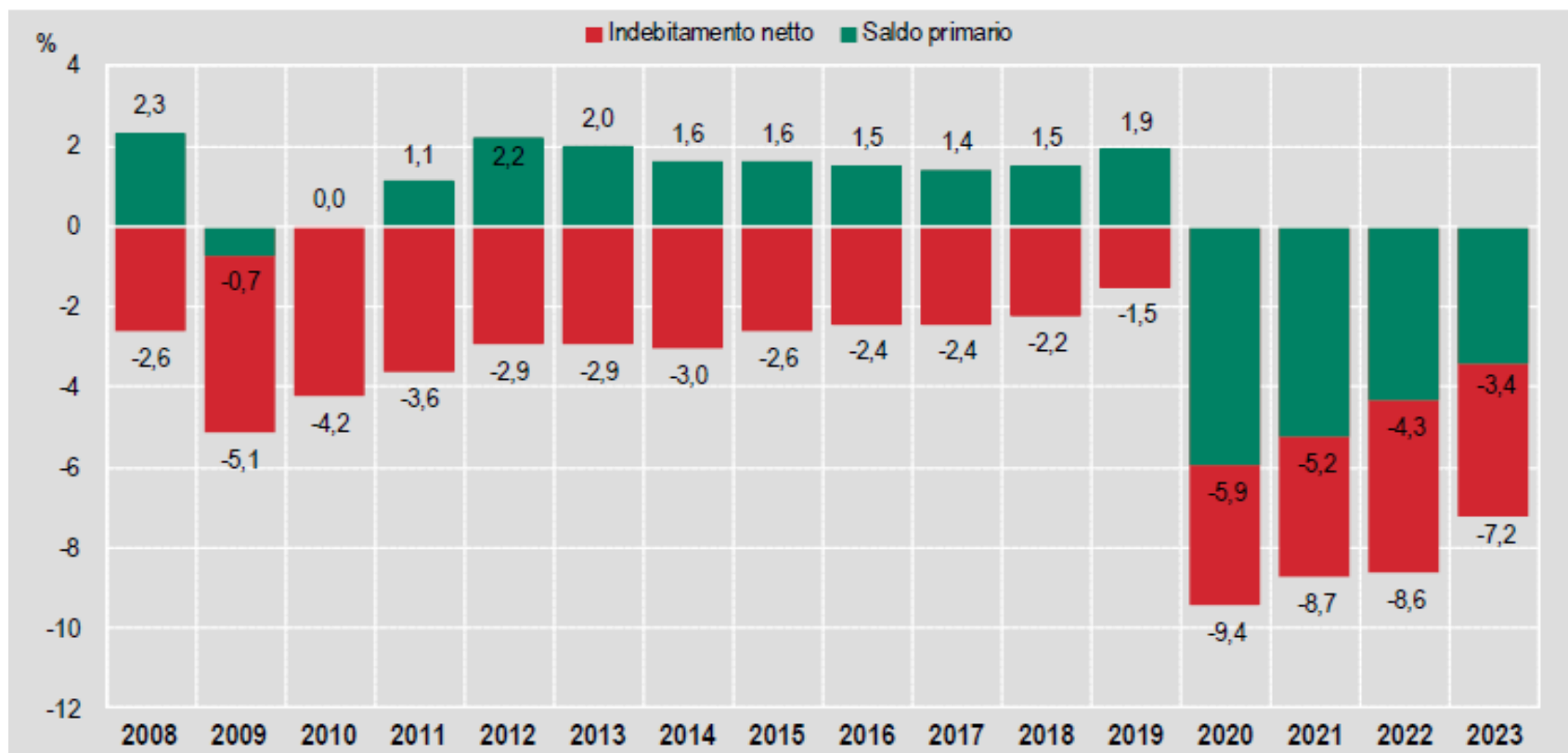
Il quadro economico

- La ripresa economica è stata così rapida anche perché sostenuta da una **politica fiscale fortemente espansiva**..
- A sua volta resa possibile dagli interventi europei sia sul **piano monetario** (i programmi di acquisto titoli pubblici da parte della BCE) che **fiscale** (i prestiti agevolati da parte dell'Unione Europea : SURE, PNRR)..
- Ciò ha consentito al bilancio pubblico di sostenere l'economia, accumulando però **ingenti disavanzi pubblici**..



Istat, 2024

FIGURA 2. SALDI DI FINANZA PUBBLICA IN RAPPORTO AL PIL
Anni 2008-2023, incidenza percentuale sul Pil





Inflazione e debito

- Nel 2022 e 2023 non solo la crescita reale è stata soddisfacente ma anche la **crescita nominale** è stata molto elevata per la ripresa dell'inflazione.
- I tassi di interesse **sono aumentati** per il mutato atteggiamento della politica monetaria in funzione anti-inflazionistica;
- Ma il costo del debito è **aumentato poco** (la spesa per interessi su PIL è passata dal 3,8% sul PIL del 2019 al 4,2% del 2023), perché è cresciuto il PIL nominale e perché la lunga durata del debito italiano (7,8 anni) ha fatto sì che solo una **quota limitata** sia stata finora emessa ai nuovi e più elevati tassi di interesse.



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Inflazione e debito

- Di conseguenza, lo **snowball effect** è stato fortemente negativo e più che sufficiente a compensare gli elevati deficit primari.
- Il rapporto debito su PIL si è dunque fortemente **ridotto**.



Lo snowball effect

- Ma come evolve questo rapporto D/Pil?

$$\frac{D_t}{Pil_t} = \frac{D_{t-1}}{Pil_{t-1}} \frac{(1+i)}{(1+g)} + \frac{(G_t - T_t)}{Pil_t}$$

- 1) avanzo /disavanzo primario (spesa totale al netto interessi meno entrate totali)
- 2) effetto «palla di neve» (*snowball effect*) sul rapporto dell'anno precedente: confronto fra «i» e «g»
 - Se $i > g \Rightarrow D/Pil$ aumenta anche a disavanzo=0
 - Se $i < g \Rightarrow D/Pil$ si può ridurre anche con disavanzo>0



PROSPETTO 4. AGGREGATI DI FINANZA PUBBLICA

Anni 2020-2023, milioni di euro a prezzi correnti e valori percentuali

AGGREGATI	2020	2021	2022	2023
Accreditamento (+)/Indebitamento (-) netto	-155.845	-159.169	-167.958	-149.475
Indebitamento netto/Pil (%)	-9,4	-8,7	-8,6	-7,2
Saldo primario (a)	-98.536	-95.475	-85.080	-70.864
Saldo primario/Pil (%)	-5,9	-5,2	-4,3	-3,4
Prelievo fiscale	708.713	776.089	833.621	886.328
Pressione fiscale (a)	42,7	42,6	42,5	42,5
Debito	2.573.539	2.679.901	2.757.547	2.862.809
Debito/Pil (%)	154,9	147,1	140,5	137,3

Fonti: per il Debito Pubblico Banca d'Italia, Collana Statistiche, 'Finanza pubblica: fabbisogno e debito - dicembre 2023' del 15 febbraio 2024.

(a) vedi glossario



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

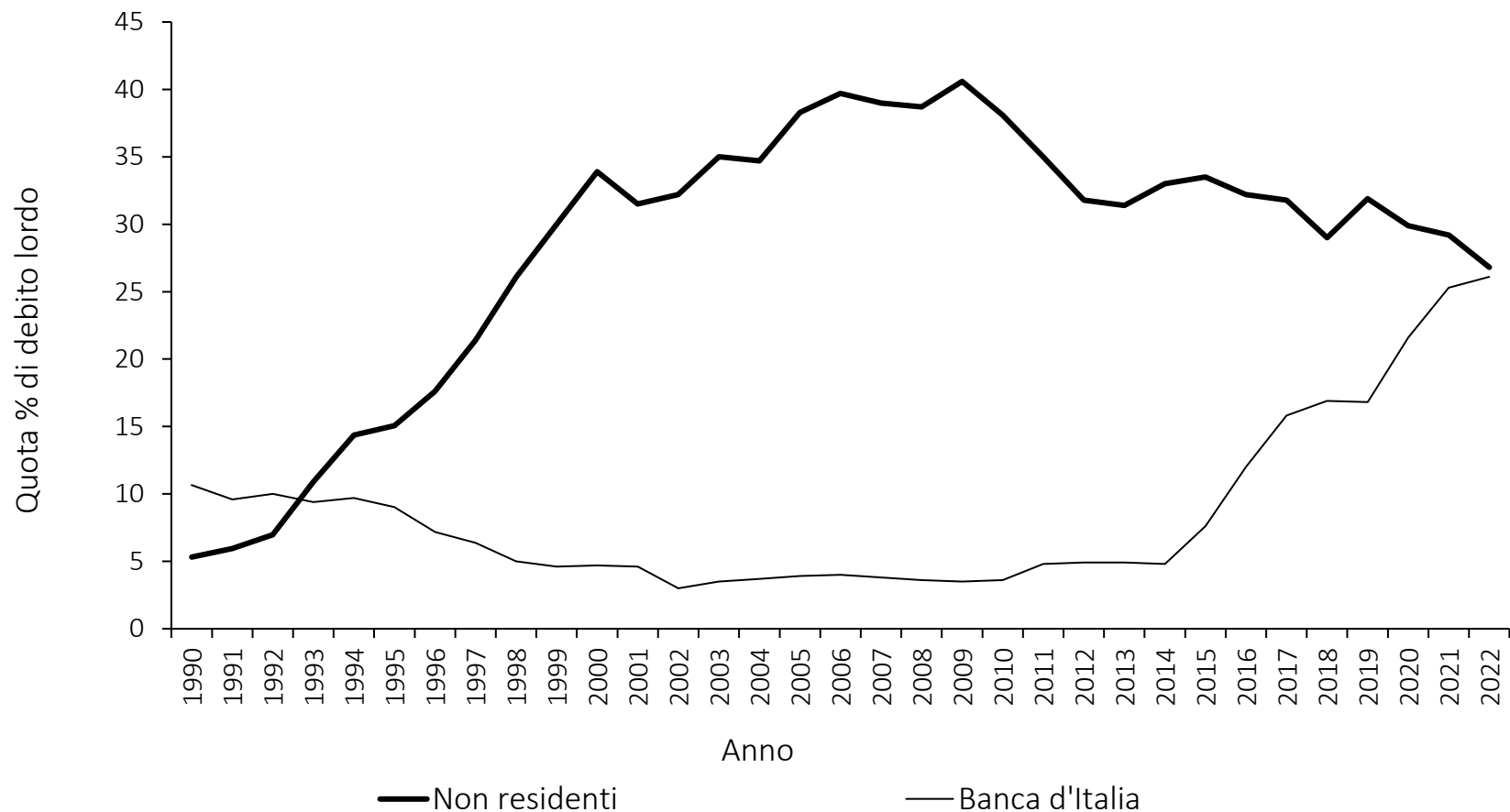
Chi detiene il debito pubblico italiano?

- Anche la riduzione del proprio bilancio deciso dalla BCE in funzione anti-inflazionistica a partire dal 2022 non ha comportato (finora) problemi al collocamento di titoli di stato.
- In parte, perché questo processo è molto **graduale** (il disinvestimento in titoli italiani è dal luglio 2023 di circa 30 mld al mese secondo stime OCPI) e l'eurosistema ancora possiede **circa 700 mld di titoli di stato** (su cui potenzialmente il Tesoro non paga neanche interessi);
- In parte, perché la vendita di titoli di stato da parte della BCE è stata compensata da **maggiori acquisti** da parte dei residenti, famiglie (11%) e fondi di investimento italiani (14%).



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Chi detiene il debito pubblico italiano?



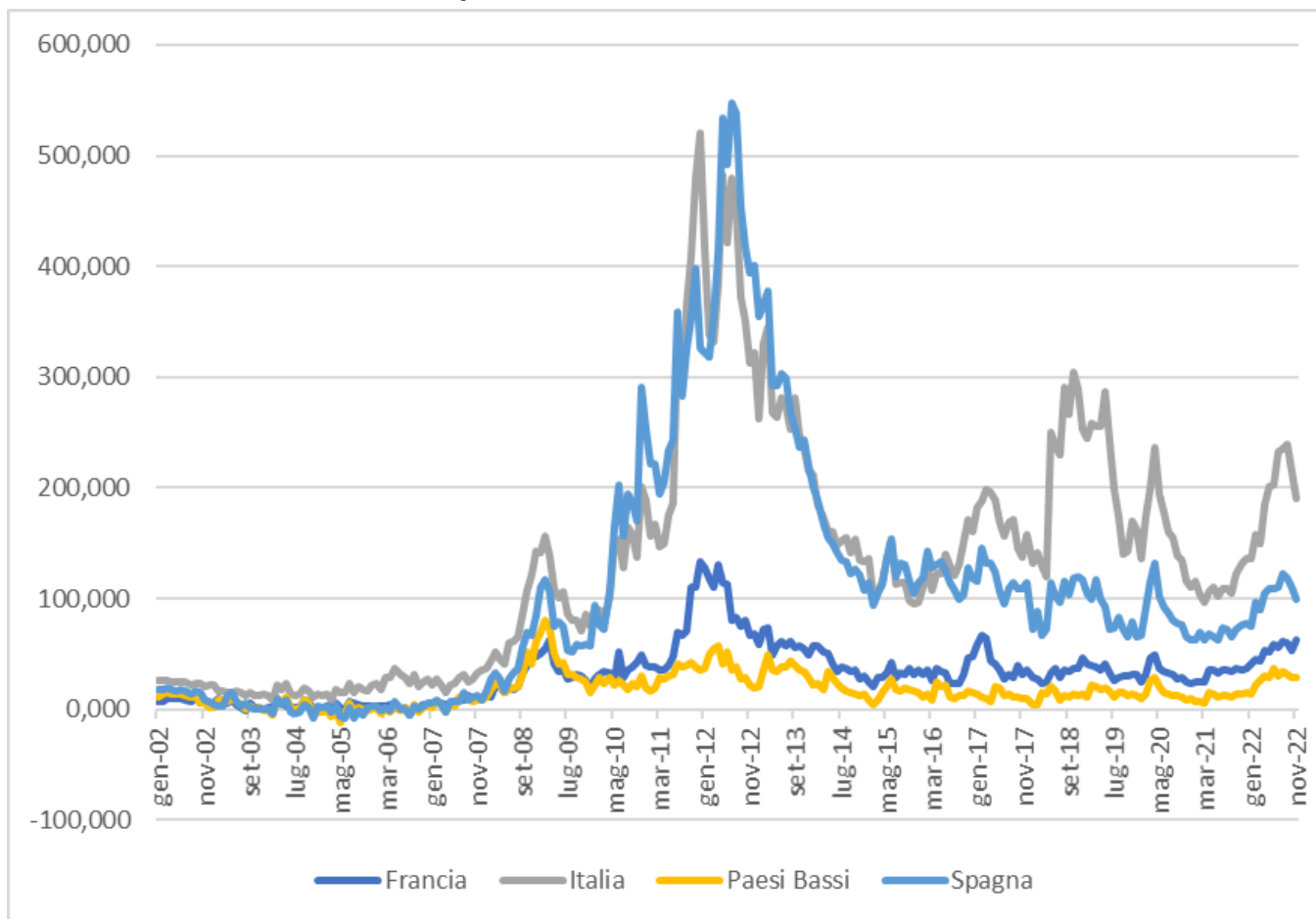


Lo spread

- Anche lo spread BTP-Bund, dopo un'accelerazione alla fine del 2022 a seguito del **mutato orientamento** della politica monetaria, quando ha raggiunto i 250 punti, si è ridotto e si colloca adesso attorno ai 130 punti;
- Sullo spread ha probabilmente giocato anche l'annuncio dell'introduzione di un nuovo strumento da parte della BCE nel luglio del 2022, il **Transmission Protection Instrument (TPI)**, teso ad impedire ampliamenti nei rendimenti «non giustificati sulla base dei fondamentali di mercato», anche se lo strumento non è mai stato utilizzato.



Lo spread tra BTP e Bund



Fonte: BCE



Il medio termine

- Il problema è che la situazione **non può durare**.
- Con il rientro dall'inflazione la **crescita nominale si ridurrà** e via via che una quota maggiore del debito viene emesso ai maggiori tassi di interesse, **il costo del debito aumenterà** (anche se ci si aspetta che la BCE ridurrà i tassi di interesse entro l'estate).
- Lo *snowball effect* si ridurrà o cambierà segno.
- L'Italia deve dunque ricostruire rapidamente un **avanzo primario** per evitare che il rapporto debito su PIL ricominci a crescere. Dal DEF 2023..



Il rapporto Debito su Pil

FIGURA IV.3: PROIEZIONE DI MEDIO TERMINE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL



Fonte: Elaborazioni MEF.



Il disastro del 110%

- Ma quant'è l'attuale disavanzo italiano?
- Difficile rispondere perché i dati presentati sopra sul **disavanzo totale e primario** sono **falsati** da decisioni Eurostat (2023) sul trattamento contabile dei bonus edilizi (considerati *payable* e dunque caricati per competenza sull'indebitamento netto del 2021-23), 76 mld di euro nel solo 2023, cioè circa 4 punti di PIL.
- Ciò comporterà **minori entrate di cassa** in futuro (circa 1% di PIL in meno all'anno per i prossimi 5 anni), ma dovrebbe anche comportare **minori disavanzi** in conto competenza (a meno che Eurostat non cambi idea) che sono ciò conta per le regole europee.
- Ma i numeri del 110% non sono ancora **definitivi** (altri 20 mld 2024). La speranza è che il governo con l'ultimo decreto sia almeno riuscito a bloccare **l'emorragia** per il futuro.



Le regole fiscali

- Di quanto deve essere l'aggiustamento fiscale? Nel 2024 entreranno in vigore le **nuove regole fiscali** europee.
- A ottobre, dopo un dialogo tecnico con la Commissione sulla **traiettoria** suggerita dalla stessa a giugno, l'Italia dovrà presentare un **Piano finanziario e strutturale** di durata (verosimilmente) settennale, con cui si impegna ad un percorso di contenimento della crescita della **spesa nazionale netta** nel periodo.
- (**Spesa nazionale netta**= spesa primaria - variazioni discrezionali entrate – spesa legata al ciclo (sussidi di disoccupazione) – spesa finanziata da EU (inclusa, per accordo con Parlamento EU, il co-finanziamento nazionale dei fondi strutturali)).



Le regole fiscali

- Il **Piano** deve essere tale che al suo completamento il rapporto debito su PIL sia posto su un percorso **ragionevolmente decrescente** (sulla base della DSA della Commissione), a legislazione invariata ma tenendo conto degli **aging costs** per il futuro.
- Il compromesso finale impone anche che il rapporto debito su PIL si riduca **di almeno 1 punto all'anno** già durante il Piano e che il rapporto **deficit su PIL** tenda all' 1.5% (invece del 3% delle regole di Maastricht).
- Questo significa che **ex-ante** il percorso della spesa netta deve essere calcolato in modo da **rispettare** sia il vincolo sul debito che sul disavanzo, oltre che l'obiettivo finale.



Le regole fiscali

- Ma a giugno 2024, l'Italia (come Francia e altri) sarà (con tutta probabilità) messa in **Excessive Deficit Procedure** (EDP) da parte della Commissione e in EDP, l'aggiustamento deve essere almeno dello **0.5% del PIL** all'anno.
- L'accordo prevede però che **nel periodo 2025-27**: 1) **non valga** il vincolo sulla riduzione del rapporto debito su PIL e 2) si tenga conto dell'incremento dei tassi di interesse.
- In questo periodo l'aggiustamento di almeno lo 0.5% del PIL sarà dunque probabilmente calcolato sul solo **deficit primario**. Successivamente, l'aggiustamento dovrà continuare in modo che la traiettoria soddisfi tutti i vincoli prima ricordati.



Le regole fiscali

- Il vincolo sulla riduzione del debito (un punto annuo) in realtà non morde.
- Si applica solo **dopo** che un paese è uscito da EDP, cioè quando il rapporto deficit su PIL $< 3\%$. Ma algebricamente un paese ad alto debito che raggiunge e mantiene un deficit su PIL $< 3\%$ **automaticamente** riduce il rapporto debito su PIL di almeno un punto l'anno, purché la **crescita nominale** sia almeno pari al 2%.
- Invece il vincolo sul deficit all'1.5% del PIL (se sarà applicato sul serio) può essere **pesante** per l'Italia, perché la spesa per interessi su PIL è elevata.

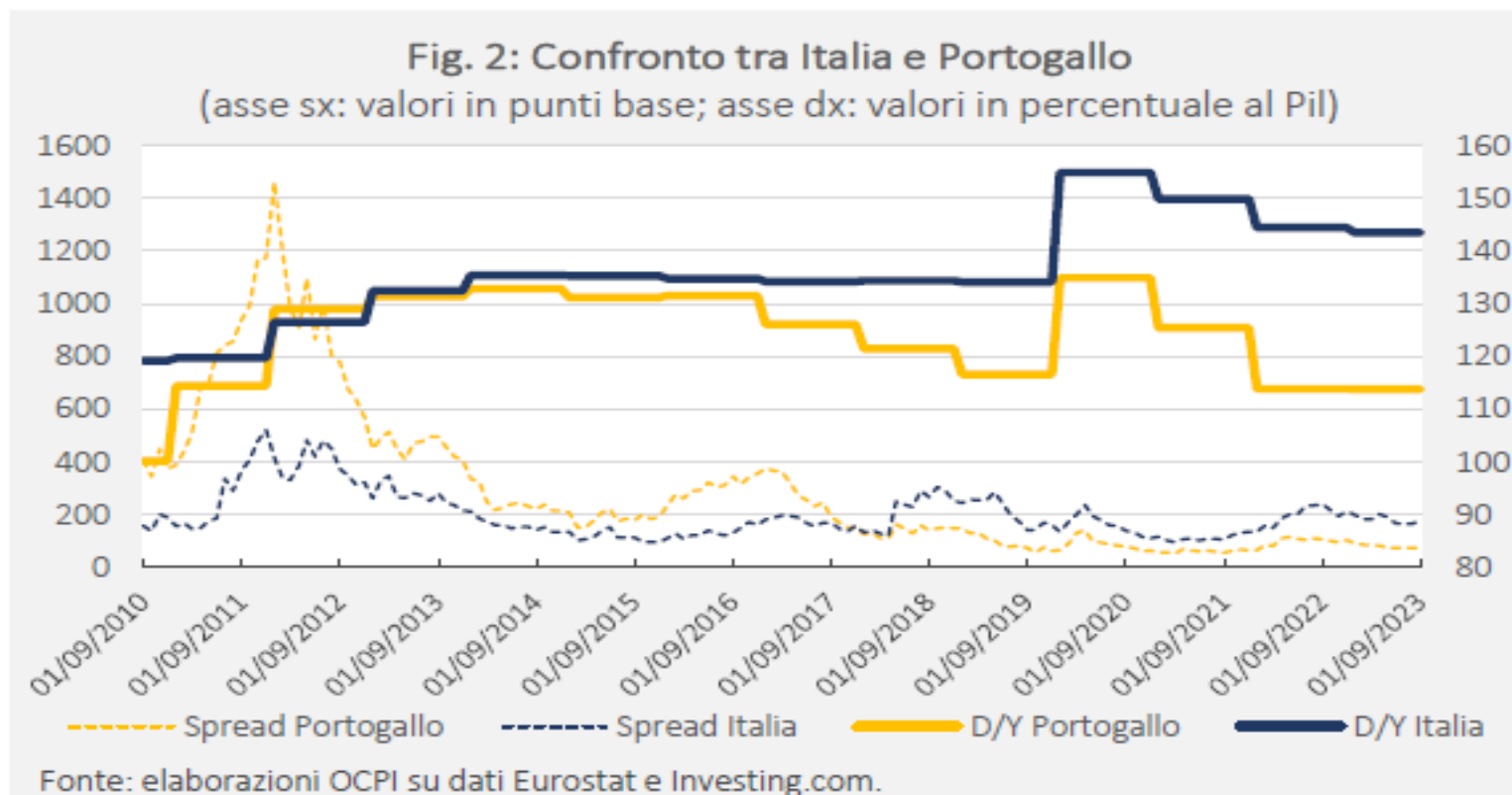


Le regole fiscali

- Tralasciando il vincolo sul deficit, le stime svolte sulla proposta Commissione suggeriscono **un aggiustamento del primario** attorno allo 0.5-0.6% del PIL all'anno durante il Piano.
- Ciò dovrebbe condurre ad un **avanzo primario** a regime (cioè dopo 7 anni) attorno a **2.5-3% del PIL**.
- Difficile, perché comunque le regole europee impongono di mantenere **elevati gli investimenti**, ma non impossibile tenendo conto che nel periodo pre-pandemico l'avanzo primario ha sempre oscillato tra 1.5-2% del PIL.
- In più, una riduzione **graduale ma continua** del rapporto debito/PIL dovrebbe ridurre ulteriormente lo spread, quindi **liberando risorse** per sostenere la spesa (vedi caso del Portogallo).



Il caso del portogallo





UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Le nuove priorità di spesa

- Il problema caso mai è che la mutata situazione geo-politica e gli impegni presi a livello europeo impongono **nuove priorità di spesa** (per la difesa, la transizione energetica e digitale, per la innovazione industriale) a cui un paese indebitato come l'Italia può **difficilmente far fronte da solo**.
- Ma per la presenza di rendimenti di scala e effetti di spillovers queste politiche sono in realtà **beni pubblici europei** che anche paesi finanziariamente più robusti difficilmente potrebbero produrre efficientemente da soli.
- E le regole europee vincolano anche questi paesi.



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Le nuove priorità di spesa

- Qui bisognerà vedere se riusciremo ad affrontare queste sfide **collettivamente** a livello europeo
- Ciò richiederebbe oltre ad un più **robusto bilancio europeo (che sostenga** ulteriore debito europeo), modifiche nei meccanismi decisionali dell'UE, e il completamento dell'unione bancaria e dei capitali.



Il lungo periodo

- Nel lungo periodo, la sostenibilità del debito dipende fondamentalmente da due fattori: 1) **la crescita del PIL** e 2) **i tassi di interesse**.
- La DSA della Commissione su cui si basano i calcoli della traiettoria tecnica per la spesa netta sono basate su **stime** di crescita del reddito (potenziale) e di evoluzione dei tassi di interesse nei prossimi 20 anni, le più accurate possibile data la metodologia corrente.
- Ma sono **comunque solo stime** e la nostra capacità di prevedere il futuro è limitata.



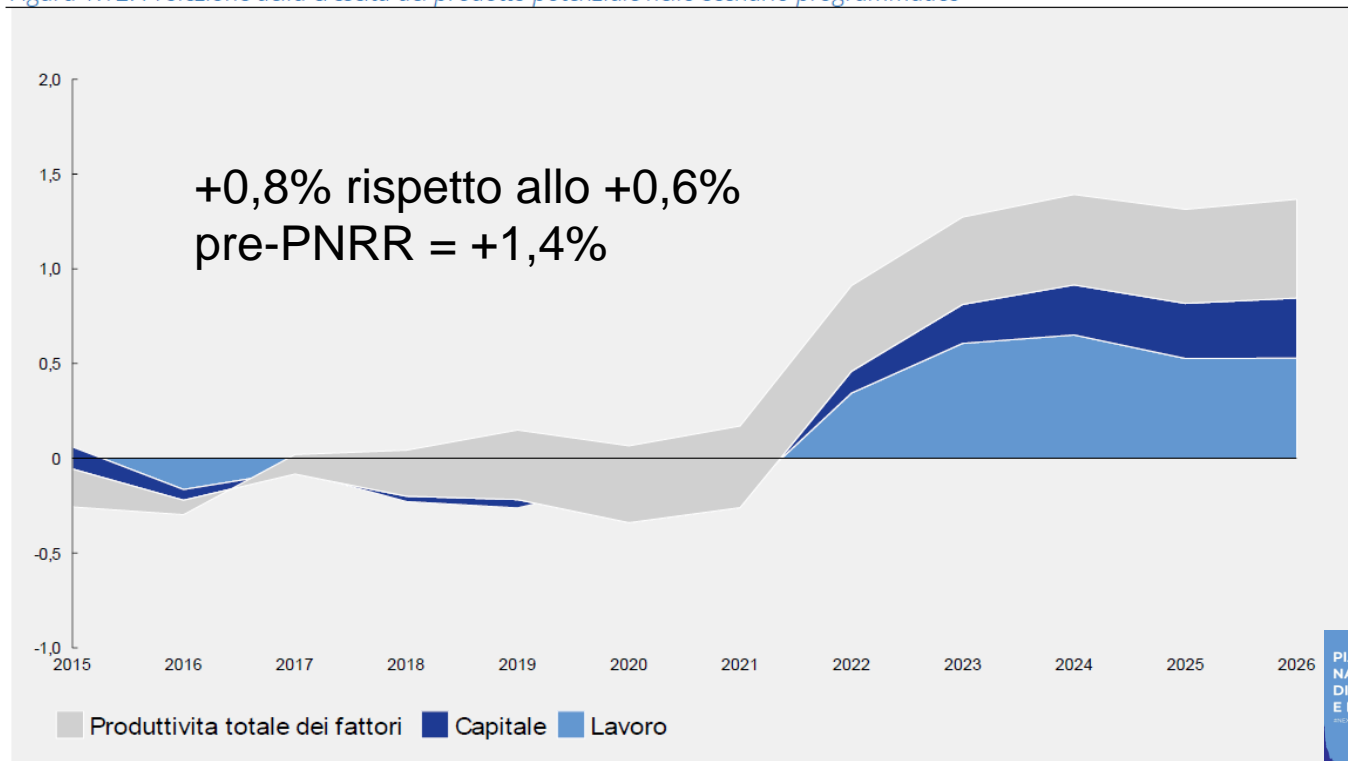
Il lungo periodo

- Per la crescita del PIL italiano, la prima domanda riguarda il **PNRR**.
- Cioè se le risorse impiegate con il PNRR (finora spese in modo limitato) si risolveranno solo in un **supporto di breve periodo** alla domanda aggregata (un effetto keynesiano)..
- ..oppure se effettivamente determineranno (almeno in qualche misura) un incremento nel tasso di **crescita potenziale** dell'economia, come ipotizzato dai propositori del Piano.



- Obiettivo NG-EU: favorire la transizione green e digitale dell'UE, creando lavoro, migliorando il potenziale di crescita e la resilienza

Figura 1.12: Proiezione della crescita del prodotto potenziale nello scenario programmatico



Fonte: Elaborazioni MEF



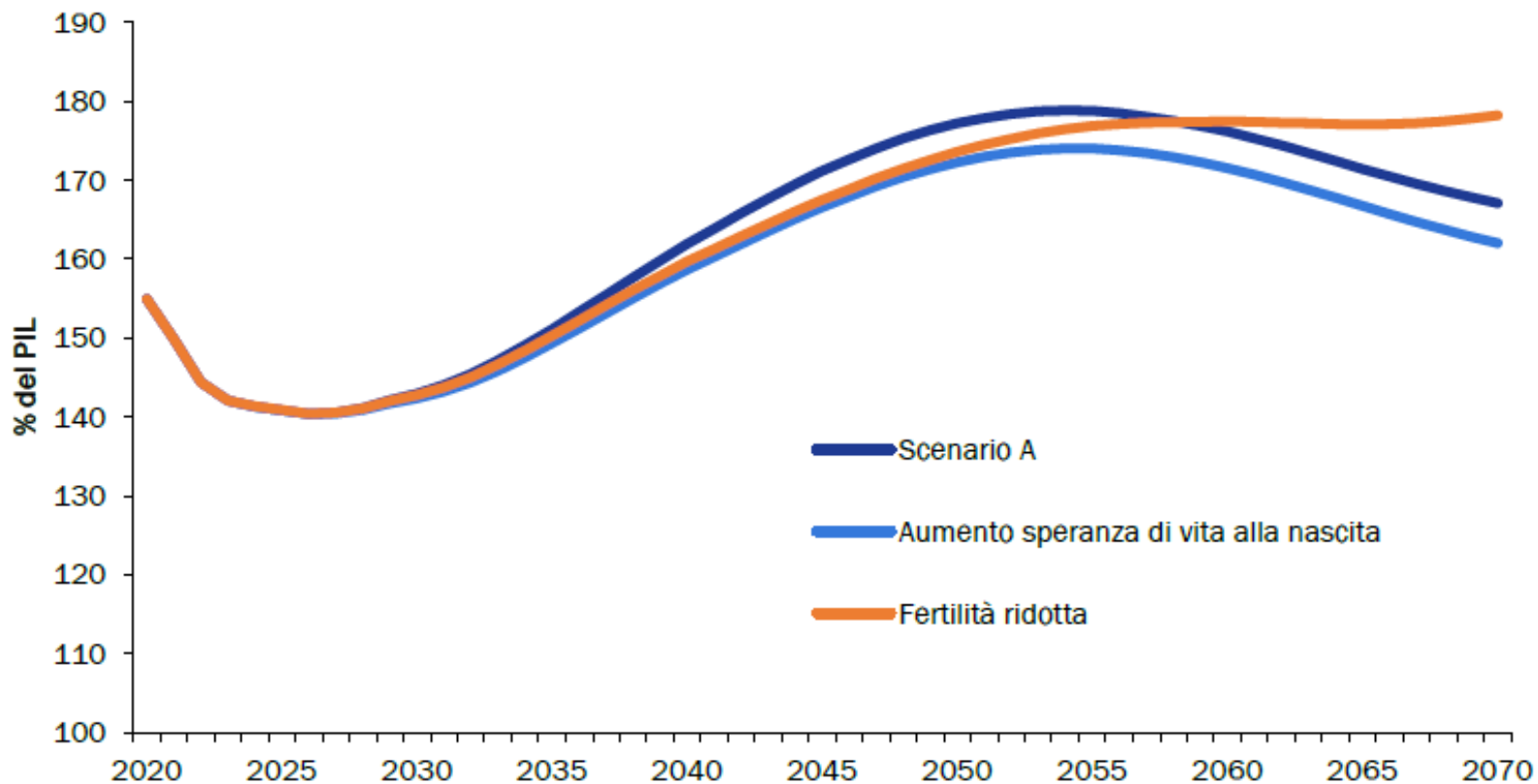
Il lungo periodo

- L'altro grande tema, che riguarda tutta l'Europa, ma particolarmente l'Italia è lo **shock demografico**.
- La popolazione italiana si sta riducendo (da 59 milioni ora a 54 nel 2050) e **invecchiando** rapidamente, con una riduzione della popolazione in età da lavoro. Il rapporto tra over 65 e popolazione attiva (18-64) ora al 39% salirà al 44% nel 2030 e al 57% già nel 2040.
- Una popolazione più anziana implica anche **maggior spesa**: secondo l'Istat, +1.5% di PIL per pensioni da qui al 2050, almeno +1% per la sanità, almeno +0.5% per gli anziani non autosufficienti.
- Senza ulteriori interventi, maggiori spese accompagnate da una ridotta base fiscale farebbero nuovamente **esplodere il debito**.



Il rapporto Debito su Pil

FIGURA IV.5: SENSITIVITA' DEL DEBITO PUBBLICO A UN AUMENTO DELLA SPERANZA DI VITA E UNA RIDUZIONE DEL TASSO DI FERTILITÀ (in percentuale del PIL)



Fonte: Elaborazioni MEF.



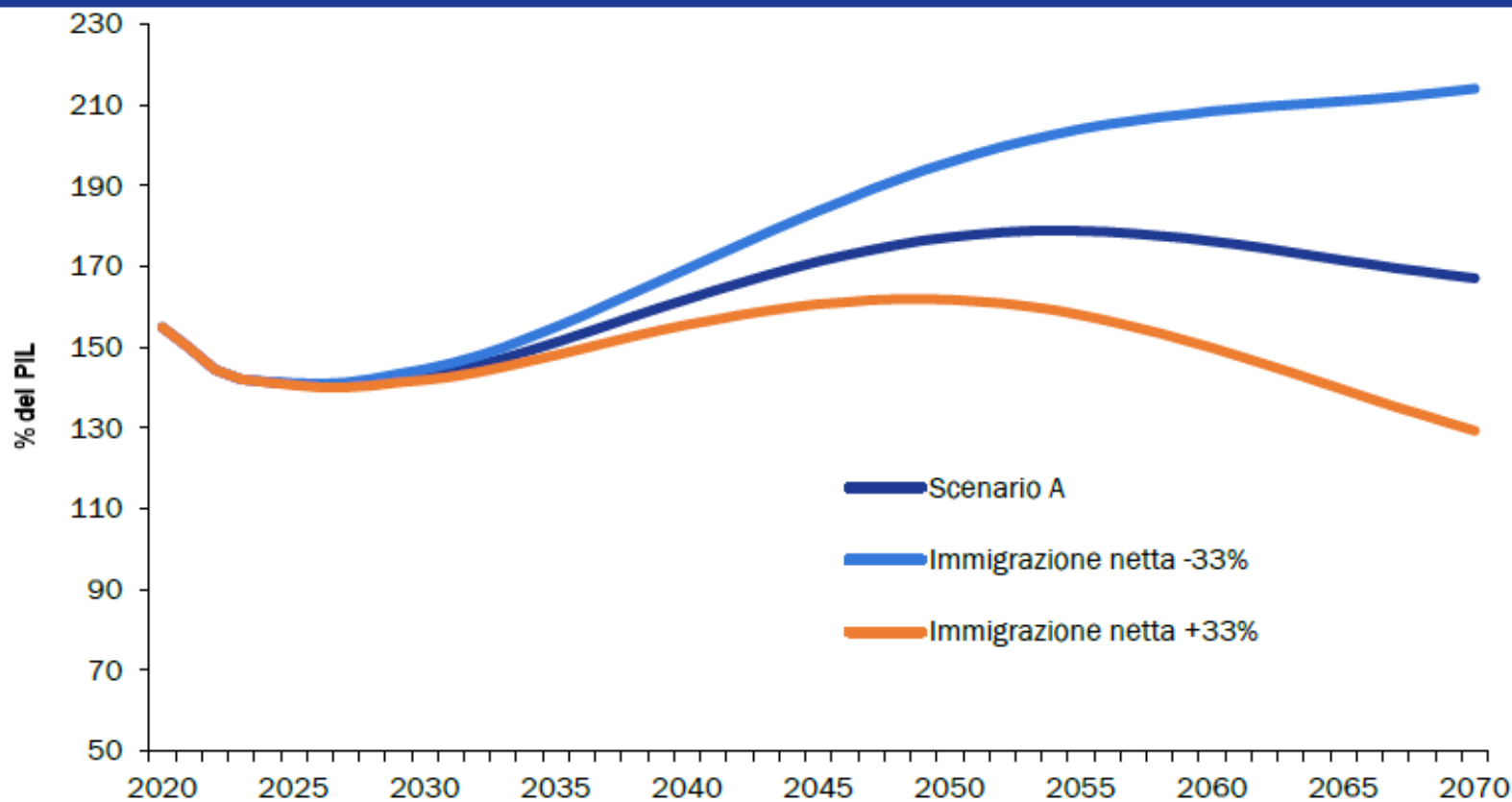
Il lungo periodo

- Il governo sembra voler affrontare il problema incentivando la **fertilità** (ora solo 1,24 figli per donna, tra le più basse del mondo) e il **lavoro femminile**, ma la logica delle stime demografiche è implacabile.
- Anche se riuscissimo a far crescere la fertilità ci vogliono almeno 20 anni per «produrre» nuovi lavoratori e in ogni caso ci sono troppo poche donne italiane in età fertile per invertire il trend.
- L'unica soluzione fattibile è una **forte ripresa dell'immigrazione** (possibilmente di qualità, che significa anche mettere in piedi politiche per l'integrazione).



Il rapporto Debito su Pil

FIGURA IV.6: SENSITIVITA' DEL DEBITO PUBBLICO A UN AUMENTO/RIDUZIONE DEL FLUSSO NETTO DI IMMIGRATI (in percentuale del PIL)



Fonte: Elaborazioni MEF.

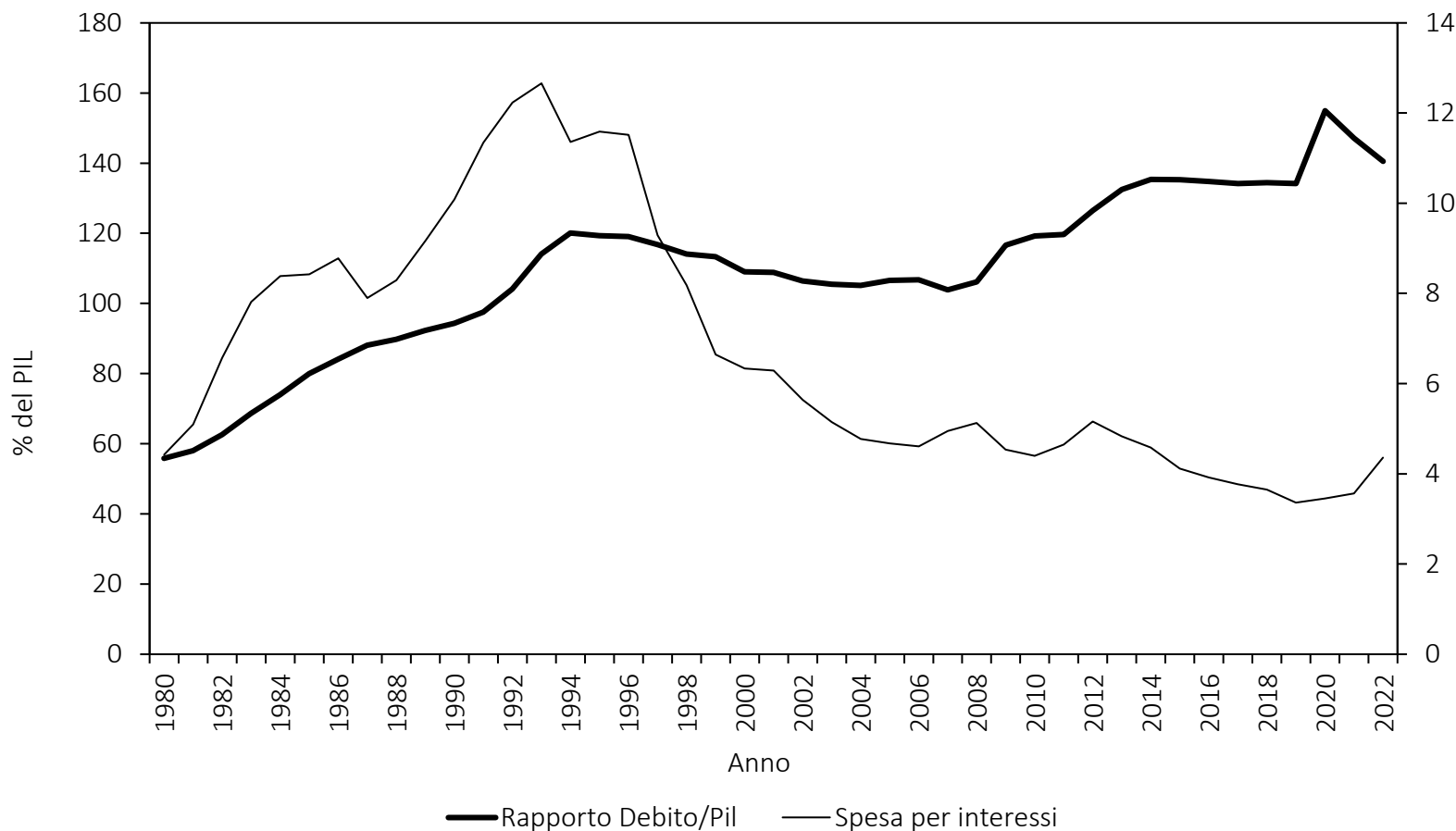


Il lungo periodo

- Per i **tassi di interesse**, la domanda è qual è il *tasso naturale* a cui dovremmo tendere nel medio lungo periodo.
- Se cioè i tassi di interessi nominali e reali molto bassi (addirittura **negativi** per molti paesi) che abbiamo conosciuto negli ultimi decenni e che hanno consentito a tutti i paesi di **finanziare agevolmente debiti pubblici crescenti**
- sono un'**eccezione** (dovuta alle politiche monetarie iper-espansive adottate dalle banche centrali dalla crisi finanziaria)
- o un *new normal* (perché dovuti a **ragioni strutturali**, la «secular stagnation»), per cui finito l'attuale periodo anti-inflazionistico dovremo rivederli di nuovo.



Debito e interessi



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat e IMF

Note: scala di destra, rapporto debito/PIL; scala di sinistra, rapporto spesa per interessi/PIL.



Non solo in Italia

Table 1.1: Debt, deficits, and interest rates

Country	Net Debt (% GDP)		Overall Balance (% GDP)		Interest Rate ^a (%)	
	2021 ^b	2007 ^b	2021 ^b	2019 ^b	10Y	3M ^c
US	101.9	45.5	-10.8	-5.7	1.4 ^d	0.2
Germany	54.4	53.4	-6.8	1.5	-0.4 ^e	-0.5 ^f
France	103.3	58.0	-8.9	-3.1	0.0 ^e	-0.5 ^f
Italy	142.2	95.7	-10.2	-1.6	0.7 ^e	-0.5 ^f
Spain	104.5	22.4	-8.6	-2.9	0.3 ^e	-0.5 ^f
UK	97.2	36.5	-11.9	-2.3	0.7 ^e	0.1
Japan	171.5	94.4	-9.0	-3.1	0.1 ^d	-0.1