

Elementi di finanza pubblica

(IV parte)

a cura di

Monica Montella - montella.monica@gmail.com

Franco Mostacci - frankoball@hotmail.com

Indice

- 1) La procedura dei deficit eccessivi (EDP):
analisi degli indicatori di sorveglianza e
confronti internazionali**
- 2) La sostenibilità del debito pubblico
(solvibilità, liquidità, analisi delle passività
potenziali e implicite)**
- 3) Analisi della sostenibilità secondo il vincolo
della solvibilità**

Le statistiche di finanza pubblica europee

Le statistiche di finanza pubblica europee (European GFS) sono fondate su una serie di strumenti legali, riguardanti:

❖ le metodologie

Il Manuale sul disavanzo e sul debito pubblico costituisce il riferimento teorico e interpretativo delle regole del SEC applicate al settore delle amministrazioni pubbliche.

❖ la trasmissione dei dati

La trasmissione dei dati è regolata dal c.d. questionario di trasmissione Sec che presenta l'intero set di tavole di analisi dei dati previste dal Sec e dagli specifici approfondimenti relativi ai conti trimestrali, ai conti finanziari, ai conti pubblici, ai conti territoriali.

Le statistiche di finanza pubblica europee

❖ Gli aspetti statistici legati alla Procedura sui Deficit Eccessivi (Procedura EDP)

I dati della Notifica sull'indebitamento netto e sul debito sono trasmessi in tabelle armonizzate che oltre a fornire le grandezze rilevanti ai fini della procedura consentono il collegamento tra il deficit e gli aggregati di bilancio nazionali e tra il deficit e la variazione del debito pubblico.

Nella procedura della Notifica rientra anche la pubblicazione e l'aggiornamento dell' "EDP Inventory" che descrive metodi e fonti per la compilazione delle tavole.

L'Eurostat effettua inoltre periodicamente visite nei paesi membri (le "EDP dialogue visit") per analizzare i dati trasmessi e discutere gli aspetti metodologici di particolari operazioni.

Il Trattato istitutivo dell'UE

La procedura sui deficit eccessivi è prevista dall'Art. 104 del Trattato istitutivo dell'Unione Europea:

“La Commissione sorveglia l'evoluzione della situazione di bilancio e dell'entità del debito pubblico negli Stati membri, (...). In particolare esamina la conformità alla disciplina di bilancio sulla base dei due criteri seguenti:

- *se il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo superi un valore di riferimento (...)***
- *se il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo superi un valore di riferimento (...).”***

Il Regolamento del Consiglio Europeo n. 3605/93 e successive modifiche

Il Regolamento n. 3605/93 definisce le modalità di trasmissione delle grandezze rilevanti per la cosiddetta “Notifica sull’indebitamento netto e sul debito”.

Gli Stati Membri sono tenuti a trasmettere a Eurostat due volte l’anno i dati relativi al deficit e al debito pubblico relativi al periodo da t-1 a t-4 e le previsioni per l’anno t.

Nel corso degli anni sono intervenute alcune modifiche al regolamento.

Il Regolamento del Consiglio Europeo n. 3605/93 e successive modifiche

Modifiche di rilievo

Di particolare rilievo la modifica intervenuta nel 2002 che ha stabilito che i flussi di interessi derivanti dai contratti di swap, non considerati interessi nel calcolo dell'indebitamento netto secondo il SEC, vanno inclusi nell'indebitamento netto calcolato ai fini della Notifica.

Recentemente il Regolamento è stato modificato (luglio 2010), per fornire all'Eurostat strumenti più efficaci di controllo della qualità dei dati trasmessi dai singoli paesi.

In particolare sono stati definiti i criteri in base ai quali Eurostat può condurre “visite metodologiche” presso un paese per valutare la presenza di rischi di scarsa affidabilità dei dati.

Il Regolamento del Consiglio Europeo n. 3605/93 e successive modifiche

Il quadro di riferimento

Scelta del SEC quale struttura di riferimento per il calcolo degli aggregati rilevanti ai fini del monitoraggio sulle posizioni di bilancio dei singoli paesi.

Diversa natura delle grandezze di contabilità pubblica che sono utilizzate quali basi informative per la costruzione delle variabili poste a base del monitoraggio.

Esigenza di garantire il collegamento tra i diversi aggregati, indebitamento netto, debito, working balance (il disavanzo calcolato secondo le regole di contabilità pubblica dei singoli paesi) ai fini della trasparenza e della controllabilità dei risultati.

Il Regolamento del Consiglio Europeo n. 3605/93 e successive modifiche

L'efficacia della sorveglianza dipende in modo cruciale dalla qualità degli indicatori:

❖ devono essere coerenti con il sistema di riferimento scelto e collegabili in modo trasparente alle grandezze che ne costituiscono la base di calcolo;

❖ l'attenzione alla qualità dei dati garantisce l'effettiva sostenibilità delle posizioni di bilancio nel lungo periodo.

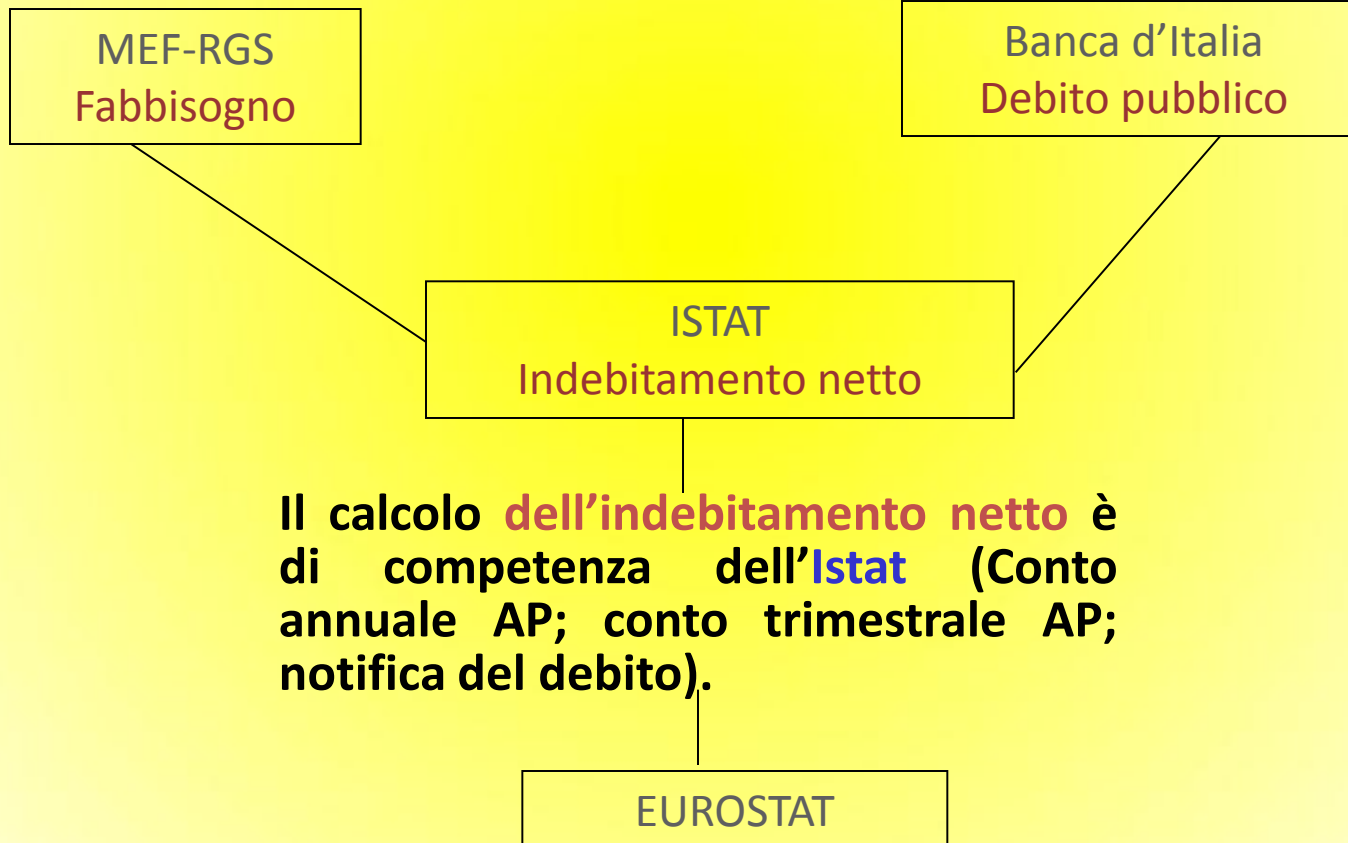
La normativa di riferimento – Il Fiscal Compact

- ***La Commissione Europea sorveglia l'evoluzione della situazione di bilancio e dell'entità del debito pubblico negli Stati membri.***
- ***Il Protocollo sui deficit eccessivi allegato al Trattato stabilisce che: il deficit pubblico strutturale non deve superare lo 0,5% del PIL e l'1% per i paesi il cui debito pubblico è inferiore al 60% del PIL.***
- ***obbligo per i Paesi con un debito pubblico superiore al 60% del PIL, di rientrare entro tale soglia nel giro di 20 anni.***
- ***obbligo per ogni stato di garantire correzioni automatiche con scadenze determinate se non è in grado di rispettare gli obiettivi di bilancio.***

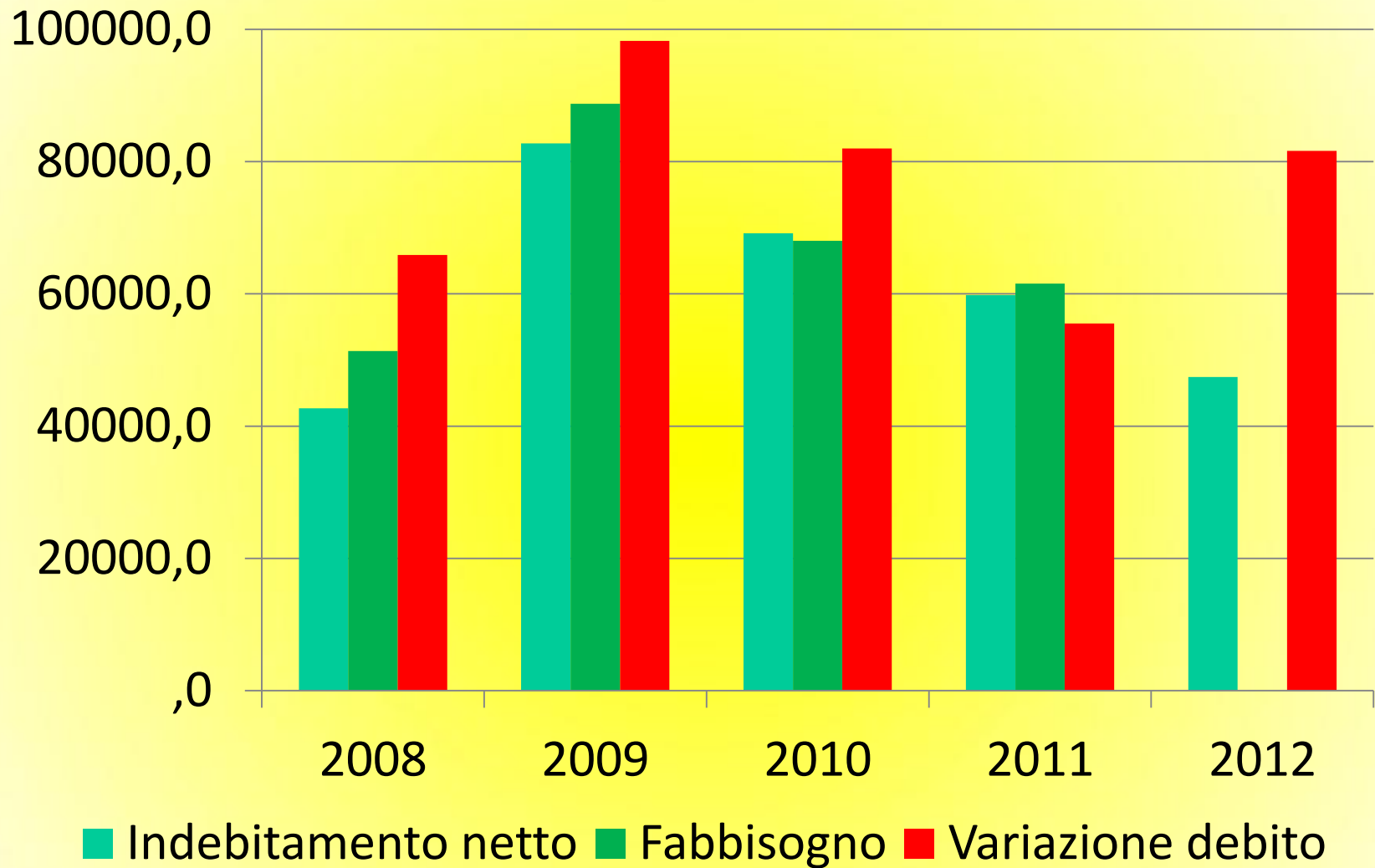
I soggetti istituzionali coinvolti nella Notifica

Il calcolo del **fabbisogno di cassa** è di competenza del **MEF e Ragioneria Generale dello Stato** (sintesi mensile del conto settore statale; relazione conto consolidato trimestrale di cassa).

Il calcolo del **debito pubblico** è di competenza della **Banca d'Italia** (pubblicazione mensile Finanza pubblica, fabbisogno e debito; base informativa pubblica on line).



I saldi di finanza pubblica - Italia



Fonte: Istat (conti nazionali e notifica PDE), Banca d'Italia

La struttura delle tavole della Notifica

Tavola 1

Sintesi degli aggregati rilevanti ai fini della valutazione della posizione fiscale dei singoli Paesi nell'ambito della Procedura sui deficit eccessivi.

Tavola 2

Raccordo tra il saldo di bilancio rilevante in ambito nazionale (quello preso a riferimento per le politiche fiscali, per l'Italia il fabbisogno del settore pubblico) e l'indebitamento netto.

Tavola 3

Raccordo tra indebitamento netto secondo il SEC e variazione del debito pubblico (differenza tra lo stock di debito misurato alla fine dell'anno t e alla fine dell'anno $t-1$).

I principali aggregati della tavola 1

- **Indebitamento netto delle AP e dettaglio per sottosettori**
- **Stock del debito lordo delle AP al valore nominale alla fine dell'anno t e dettaglio per categoria di strumento**
- **Investimenti fissi lordi**
- **Interessi passivi calcolati secondo la procedura sui deficit eccessivi (inclusi gli interessi su operazioni di swap e FRA)**
- **PIL ai prezzi di mercato**

Gli interessi passivi della tavola 1 secondo la PDE

Secondo il SEC gli interessi passivi non comprendono i flussi di interessi relativi a strumenti finanziari derivati.

Secondo la procedura PDE gli interessi devono includere tali flussi.

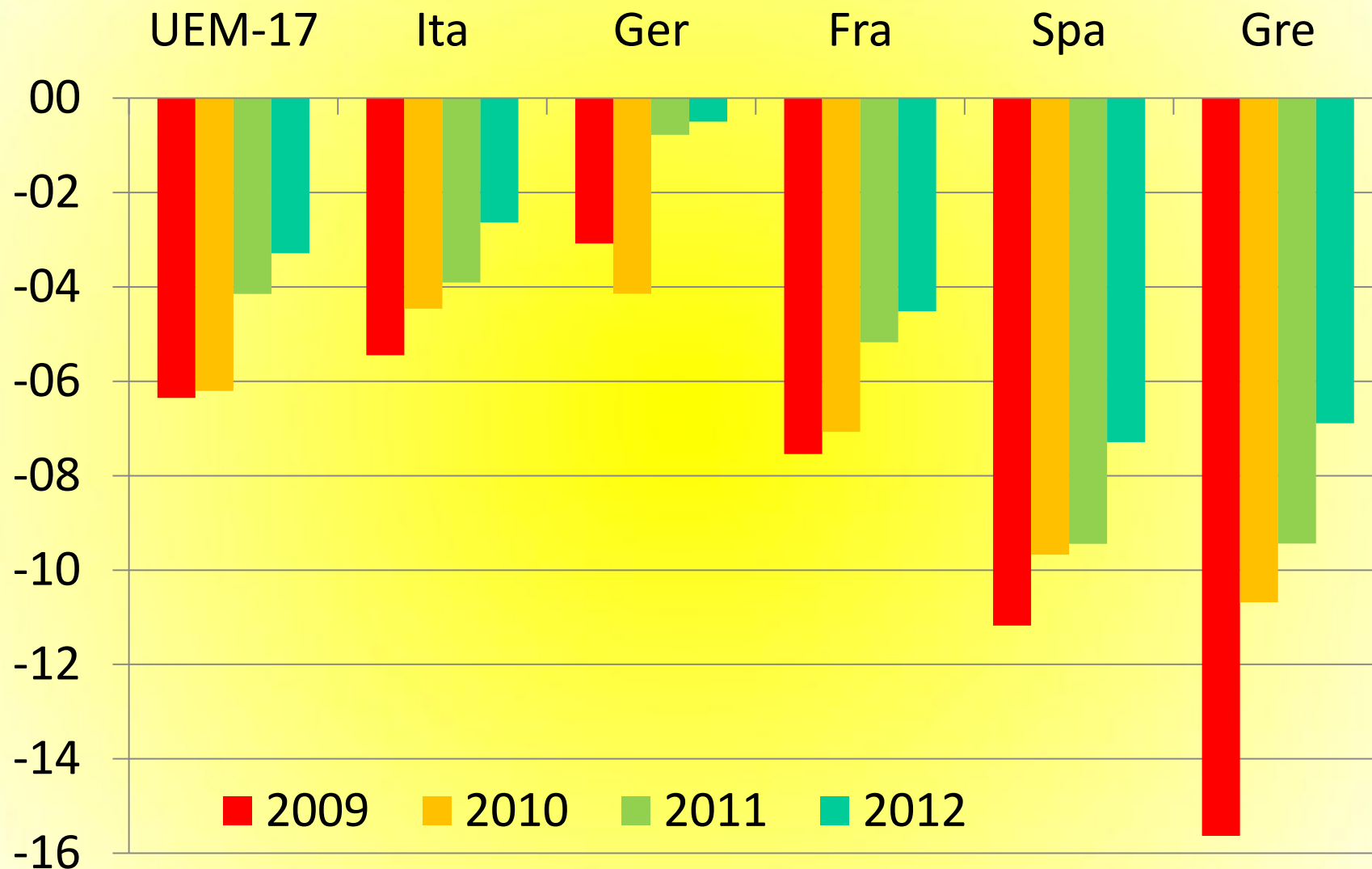
Pertanto l'indebitamento netto versione SEC differisce dall'indebitamento netto versione PDE per il diverso trattamento dei flussi di interessi derivanti da swap e FRA.

Tavola 1 della Notifica - Italia

	2008	2009	2010	2011	2012
Indebitamento netto	-42.700	-82.752	-69.173	-59.800	-47.446
Debito pubblico	1.670.993	1.769.226	1.851.217	1.906.737	1.988.363
Monete e depositi	147.253	155.740	156.826	152.880	160.192
Titoli, esclusi gli strumenti finanziari derivati	1.383.832	1.470.099	1.548.622	1.604.537	1.655.284
a breve termine	147.371	139.966	129.862	131.181	151.600
a lungo termine	1.236.461	1.330.133	1.418.760	1.473.355	1.503.685
Prestiti	139.909	143.388	145.769	149.321	172.887
a breve termine	13.469	14.986	15.354	16.728	n.d.
a lungo termine	126.440	128.402	130.415	132.593	n.d.
Investimenti fissi lordi	35.316	38.404	32.509	31.175	29.199
Interessi passivi PDE	81.312	70.863	71.153	78.351	86.717
p.m.: Interessi passivi SEC95	80.717	69.697	69.166	76.262	n.d.
Prodotto interno lordo ai prezzi di mercato (PIL)	1.575.144	1.519.695	1.551.886	1.578.497	1.565.916

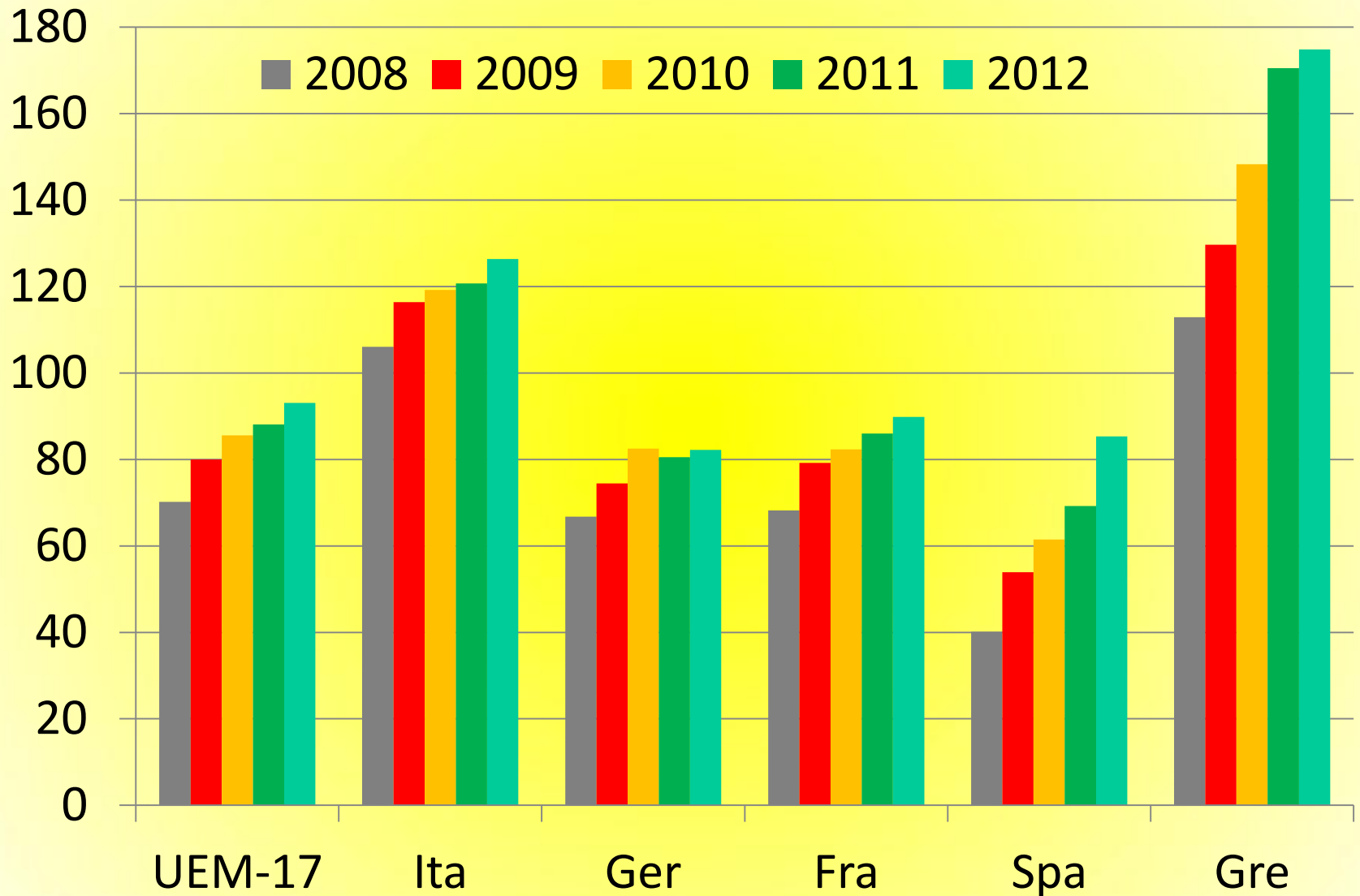
Fonte: Istat (Notifica PDE)

Rapporto indebitamento netto/Pil



Fonte: Eurostat (EDP Notification)

Rapporto debito/Pil



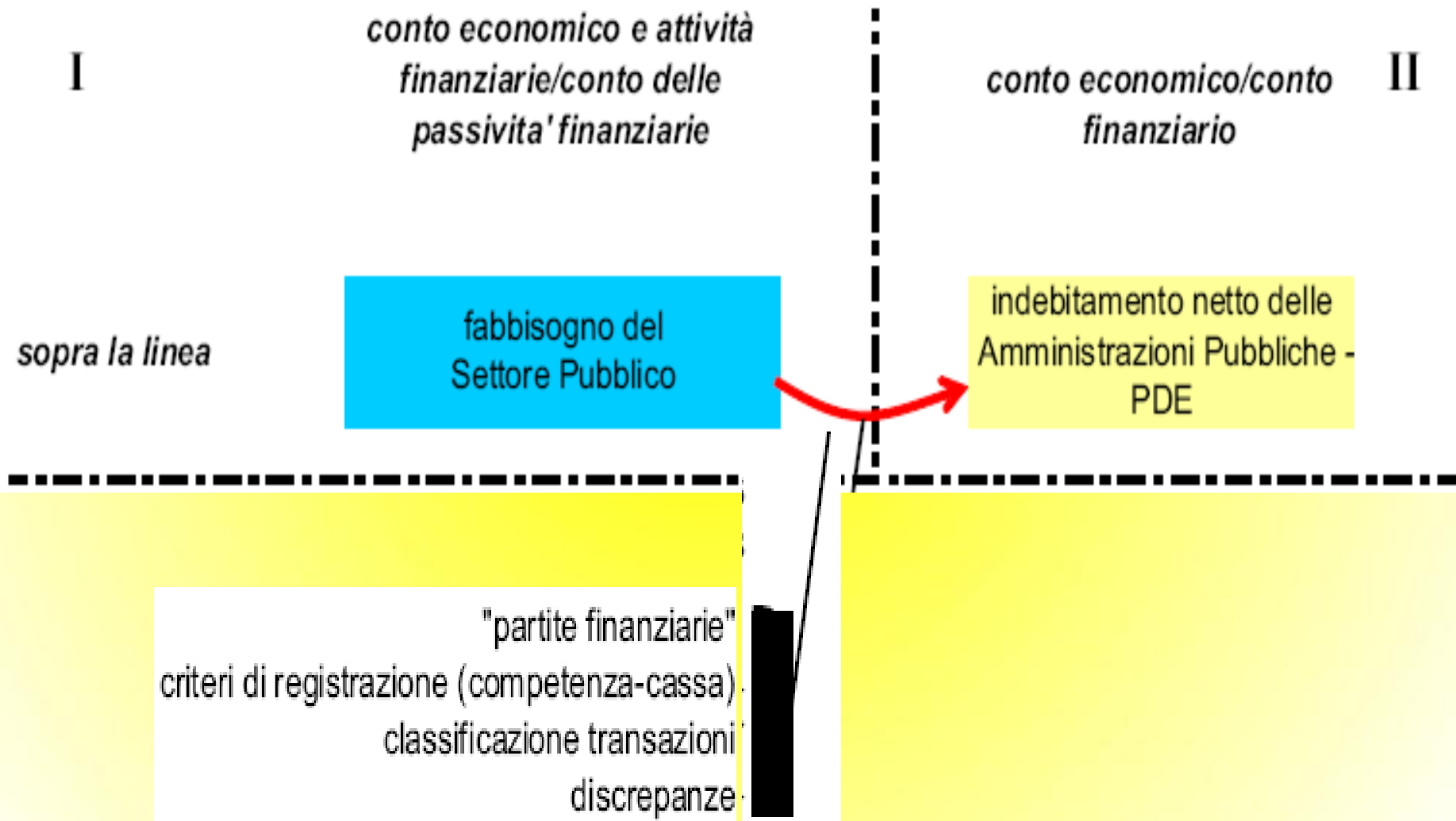
Fonte: Eurostat (EDP Notification)

I principali aggregati della tavola 2

Le componenti del raccordo tra fabbisogno del settore pubblico e indebitamento netto delle AP

- **Le partite finanziarie**
- **La differenza cassa-competenza**
- **Le riclassificazioni di operazioni**
- **La discrepanza statistica**

Raccordo tra fabbisogno del settore pubblico e indebitamento netto delle AP



I principali aggregati della tavola 2

Le partite finanziarie

Le partite finanziarie sono la componente del fabbisogno del settore pubblico che registra le operazioni di concessione/restituzione di prestiti e di acquisizione/vendita di azioni (e altre operazioni minori di natura finanziaria). Rappresentano la parte dell'attivo del conto finanziario.

Le operazioni finanziarie non rientrano nel calcolo dell'indebitamento netto che registra solo le operazioni di natura economica; devono essere quindi eliminate dal fabbisogno del settore pubblico nello schema di raccordo tra le due grandezze.

I principali aggregati della tavola 2

La differenza competenza/cassa

- Secondo il SEC le transazioni tra gli operatori del sistema economico devono essere registrate in base al criterio della competenza economica (accrual) perché una transazione deve essere registrata nel momento in cui essa produce i suoi effetti economici “allorché un valore economico è creato, trasformato o eliminato o allorché crediti o obbligazioni insorgono, sono trasformati o vengono estinti”.
- Per le Amministrazioni pubbliche le informazioni di base utilizzate per la stima dell'indebitamento netto sono rappresentate dai bilanci di contabilità pubblica che, fanno riferimento ai concetti di cassa (il momento della regolazione monetaria) o di competenza giuridica (il momento in cui sorge l'obbligo al pagamento). I due momenti non coincidono, o possono non coincidere con il criterio della competenza economica.

I principali aggregati della tavola 2

La differenza competenza/cassa

- **Si procede quindi alla stima della competenza economica utilizzando informazioni che hanno in parte natura diversa.**
- **Il fabbisogno è espresso in termini di cassa quindi l'impatto del passaggio alla competenza economica del conto delle Amministrazioni pubbliche può essere consistente sia sulle valutazioni delle singole operazioni sia sul saldo complessivo.**

I principali aggregati della tavola 2

➤Entrate

La differenza competenza cassa risulta elevata soprattutto per imposte e contributi sociali. L'impatto delle imposte e dei contributi sociali registrati nel conto economico delle AAPP non deve includere importi il cui incasso è improbabile (Reg. n. 2516 del 7 novembre 2000) ma solo i corrispondenti importi effettivamente riscossi.

➤Uscite

Per approssimare la competenza economica si utilizzano gli impegni di spesa legati alle voci economiche mentre viene utilizzata la cassa per le voci che rappresentano la componente in conto capitale del conto.

Le poste su cui si formano differenze significative tra competenza e cassa sono ad esempio i consumi intermedi e gli interessi.

I principali aggregati della tavola 2

Il criterio di applicazione della competenza economica

Imposte = accertamenti (per le imposte riscosse in via ordinaria) + incassi effettivi per le imposte riscosse mediante ruoli - rimborsi dovuti dall'erario (richiesti dal contribuente e validati dall'Amministrazione) +/- ratei di imposta da slittare all'esercizio precedente - interessi di mora, multe e ammende

Contributi sociali = accertamenti di bilancio - accantonamenti ai fondi svalutazione crediti +/- slittamenti per lag temporali.

Consumi intermedi = impegni di bilancio - residui di stanziamento di nuova formazione

Redditi da lavoro = impegni di bilancio - residui di stanziamento di nuova formazione +/- slittamenti per lag temporali.

Interessi: gli interessi maturati devono essere distribuiti durante tutta la durata di vita del titolo stesso

I principali aggregati della tavola 2

Le riclassificazioni di operazioni

Il concetto di operazione finanziaria non sempre coincide nelle registrazioni di contabilità pubblica e nelle regole del SEC. Occorre quindi identificare nell'ambito delle partite finanziarie quelle che hanno natura economica secondo i criteri del SEC e viceversa e correggere il fabbisogno.

I principali aggregati della tavola 2

Le riclassificazioni di operazioni:

da posta finanziaria a posta economica e viceversa

Es: Gli apporti di capitale (partecipazioni in imprese)

Gli apporti di capitale effettuati dallo Stato o da Enti locali a società partecipate sono classificati tra le partite finanziarie nel fabbisogno. Secondo la decisione Eurostat del 2003 quando gli apporti di capitale sono effettuati a favore di società che presentano sistematici deficit di bilancio devono essere trattati come trasferimenti di capitale a copertura del deficit e ricondotti nell'ambito delle operazioni economiche che gravano sull'indebitamento netto.

Es: I conti dormienti

I “conti dormienti” sono conti presso gli intermediari finanziari per i quali non è stata effettuata alcuna operazione o movimentazione per un periodo di dieci anni. In base alla legge del 2007 gli intermediari trasferiscono tali conti all'entrata del bilancio dello Stato-

Nel fabbisogno del settore pubblico le somme sono state registrate in entrata come trasferimenti mentre secondo il SEC sono assimilabili a confische che hanno impatto solo come variazione delle attività finanziarie.

I principali aggregati della tavola 2

La discrepanza statistica

La discrepanza statistica è la posta residuale che misura essenzialmente gli sfasamenti derivanti dall'utilizzo di fonti diverse per la costruzione del conto economico delle AP.

Quale elemento di valutazione della qualità delle stime è importante che la discrepanza statistica, oltre ad essere contenuta in valore assoluto, non presenti regolarità nella serie che possa indicare errori sistematici.

Tavola 2 della Notifica - Italia

	2008	2009	2010	2011
Fabbisogno del settore pubblico	-51.341	-88.727	-68.529	-61.932
Partite finanziarie attive comprese nel Fabbisogno (variazioni)	4.485	9.777	5.840	8.956
Concessione di prestiti (+)	4.882	4.277	7.137	8.370
Riscossione di prestiti (-)	-2.549	-2.948	-3.534	-2.355
Acquisizione di partecipazioni azionarie (+)	1.038	5.009	751	803
Vendite di azioni (-)	-99	-133	-139	-278
Aumenti/Riduzioni di altre attività finanziarie (+/-)	1.213	3.572	1.625	2.416
Differenza tra valutazioni per competenza e per cassa	6.956	-1.913	-4.079	-6.488
Entrate (+)	1.800	936	-385	478
Uscite al netto degli interessi passivi (-)	4.993	-2.048	-1.461	-4.424
Interessi passivi (EDP) (-)	163	-801	-2.233	-2.542
Riclassificazioni di operazioni	-2.269	-1.893	-2.238	-2.007
Discrepanze statistiche	-531	3	-264	-288
Indebitamento netto	-42.700	-82.752	-69.270	-61.758

Fonte: Istat (Notifica PDE)

I principali aggregati della tavola 3

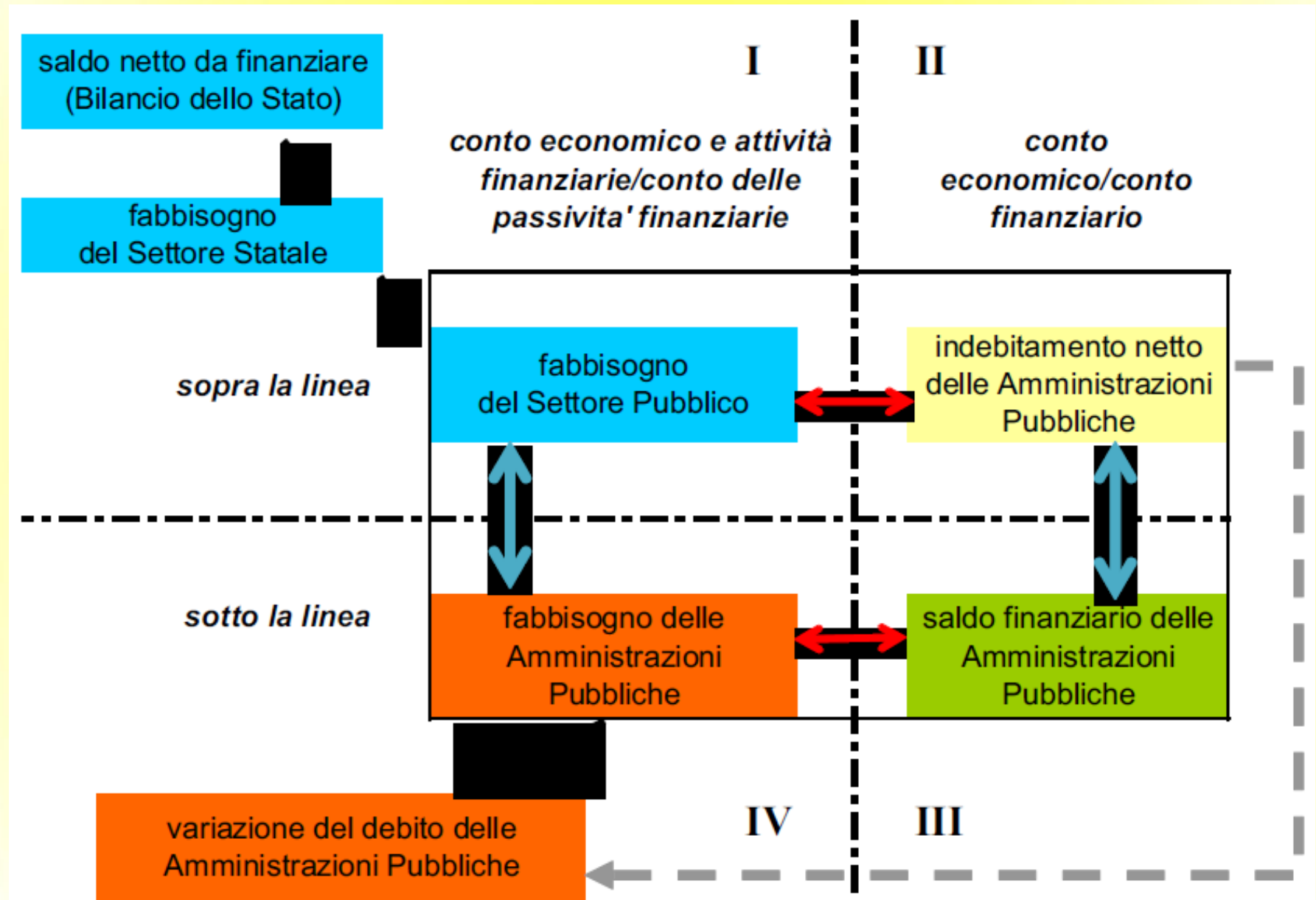
Indebitamento netto e variazione del debito pubblico

L'indebitamento netto della PA (Istat) è calcolato “sopra la linea”, è calcolato in base al criterio della competenza economica, distingue il conto economico dal conto finanziario.

La variazione del debito è calcolato “sotto la linea”, misura la necessità di ricorso al mercato monetario e finanziario per coprire gli squilibri nel conto economico e finanziario (le complessive esigenze di cassa).

La variazione del debito quindi, per un dato livello di indebitamento netto, risente anche delle esigenze di finanziamento dell'acquisizione netta di attività finanziarie.

Indicatori di finanza pubblica – schema di raccordo



I principali aggregati della tavola 3

Debito pubblico secondo la procedura disavanzi eccessivi (PDE)

Il debito calcolato ai fini della notifica è definito come il debito consolidato, lordo delle Amministrazioni Pubbliche. Consolidato tra le unità appartenenti alle AAPP.

Lordo in quanto non è al netto delle attività finanziarie.

Il debito PDE è costituito da:

- **Monete e depositi**
- **Titoli a breve e a lungo termine**
- **Prestiti**

I principali aggregati della tavola 3

Debito pubblico secondo il SEC

- **Non include le passività finanziarie relative ai strumenti finanziari derivati (come definiti nel Sec), sia le altre passività legate a semplici sfasamenti temporali nei pagamenti (debiti commerciali, differenze tra pagamenti per cassa e per competenza, ecc.).**
- **Non è valutato al valore di mercato ma al valore facciale di emissione**

I principali aggregati della tavola 3

Le acquisizioni nette di attività finanziarie

All'indebitamento netto, che non registra le operazioni finanziarie, occorre aggiungere le componenti attive delle partite finanziarie che concorrono alla variazione del debito.

Le componenti attive delle partite finanziarie differiscono rispetto alla tabella 2 in quanto comprendono i depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia.

Le acquisizioni nette di attività finanziarie sono valutate secondo i criteri del SEC, mentre nella tavola 2 sono valutate per cassa, le prime includono pertanto operazioni che in tabella 2 sono registrate come riclassificazioni di operazioni.

Le acquisizioni nette di attività finanziarie includono le differenze competenza/cassa sulle entrate alla voce “altre attività finanziarie” in quanto misurano la regolazione monetaria di entrate registrate nel conto economico per competenza e che costituiscono pertanto dei crediti.

I principali aggregati della tavola 3

Le altre poste di aggiustamento per la diversa definizione di debito pubblico

- **La differenza competenza cassa sulle uscite (inclusi gli interessi passivi).**

Si tratta di una posta che è esclusa dalla definizione di debito versione PDE deve quindi essere eliminata nel raccordo con l'indebitamento netto. Per gli interessi passivi la differenza competenza/cassa differisce dalla posta indicata nella tavola 2 per gli importi relativi ai titoli cosiddetti zero coupon (BOT e CTZ) per i quali la cassa (differenza tra valore dell'emissione e valore di rimborso del titolo) è pari a zero in quanto il debito è valutato al sul valore nominale.

- **Gli elementi che consentono il passaggio dal debito al valore di mercato al debito al valore nominale.**

Tali poste di aggiustamento registrano gli scarti o premi di emissione sui titoli e la differenza tra il valore nominale e il valore di rimborso per i titoli rimborsati prima della scadenza.

Tavola 3 della Notifica - Italia

	2008	2009	2010	2011
Indebitamento netto	42.700	82.752	69.270	61.758
Acquisizione netta di attività finanziarie	14.877	21.259	19.176	-7.077
Monete e depositi	7.719	11.783	11.147	-19.340
Titoli	2.535	3.256	4.716	4.374
Prestiti	2.274	1.252	3.373	8.397
Azioni e altre partecipazioni	643	4.021	383	-1.012
Altre attività finanziarie	1.706	947	-443	504
Aggiustamenti	9.355	-3.664	-5.266	2.174
Passività nette (-) in strumenti finanziari derivati	0	0	0	0
Differenza competenza-cassa sulle uscite (-) (b)	4.993	-2.048	-1.461	-4.424
Emissioni di debito sopra (-)/ sotto(+) la pari	10.195	3.671	1.773	13.477
Differenze competenza-cassa sugli interessi passivi (EDP) (-)	-5.918	-5.284	-5.834	-6.618
Rimborsi di debito sopra (+)/ sotto (-) la pari	-141	97	42	-354
Rivalutazioni (+)/ svalutazioni (-) di passività in valuta	226	-100	214	93
Variazioni di classificazione (+/-)	0	0	0	0
Altre variazioni di volume di passività finanziarie (-)	0	0	0	0
Discrepanza statistica	-1.066	-2.113	-1.189	-1.334
Variazione debito pubblico	65.866	98.234	81.991	55.521

Fonte: Istat (Notifica PDE)

Dall'indebitamento al debito - 2011

	Eur27	Eur17	Ita	Ger	Fra	Spa	Gre
Indebitamento netto	560.834	390.708	61.758	20.230	103.324	100.402	19.686
Monete e depositi	21.445	19.923	-19.340	26.666	15.654	-17.591	-2.010
Titoli	-16.553	-16.483	4.374	-11.080	-753	-7.498	-48
Prestiti	40.890	30.535	8.397	-2.867	7.292	10.708	827
Azioni e altre partecipazioni	-3.686	-5.275	-1.012	-1.790	-3.859	-1.002	646
Altre attività finanziarie	46.149	36.734	504	710	13.775	13.200	915
Passività nette (-) in strumenti finanziari derivati	8.955	317	0	0	5	0	-7
Differenza competenza-cassa sulle uscite (-) ^(b)	-27.872	-23.109	-4.424	1.101	-15.001	-7.814	3.993
Emissioni di debito sopra (-)/ sotto(+) la pari	14.349	15.720	13.477	3	-2.474	4.650	599
Differenze competenza-cassa sugli interessi passivi (EDP) (-)	-14.911	-4.506	-6.618	67	844	-2.406	826
Rimborsi di debito sopra (+)/ sotto (-) la pari	4.734	2.755	-354	0	3.108	0	-11
Rivalutazioni (+)/ svalutazioni (-) di passività in valuta	16.558	1.303	93	230	1	330	-57
Variazioni di classificazione (+/-)	835	835	0	0	0	0	675
Altre variazioni di volume di passività finanziarie (-)	944	295	0	0	16	-46	0
Discrepanza statistica	-10.588	-7.055	-1.334	-4.228	0	-1.157	111
Debito pubblico (variazioni)	642.085	442.698	55.521	29.043	121.932	91.777	26.145
Attività finanziarie	88.245	65.435	-7.077	11.640	32.109	-2.183	330
Aggiustamenti	3.593	-6.391	2.174	1.401	-13.501	-5.286	6.018
Discrepanza statistica	-10.588	-7.055	-1.334	-4.228	0	-1.157	111
Raccordo disavanzo debito	81.250	51.990	-6.237	8.813	18.608	-8.625	6.459
Stock debito	10.433.926	8.227.833	1.906.738	2.087.998	1.716.966	736.468	355.658
Popolazione x1000	502.841	332.373	60.749	81.779	65.176	46.125	11.291
Debito pro capite	20.750	24.755	31.387	25.532	26.344	15.967	31.499

Fonte: Eurostat (EDP Notification)

La sostenibilità del debito pubblico

La sostenibilità delle finanze pubbliche è caratterizzata da quattro elementi importanti che determinano l'accumulo del debito lordo

1) Approccio del vincolo della liquidità (breve termine)

è una misura della capacità di un governo di ottenere attività liquide nella valuta richiesta al fine di rispettare i propri obblighi di finanziamento a breve termine in detta valuta

2) Approccio del vincolo di solvibilità (medio e lungo termine)

implica il rispetto del vincolo di bilancio intertemporale del governo

3) Analisi delle passività potenziali delle amministrazioni pubbliche

la loro concretizzazione dipende da andamenti futuri (es. misure di sostegno pubblico al settore finanziario).

4) Analisi delle passività implicite delle amministrazioni pubbliche

Un fattore di rischio è l'invecchiamento della popolazione principalmente a causa della crescente longevità e della bassa natalità.

La sostenibilità del debito pubblico

Approccio del vincolo della liquidità (breve termine).

La **liquidità** è un concetto di breve termine che fa riferimento alla capacità del governo di mantenere l'accesso ai mercati finanziari, in modo da poter onorare tutti gli obblighi a venire nel breve periodo.

Si possono raccogliere attività liquide in tre modi principali:

- 1)conseguendo avanzi di bilancio (entrate, soprattutto fiscali, al netto della spesa);
- 2)prendendo a prestito fondi dal mercato dei capitali;
- 3)vendendo attività della pubblica amministrazione.

La sostenibilità del debito pubblico

La **solvibilità** è un concetto di medio e lungo termine che implica il rispetto del vincolo di bilancio intertemporale del governo, stabilendo che il valore attuale dei futuri saldi primari del governo devono essere quanto meno pari al valore attuale del debito pubblico in essere (“concetto di flusso”).

Si pone la condizione che, in un periodo futuro più o meno lontano, lo stock di debito pubblico risulti azzerato.

Intorno al cd. *vincolo di bilancio intertemporale* ruotano le analisi contemporanee sulla sostenibilità del debito pubblico.

La sostenibilità del debito pubblico

Se i mercati finanziari ritengono che uno Stato, a causa dell'elevato debito accumulato, possa non essere solvibile non acquistano titoli e non concedono prestiti oppure pretendono tassi di interesse più elevati per assumersi il rischio.

Gli interessi sul debito e la spesa pubblica possono essere finanziati solo da imposte e/o emissione di moneta (ma questo non è possibile); andrebbe evitato il pagamento degli interessi attraverso l'emissione di nuovi titoli.

Equazione primaria di accumulazione del debito

$$D_t = D_{t-1} + (i_t D_{t-1} - B_t) + F_t$$

D_t è il debito pubblico al tempo t

i_t è il tasso di interesse pagato sul debito

B_t è l'avanzo primario al tempo t

F_t è l'ammontare dei flussi finanziari
(raccordo disavanzo debito) al tempo t

Equazione primaria di accumulazione del debito

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = \frac{(1+i_t)D_{t-1}}{P_t Y_t} - \frac{B_t}{P_t Y_t} + \frac{F_t}{P_t Y_t}$$

D_t è il debito pubblico al tempo t

$P_t Y_t$ è il prodotto interno lordo a prezzi correnti dell'anno t

i_t è il tasso medio di interesse pagato sul debito

B_t è l'avanzo primario al tempo t

F_t è l'ammontare dei flussi finanziari (raccordo disavanzo debito) al tempo t

Equazione primaria di accumulazione del debito

$$d_t = \frac{(1 + i_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1} - b_t + f_t$$

d_t è il rapporto debito pubblico/Pil al tempo t

i_t è il tasso medio di interesse pagato sul debito

$g_t = \frac{P_t Y_t}{P_{t-1} Y_{t-1}} - 1$ è la variazione del Pil nominale

b_t è il rapporto avanzo primario/Pil al tempo t

f_t è il rapporto flussi finanziari/Pil al tempo t

Equazione primaria di accumulazione del debito

$$\Delta d_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - b_t + f_t$$

Δd_t è la differenza del rapporto debito/Pil tra t-1 e t

i_t è il tasso medio di interesse pagato sul debito

g_t è il tasso di crescita del Pil nominale

d_{t-1} è il rapporto debito/Pil al tempo t-1

b_t è il rapporto saldo primario/Pil al tempo t

f_t è il rapporto raccordo disavanzo-debito/Pil al tempo t

L'accumulazione del debito tra il 2011 e il 2012

$$\Delta d_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - b_t + f_t$$

d_{2011}	$= 120,8\%$	d_{2012}	$= 127,0\%$
i_{2012}	$= 4,55\%$	g_{2012}	$= -0,8\%$
b_{2012}	$= 2,5\%$	f_{2012}	$= 2,2\%$
$\Delta d_{2011-2012}$	$= 6,2\%$		

$$0,062 = \frac{0,0455 - (-0,008)}{1 + (-0,008)} 1,208 - 0,025 + 0,022$$

Soglia di sostenibilità avanzo primario

$$b_t^* = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} + f_t$$

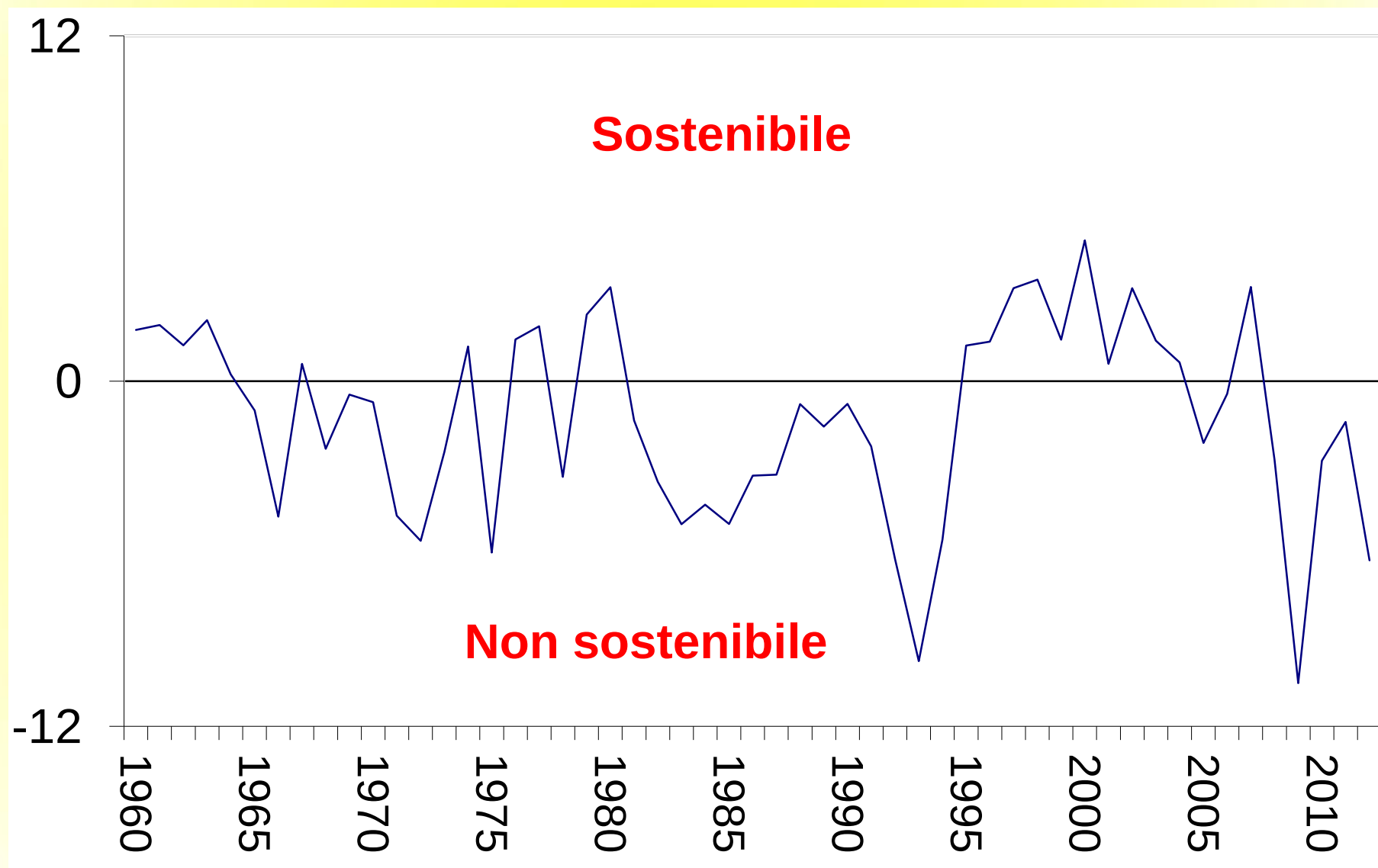
Soglia di sostenibilità indebitamento

$$ob_t^* = \frac{1 + i_t}{1 + g_t} g_t d_{t-1} + f_t$$

Soglia di sostenibilità fiscal compact

$$ob_t^* = \frac{1 + i_t}{1 + g_t} g_t d_{t-1} + f_t + \frac{(d_{t-1} - 0,6)}{20}$$

Sostenibilità del debito pubblico italiano nel tempo

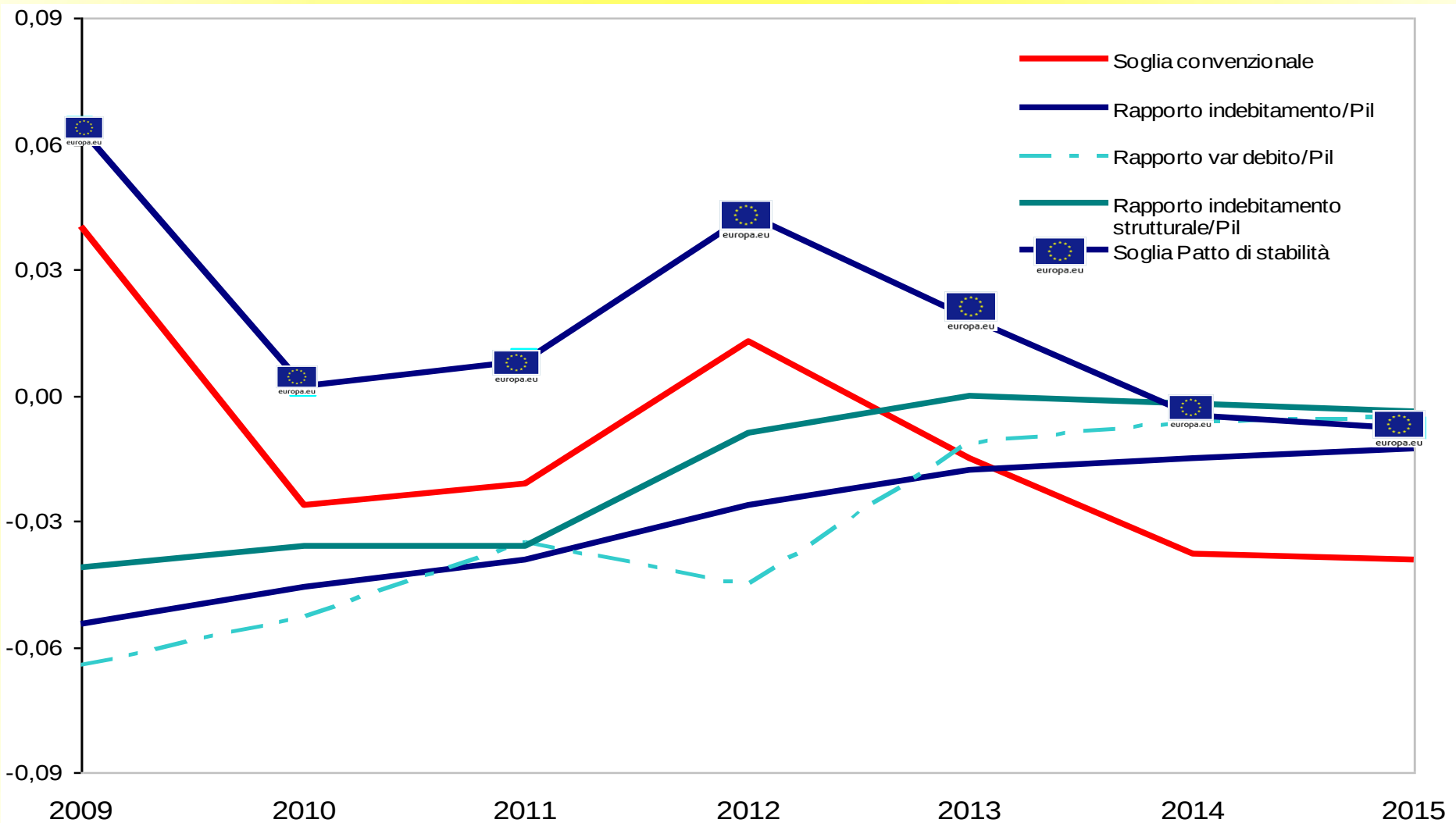


Come rendere sostenibile il debito

Per riportare il rapporto debito pubblico/PIL al disotto del vincolo di bilancio occorre agire sulle grandezze che entrano in gioco nell'identità esposta. Le possibili *politiche di rientro* devono:

- assicurare un *avanzo primario* tendenziale (entrate maggiori delle spese al netto degli interessi); va però considerato che la pressione fiscale non può crescere illimitatamente
- ridurre il *tasso d'interesse* mediante una accorta politica di gestione del debito pubblico (collocamento di titoli mediante asta, creazione di un mercato secondario dei titoli di Stato)
- assicurare un tasso di *crescita del PIL* superiore al tasso d'interesse. È questa, probabilmente, la politica più difficile se si considera che l'aumento del reddito deve essere conseguito senza aumento del disavanzo
- evitare *flussi finanziari* positivi

Indebitamento netto e sostenibilità del debito pubblico



Modalità alternative di gestione del debito pubblico

In presenza di un livello eccessivo di debito, di alti interessi e di un rapporto debito/Pil elevato, l'alternativa alle politiche di rientro è costituita da:

- 1) **ripudio** atto unilaterale di rifiuto di pagare interessi e rimborsare il capitale
- 2) **consolidamento** *consiste nel pagamento dei soli interessi*
- 3) **congelamento** *sospensione temporanea del pagamento di interessi e capitale (parziale se applicato solo a certi investitori)*
- 4) **conversione** *(facoltativa o forzata) è la rinegoziazione del tasso di interesse*
- 5) **redenzione** *attribuzione della quota eccedente il 60% a un Fondo europeo che emette bond*