

Una nota sulla valutazione dei disavanzi pubblici: al netto o al lordo degli interessi?*

1. Premessa

Nella copiosa letteratura sul debito pubblico si trova molto diffuso il riferimento al disavanzo del bilancio pubblico con *esclusione* dei pagamenti per interessi.

In questa nota mi propongo di argomentare che il riferimento a un disavanzo di bilancio che escluda il pagamento degli interessi, sebbene possa avere giustificazioni in alcuni contesti, non ne ha in altri. Anzi, esso può essere fonte di deduzioni non corrette e distorsive, quando lo si usi in discussioni che riguardino gli obiettivi della politica economica, e in particolare l'obiettivo di arrestare l'aumento del debito pubblico.

La nota si conclude con la proposta di una norma molto semplice per il computo del disavanzo di bilancio massimo che è compatibile con la stabilità del debito pubblico.

2. Contesti appropriati all'esclusione degli interessi dal conteggio del disavanzo pubblico

Si possono certo individuare dei contesti in cui il riferimento al disavanzo di bilancio al netto degli interessi può avere una giustificazione. Per esempio:

(*) Questo scritto è stato presentato e discusso nell'ambito della "Commissione per la verifica dell'efficienza e della produttività della spesa pubblica", istituita dal Ministro del Tesoro e presieduta dal prof. Sergio Steve, ed è incluso in allegato alla Relazione della Commissione (Ministero del Tesoro, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma, luglio 1988). L'A. ringrazia la Commissione e il Ministero del Tesoro per l'autorizzazione a pubblicarlo in questa sede; naturalmente, la responsabilità delle idee sostenute è unicamente dell'A.

— tale riferimento può avere una giustificazione quando si conducano elaborazioni in cui è utile distinguere le decisioni collegate con la gestione corrente del bilancio dai meccanismi che concernono gli oneri finanziari dei debiti contratti in precedenza;

— tale riferimento può inoltre trovare giustificazione quando si conducano esercizi di matematica finanziaria, allo scopo di esplorare le varie condizioni che conducono asintoticamente alla stabilizzazione di certe grandezze ritenute rilevanti (per esempio, il rapporto debito pubblico/PIL, dove PIL = Prodotto Interno Lordo), nell'ipotesi che altre grandezze rimangano costanti.

E così via.

3. Contesti inappropriati all'esclusione degli interessi

Il disavanzo di bilancio con esclusione degli interessi non appare invece come termine di riferimento appropriato quando si conducano elaborazioni che riguardano gli obiettivi della politica economica, e in particolare quando si consideri l'obiettivo di giungere a frenare l'aumento del debito pubblico.

Non si capirebbe infatti perché mai, quando il debito pubblico aumenta, si debba considerare parte del disavanzo un aumento del debito dovuto, per esempio, a pagamenti al personale e invece non si debba considerare parte del disavanzo un aumento del debito dovuto a pagamenti per interessi. Se entrambi fanno aumentare il debito, entrambi dovranno formare oggetto di una politica di rientro.

Naturalmente (e questa è la distinzione importante) occorre distinguere tra quella parte degli interessi che ha natura reale e quella parte degli interessi che è semplicemente un compenso per l'inflazione.

Dopo le vicende degli anni settanta, ogni risparmiatore avveduto ha ormai percepito molto chiaramente che gli interessi ricevuti hanno due componenti: una componente reale e una componente che rappresenta appunto la compensazione per la diminuzione del valore reale del credito verso lo Stato.

Una volta chiarita questa distinzione, è evidente che non costituisce disavanzo pubblico in termini reali quella parte degli interessi che è compensativa per l'inflazione, ma non c'è dubbio che

l'altra componente degli interessi, quella che ha natura reale, fa parte integrante degli oneri del bilancio pubblico. Quando è finanziata in disavanzo essa concorre, a parità di ogni altro onere, ad aumentare il valore reale del debito pubblico.

Pertanto, se l'obiettivo di politica economica che ci si pone è quello di arrestare l'aumento del debito pubblico, l'azzeramento del disavanzo esclusi gli interessi non porta affatto all'obiettivo prefissato: il debito in termini reali (oltre che in termini nominali) continuerà ad aumentare.

I ragionamenti in termini di disavanzo al netto degli interessi conducono quindi a distorsioni, la cui rilevanza, tra l'altro, non è nemmeno possibile valutare a priori. Infatti, la dimensione in termini assoluti (e reali) di tale distorsione è tanto più rilevante quanto più è elevato lo *stock* del debito pubblico. Quando il debito pubblico è irrisorio, fa poca differenza calcolare il disavanzo pubblico con o senza gli interessi. Ma quando lo *stock* del debito pubblico, come è attualmente il caso dell'Italia, è dell'ordine di grandezza di un milione di miliardi di lire, un tasso di interesse reale di tre punti percentuali (che nelle condizioni internazionali attuali non è per nulla eccezionale) significa un aggravio di bilancio *in termini reali* dell'ordine di grandezza di 30.000 miliardi di lire all'anno.

4. Altre controindicazioni al criterio dell'esclusione degli interessi

Si possono elencare ulteriori controindicazioni alla consuetudine di escludere gli interessi dal disavanzo pubblico.

i) Da un punto di vista espositivo, il criterio dell'azzeramento del disavanzo pubblico con esclusione degli interessi, quando è adottato come base di esercizi matematici tendenti a esplorare sentieri dinamici, appare piuttosto complicato da spiegare. Tutte le elaborazioni matematiche svolte sulla base di tale criterio mal si possono sintetizzare con delle conclusioni che siano immediatamente evidenti. Normalmente, tali conclusioni si enunciano con espressioni come la seguente: «si può dimostrare... che se il tasso reale di interesse è inferiore al tasso reale di crescita del PIL e se il disavanzo pubblico rapportato al PIL rimane costante, alla fine (cioè asintoticamente, senza che sia possibile precisare quando), il rapporto debito

pubblico/PIL tenderà verso un livello costante che viene determinato con una certa formula...» (e qui si dà una formula dove entrano grandezze che si suppongono costanti, sebbene in realtà non lo siano). Le persone che non hanno dimestichezza con la matematica finanziaria (per non dire con l'economia) devono continuamente prestare atti di fede, senza capire bene le implicazioni.

ii) Da un punto di vista dell'aderenza alla realtà, tutte queste elaborazioni matematiche si situano a un livello astratto molto lontano dalle discussioni politicamente rilevanti. Le grandezze che si suppongono costanti (il tasso reale di interesse, il tasso reale di crescita, il rapporto disavanzo/PIL) lungi in pratica dal rimanere costanti (come richiederebbero le formule matematiche) variano continuamente da un anno all'altro e sono anzi grandezze che sono oggetto di cambiamenti proprio per effetto delle decisioni della politica economica e monetaria e delle deliberazioni del Parlamento.

iii) In alcuni lavori, peraltro pregevoli, si nota anche una tendenza a ritenere che il conteggio del disavanzo con esclusione degli interessi possa servire a dividere i compiti: il governo dovrebbe preoccuparsi della gestione di bilancio, cioè del disavanzo primario; la banca centrale a sua volta dovrebbe cercare di curare la politica degli interessi, cioè degli oneri finanziari. Ma mi sembra che sia facile cadere in una confusione. È vero che la politica fiscale spetta primariamente al governo e che la politica monetaria spetta primariamente alla banca centrale. Ma ciò non significa che gli oneri per gli interessi sui debiti già emessi rientrino nella politica monetaria (o, almeno, non vi entrano se non indirettamente). Si tratta di oneri corrispondenti a impegni già assunti in passato e come tali gravanti sul bilancio dello Stato a pieno titolo. (La politica monetaria potrà semmai soprattutto riguardare il debito di nuova emissione.)

iv) Il criterio dell'esclusione degli interessi dalle discussioni sul disavanzo pubblico incoraggia inoltre, negli uomini politici (già istintivamente portati a favorire le spese che beneficiano i loro elettori), la tendenza a non dare importanza alla spesa per interessi. La convinzione più facile a diffondersi è quella che, con un po' di inflazione, gli interessi in effetti non si pagano e inoltre che non c'è ragione di preoccuparsi troppo di un debito pubblico che, in definitiva, non costa niente.¹

¹ A proposito dell'importanza di affrontare l'onere degli interessi con misure fiscali, può essere interessante ricordare un riferimento bibliografico: e cioè il famoso articolo di EVSEY

5. Una regola di evidenza immediata

Quale può essere dunque una regola semplice, e di generale comprensione, cui far riferimento nella discussione riguardante il rientro della finanza pubblica da situazioni di continuo aumento del debito?

Mi sembra che si possa semplicemente dire: il debito pubblico cesserà di aumentare, in termini reali, quando verrà azzerato il disavanzo pubblico al lordo degli interessi reali (ossia interessi nominali meno perdita di valore reale del debito, per inflazione).

Questa regola fa immediatamente riferimento a un obiettivo di politica economica: la cessazione dell'aumento dell'indebitamento pubblico. Inoltre il disavanzo così calcolato (cioè il disavanzo pubblico al lordo degli interessi reali) dà immediatamente la dimensione della manovra di rientro che è necessario mettere in atto.

Naturalmente, non è detto che il disavanzo così calcolato debba essere azzerato immediatamente. Ma chi lo considera può subito valutarne la dimensione e pensare al numero di anni su cui ragionevolmente distribuire il rientro, tenendo conto però che il differimento del rientro significa anche lasciar nel frattempo aumentare il debito, e quindi gli oneri reali, e quindi la dimensione del disavanzo effettivo da azzerare.

La stessa semplice regola sopra enunciata si può anche riformulare da un altro punto di vista, e cioè dal punto di vista del disavanzo massimo che ci si può permettere senza che aumenti il valore reale del debito.

Infatti nel corso dell'anno che si vuol considerare, lo *stock* del

DOMAR ("The Burden of the Debt and National Income" in *American Economic Review*, 1944) ancor oggi frequentemente citato, che diede inizio a tutta una letteratura economica sul debito pubblico.

In tale articolo, l'autore si propone di mostrare come l'accumulo del debito pubblico, in certe condizioni, non è poi così disastroso come i sostenitori a oltranza del principio del bilancio in pareggio tendono a sottolineare.

L'aspetto interessante dell'articolo di Domar è che gli oneri per interessi sono sempre esplicitamente messi a confronto con un'imposta che è specificamente destinata alla copertura degli stessi interessi (sempre reali nell'articolo di Domar).

Rileggendo ora quell'articolo sono stato colpito dalla cura posta da Domar nel mantenere fermo in tutte le sue elaborazioni il principio che gli oneri finanziari derivanti dagli interessi siano sempre coperti da una imposta specifica. E proprio da questo principio che dipendono tutte le sue argomentazioni in favore di una politica di bilancio che, in modo permanente, ma entro certi limiti, ricorre all'indebitamento.

debito pubblico è soggetto, per effetto dell'inflazione, a una perdita di valore reale pari a

$$(1) \quad zD,$$

dove z è il tasso previsto di inflazione annuale e D è lo *stock* complessivo del debito pubblico all'inizio dell'anno. Ma ciò significa che zD rappresenta anche l'ammontare massimo che può raggiungere il disavanzo pubblico senza causare un aumento del debito pubblico in termini reali.

Un disavanzo pubblico complessivo, in valori correnti (comprensivo di *tutte* le spese — correnti, in conto capitale e per interessi) pari a zD manterrà invariato, alla fine dell'anno, il valore reale del debito pubblico. Va da sé che un disavanzo complessivo inferiore a zD farà *diminuire*, e per converso un disavanzo complessivo che vada oltre la somma zD farà *aumentare*, il valore reale del debito pubblico.

6. La stessa regola applicata al rapporto debito/PIL

Nei confronti internazionali, il debito pubblico viene spesso considerato non già in termini assoluti, ma in termini relativi al PIL. Per confronti di questo tipo, la regola enunciata nel paragrafo precedente deve essere adattata all'obiettivo di un rientro della finanza pubblica di una situazione di continuo aumento del rapporto debito pubblico/PIL.

Si può semplicemente dire: il rapporto debito pubblico/PIL cesserà di aumentare quando verrà azzerato il disavanzo pubblico al lordo degli interessi reali depurati del fattore di crescita reale del PIL (più precisamente al lordo dell'importo che si ottiene moltiplicando lo *stock* a fine anno del debito pubblico per l'eccesso del tasso reale di interesse sul tasso reale di crescita).

In questo caso, il secondo punto di vista prima menzionato diventa ancora più significativo. Nel corso dell'anno che si vuol considerare, lo *stock* del debito pubblico (D) sarà soggetto, per effetto dell'inflazione, come si è già fatto notare, a una perdita di valore reale pari a zD (essendo z il tasso previsto di inflazione

annuale). Ma se il PIL aumenta in termini reali, ci si può permettere un *ulteriore* aumento del debito pubblico senza con ciò peggiorare il rapporto debito/PIL. Questo ulteriore aumento del debito è pari a $g'D$, dove g' è il tasso reale di crescita previsto per il PIL. Pertanto la somma $zD + g'D$, o meglio, se si vuol essere rigorosi (dato che si considera un periodo finito di tempo: l'anno), la somma $zD + g'D + zg'D$, che possiamo scrivere:

$$(z + g' + zg')D,$$

rappresenta l'ammontare massimo che può raggiungere il disavanzo pubblico senza far aumentare il rapporto debito pubblico/PIL. Si noti che la somma $(z + g' + zg')$ non è altro che una scomposizione del tasso di crescita previsto del PIL valutato in valori correnti, cioè valutato prima di qualsiasi rielaborazione. Tanto vale quindi chiamare g il tasso di crescita in valori correnti che viene previsto per il PIL nell'anno che si considera, e semplicemente scrivere (poiché $g = z + g' + zg'$):

$$(2) \quad gD.$$

Questo è l'ammontare massimo del disavanzo complessivo, in valori correnti, che si può sopportare senza causare un aumento del rapporto debito pubblico/PIL. Qualunque spesa in disavanzo (in valori correnti) che vada oltre gD farà *aumentare* il rapporto debito pubblico/PIL.

La caratteristica interessante dell'espressione (2) è proprio la sua semplicità e il minimo di elaborazioni che essa richiede. Essa segnala il massimo disavanzo pubblico (in lire correnti) compatibile con un non-peggioramento della situazione debitoria del Tesoro (valutata relativamente al PIL).

7. Conclusione

Nei due paragrafi precedenti si sono formulate regole, o norme, molto semplici e di generale comprensione cui far riferimento nelle discussioni sul disavanzo pubblico, quando si ponga come obiettivo

la stabilizzazione del debito pubblico o in termini reali, o in rapporto al PIL. L'espressione più semplice di tali norme è sintetizzata dalle due formule:

$$\begin{array}{ll} (1) & zD, \\ (2) & gD, \end{array}$$

dove D è lo *stock* del debito pubblico all'inizio dell'anno considerato, z è il tasso previsto d'inflazione e g è il tasso previsto di crescita del PIL, valutato in valori correnti, nell'anno che si considera.

Un disavanzo complessivo (che includa tutto, in lire correnti: disavanzo corrente, in conto capitale, interessi) non farà aumentare a fine anno il valore reale del debito pubblico se non supera la somma zD , e non farà aumentare a fine anno il rapporto debito pubblico/PIL se non supera la somma gD .

Si deve aggiungere, a integrazione, che la stabilizzazione del livello assoluto o relativo (rispetto al PIL) del debito pubblico non costituisce di per se stessa un obiettivo ultimo di politica economica. Molto dipende dal *livello* a cui tale stabilizzazione avviene. Il valore totale che lo *stock* del debito pubblico ha raggiunto (in questo momento, per il nostro paese, circa un milione di miliardi di lire) e il suo rapporto col Prodotto Interno Lordo sono grandezze che non si possono accettare passivamente come risultato del passato (qualunque sia il loro livello, sia pur stabilizzato); ma sono esse stesse grandezze da sottoporre a un attento vaglio, e a conseguenti consapevoli decisioni di politica economica e monetaria.

Post Scriptum (1989)

Applicazione esemplificativa al caso dell'economia italiana

Ecco i dati necessari al calcolo:

i) l'ammontare del debito pubblico complessivo al 1° gennaio 1989 è dell'ordine di 1.170 mila miliardi di lire (di cui poco più di 1 milione di miliardi per indebitamento pubblico in senso stretto e il resto per indebitamento in base monetaria — cioè verso la Banca d'Italia. Le cifre vengono dall'ultimo Bollettino della Banca d'Italia);

ii) il tasso percentuale di inflazione previsto per il 1989 è attualmente indicato (nei documenti governativi) nella misura del 5,5%;

iii) il tasso percentuale annuo di crescita del Prodotto Interno Lordo previsto per il 1989 è attualmente indicato nella misura del 9% (ossia 3,5% di aumento reale — piuttosto ottimistico — più di 5,5% di aumento inflazionistico).

Le formule di cui sopra danno quindi per il 1989:

$$\begin{array}{ll} (1) & zD = 64,35 \text{ mila miliardi di lire,} \\ (2) & gD = 105,30 \text{ mila miliardi di lire.} \end{array}$$

Queste due cifre rappresentano rispettivamente il disavanzo massimo compatibile con l'obiettivo della stabilizzazione del valore assoluto del debito pubblico in termini reali e il disavanzo massimo compatibile con l'obiettivo della stabilizzazione del rapporto debito pubblico/PIL.

Esse sono da confrontare con il disavanzo effettivo del bilancio dello Stato italiano che (sempre nei documenti governativi) è ora stimato (pur dopo i tagli previsti dalla manovra governativa di Pasqua 1989) intorno ai 130 mila miliardi di lire.

Le differenze tra quest'ultima cifra e ciascuna delle due cifre precedenti, ossia:

$$\begin{array}{l} 130 - 64,35 = 65,65 \text{ mila miliardi di lire} \\ \text{e } 130 - 105,30 = 24,70 \text{ mila miliardi di lire,} \end{array}$$

rappresentano le distanze che separano l'attuale bilancio pubblico dello Stato italiano dai due obiettivi sopra precisati.

LUIGI PASINETTI