



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI BERGAMO**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE**  
**“Hyman P. Minsky”**  
**Via dei Caniana 2, I-24127 Bergamo, Italy**  
**Tel. +39-035-2052501; Fax: +39-035-2052549**

---

**Quaderni di ricerca del**  
**Dipartimento di Scienze Economiche**  
**“Hyman P. Minsky”**

**Anno 2006 n.2**

***Maastricht, politiche fiscali e trasparenza dei conti pubblici***

**Giorgio Ragazzi**

**Comitato di Redazione**

Riccardo Bellofiore  
Annalisa Cristini  
Giancarlo Graziola

Luigi Bonatti  
Piero Ferri  
Riccardo Leoni

- La Redazione ottempera agli obblighi previsti dall'art.1 del D.L.L. 31.8.1945, n.660 e successive modificazioni.
- Le pubblicazioni del Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università di Bergamo, consistenti nelle collane dei Quaderni e delle Monografie e Rapporti di Ricerca, costituiscono un servizio atto a fornire la tempestiva divulgazione di ricerche scientifiche originali, siano esse in forma definitiva o provvisoria.
- L'accesso alle collane è approvato dal Comitato di Redazione, sentito il parere di un referee.

## Maastricht, politiche fiscali e trasparenza dei conti pubblici

### Incoerenza dei vincoli

Il trattato di Maastricht, nei vari protocolli allegati, attribuisce pari rilevanza ai due ben noti vincoli finanziari: mantenere il disavanzo (indebitamento netto) entro il 3% del PIL, e ridurre rapidamente il debito pubblico verso il 60% del PIL, qualora quel rapporto sia superiore.

Sono entrambi valori “arbitrari”; il primo è stato fissato tenendo conto dell’incidenza media storica della spesa per investimenti pubblici nei paesi UE (avendo quindi in mente, implicitamente, la “golden rule”), il secondo con riferimento al livello medio del debito dei principali paesi. Qualunque sia il giudizio sul livello scelto per questi indicatori, si osserva che essi sono tra loro logicamente incoerenti; inoltre, per rispettare entrambe i vincoli, un paese dovrebbe condurre una politica fiscale fortemente restrittiva e prociclica. Francesco Forte (1997a) è stato tra i primi a cogliere queste contraddizioni.

Il rapporto debito/PIL varia come segue:

$$d_1 = d_0 (1/1+y) + s_1 + \varepsilon$$

dove  $d$  è il rapporto Debito/PIL,  $y$  è il tasso di incremento del PIL nominale,  $s$  è il rapporto disavanzo/PIL ed  $\varepsilon$  è il cosiddetto aggiustamento stock-flow<sup>1</sup> ( in % del PIL).

Tralasciando il termine  $\varepsilon$  (assumendo cioè che la variazione nominale del debito sia pari al disavanzo), il rapporto Debito/PIL cresce nel tempo quando sia:

$$s_1 (1+y/y) > d_0$$

per ogni dato  $s$ , il valore di equilibrio del rapporto debito/ PIL ( $d$ ) dipende dal tasso di crescita del PIL ( $y$ ). Se poniamo  $s = 0,03$  (supponiamo cioè che il disavanzo resti mediamente pari al livello massimo), vediamo che il valore di **equilibrio tendenziale** del rapporto Debito/PIL dipende dal tasso di crescita nominale del PIL, come segue:

---

<sup>1</sup> Il divario tra disavanzo (indebitamento netto) ed incremento nominale del debito dipende da differenze nella definizione dei due indicatori, sia per i criteri di contabilizzazione (per competenza economica il primo, al valore nominale il secondo) che per le operazioni registrate. Il debito è al lordo delle variazioni di altre attività finanziarie; inoltre, alcune operazioni accrescono il debito senza essere registrate nel conto economico delle AAPP. Per un approfondimento, vedasi Ragazzi 2003.

s	y	debito/PIL tendenziale
3%	3%	103%
3%	4%	78%
3%	5,2	60%
3%	6%	53%

E' evidente che, quando il PIL nominale cresce poco (meno del 5%), per rispettare il vincolo sul debito (tendenza al 60% del PIL), i paesi dovrebbero contenere il disavanzo ben al di sotto del 3%: attuare cioè politiche fiscali tanto più restrittive quanto minore è la crescita! Con una crescita del PIL attorno al 5%, il rapporto debito/ PIL tende al 60% solo se il disavanzo **medio** (nell'arco del ciclo) – non massimo – è del 3%. Se la crescita (nominale) è superiore al 5% il debito tende a ridursi rapidamente anche con disavanzi medi al 3%, ciò che non appare di per sé obiettivo desiderabile.

Se la crescita nominale del PIL fosse eguale in ogni paese, ed il disavanzo limitato al 3%, i paesi che hanno un rapporto debito/PIL superiore al corrispondente valore di equilibrio lo ridurrebbero progressivamente, mentre i paesi che “partono” con un rapporto debito/PIL inferiore lo aumenterebbero: il vincolo dell'indebitamento al 3% assicura la **convergenza** (sia pur graduale nel tempo) del rapporto debito/PIL dei paesi UE verso un livello comune, ma questo livello comune sarebbe il 60% solo nel caso particolare in cui il disavanzo (medio) fosse del 3% ed il tasso di incremento nominale del PIL (eguale per tutti) fosse del 5,2%. Per  $y = 3\%$ , ad esempio, pur rispettando il limite del disavanzo al 3%, il rapporto debito/PIL di tutti i paesi tenderebbe a convergere verso 103%.

Poiché il rapporto di equilibrio tendenziale debito/PIL è tanto più alto (a parità di disavanzo) quanto minore è la crescita nominale del PIL, per mantenere il debito/PIL attorno al 60% i paesi dovrebbero attuare politiche fiscali fortemente procicliche: dovrebbero avere bilanci in surplus nei periodi di bassa crescita nominale del PIL, mentre potrebbero avere disavanzi superiori al 3% quando il PIL crescesse più del 5%.

Nel quinquennio 1999-2003, il PIL nominale è cresciuto in media del 4% l'anno in Italia, del 3,7% in Francia, del 2,1% in Germania. Con tassi di crescita così bassi, paesi che “partivano” con un rapporto debito/PIL attorno al 60 %, come Francia e Germania nel 1998, hanno visto aumentare quel rapporto (vedasi tavola 1) pur avendo disavanzi mediamente inferiori al 3%; per evitare l'incremento del debito/PIL, la Germania avrebbe dovuto contenere il disavanzo all' 1,2% (invece che al 2%), cioè seguire una politica ancor più restrittiva in un periodo già di stagnazione economica.

Spagna ed Inghilterra hanno potuto ridurre sensibilmente il debito grazie all'elevata crescita del PIL, che ha reso anche più agevole il contenimento del disavanzo.

Tavola 1 – variazioni del rapporto debito / PIL – 1998-2003

	PIL incremento % medio, 1998-2003	Debito %del PIL 1998	Debito %del PIL 2003	Δ Debito Totale	Δ Debito dovuta a aumento del PIL	Δ Debito dovuta ai disavanzi cumulati 1999-2003	Δ Debito dovuta a discrepanze stock-flow
Italia	4,0	116,7	106,2	- 10,5	- 20,8	9,6	0,7
Germania	2,1	60,9	64,2	3,3	- 6,1	10,5	- 1,1
Francia	3,7	59,5	63,7	4,2	- 7,4	12,0	- 0,4
Spagna	7,2	64,6	50,7	- 13,9	- 20,0	2,2	3,9
Inghilterra	5,0	47,7	39,8	- 7,9	- 11,3	0,5	2,9

Fonte: dati e nostre elaborazioni da dati Eurostat. I disavanzi sono al lordo dei proventi UMTS.

L'Italia, pur accumulando disavanzi vicini a quelli di Francia e Germania, ha invece ridotto il debito, sia perché la crescita del PIL (nominale) è stata maggiore, sia perché "partiva" da un livello di debito più elevato. Infatti, con  $y = 4\%$ , il rapporto debito/PIL tende a scendere, sia pure molto lentamente<sup>2</sup>, verso il 78% anche con disavanzi del 3%. Poiché con una bassa crescita vi sono in genere anche bassi tassi d'interesse, questo beneficia maggiormente i paesi con elevato debito/PIL, almeno nella riduzione del disavanzo<sup>3</sup>.

Si è affermato che il vincolo del 3% sul disavanzo non impedirebbe un uso anticongiunturale della politica fiscale, se gli Stati puntassero ad avere un bilancio mediamente in pareggio, nell'arco del ciclo<sup>4</sup>. Questa politica, fatta propria anche dalla Commissione (Comunicazione del 21/11/2002), condurrebbe però, nel lungo termine, ad una continua e rilevante riduzione del rapporto debito/ PIL (assumendo ovviamente che il PIL nominale cresca del tempo), tanto più rapida quanto maggiore è il tasso di crescita del PIL, che non è coerente con l'indicazione di un rapporto

<sup>2</sup> Con  $y = 4\%$  e  $s = 3\%$ ,  $d$  scenderebbe da 117 a 110% dopo 5 anni.

<sup>3</sup> Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, se si distinguono le due componenti del disavanzo tra interessi ( $iD$ ) ed avanzo primario ( $AP$ ), il "vantaggio" di avere un debito elevato dipende però dal rapporto tra tasso di interesse e crescita del PIL. La variazione del debito/ PIL può essere espressa:

$$d_1 = d_0 (1+i/1+g) + sp_1$$

dove  $sp$  è il rapporto avanzo primario/PIL mentre il primo termine misura il cosiddetto "effetto valanga": la riduzione del debito è tanto maggiore quanto più elevato è il rapporto iniziale debito/PIL, ma solo se  $g > i$ .

<sup>4</sup> Secondo il Consiglio Europeo di Amsterdam (17 giugno 1997) "il perseguimento dell'obiettivo concernente l'equilibrio di bilancio, con un saldo prossimo al pareggio o positivo, consentirà agli Stati membri di far fronte alle normali fluttuazioni cicliche, mantenendo il disavanzo pubblico entro il valore di riferimento del 3% del PIL".

tendenziale debito/ PIL pari al 60%, e nemmeno appare di per sé auspicabile (Brunetta & Tria, 2003).

I vincoli finanziari rispecchiano necessariamente delle sottostanti ipotesi di crescita. Se si assume come ipotesi/obiettivo di lungo termine una crescita del PIL nominale attorno al 5% allora il mantenimento di un rapporto tendenziale debito/ PIL attorno al 60% sarebbe coerente con la prescrizione di contenere il disavanzo **medio** (non massimo!) attorno al 3% nell'arco del ciclo. Ma quanto più vicino è il disavanzo medio al limite del 3%, tanto più diviene inevitabile che si perseguano politiche restrittive proprio nelle fasi negative del ciclo.

D'altronde, per valutare l'effetto restrittivo o espansivo della politica fiscale sembrerebbe più opportuno considerare il disavanzo in termini reali invece che nominali, cioè considerare il disavanzo al netto della perdita di valore del debito dovuta all'inflazione. Misurando così i disavanzi, al netto della "illusione monetaria", si vedrebbe che, nel 2002-2003, solo due paesi (Francia e Germania) hanno avuto disavanzi significativi (ma pur inferiori al fatidico 3%), e nel complesso i paesi dell'unione monetaria hanno mantenuto una politica fiscale sostanzialmente restrittiva (Forte 2004).

### **Vincoli e politiche fiscali**

Per la "filosofia" implicita nei vincoli del Patto, è più rilevante l'obiettivo di contenere i disavanzi entro il 3% o di contenere il debito entro il 60% del PIL? Il primo è un vincolo di breve termine, motivato dal timore che disavanzi "eccessivi" di un paese danneggerebbero altri paesi perché potrebbero portare ad un aumento dei tassi d'interesse sull'euro. Ciò può essere vero<sup>5</sup> in periodi di forte crescita e tensioni sui prezzi; al contrario, in periodi di recessione o stagnazione, un paese che attui politiche fiscali espansive "aiuta" gli altri paesi tramite l'espansione indotta nella loro domanda di esportazione, e non dovrebbe pertanto essere dissuaso dall'operare in tal senso.

L'obiettivo di contenere il debito entro il 60% del PIL riflette invece la preoccupazione che debiti troppo elevati possano generare crisi finanziarie con conseguenze negative per l'Unione e la moneta comune, oltre che pressioni per monetizzare il debito.

L'incongruenza tra i due vincoli, e la natura più strutturale e di lungo termine del secondo, ha fatto sì che la sorveglianza e le procedure per disavanzi eccessivi si siano concentrate pressoché esclusivamente sul vincolo del disavanzo. E' stato accettato e quasi passato sotto silenzio che Francia e Germania abbiano aumentato il loro debito, quest'ultima addirittura di dieci punti di PIL dal 1998 ad oggi. Sembra che, in pratica, il vincolo sul debito sia stato, saggiamente, pressoché abbandonato; persino nel caso dell'Italia l'attenzione della Commissione sembra molto più rivolta

---

<sup>5</sup> Gli studi empirici non sembrano peraltro suffragare l'ipotesi che il livello dei tassi d'interesse sia strettamente correlato a disavanzi di bilancio.

al contenimento del disavanzo che non all'obbligo di ridurre (con sufficiente rapidità!) il debito verso il magico traguardo del 60%.

La persistente stagnazione dell'economia europea ha indotto molti ad invocare l'applicazione della "golden rule", cioè in sostanza ad escludere la spesa per investimenti pubblici dal computo del disavanzo, anche se la regola può essere definita in diversi modi (Balassone e Monicelli, 2000). Ciò appare poco praticabile per la difficoltà di quantificare la spesa per investimenti (lordi o netti? solo in beni materiali?), ed equivarrebbe in sostanza ad un semplice innalzamento del limite al disavanzo, perché la spesa per investimenti è quella che meno si presta ad essere usata in funzione anticiclica.

Il bilancio comunitario è modesto e vincolato al pareggio; una politica fiscale anticiclica a livello europeo può dunque essere attuata solo coordinando le politiche dei vari paesi, obiettivo che non può essere raggiunto con gli attuali vincoli finanziari.

Sembrerebbe piuttosto opportuno "modulare" gli impegni del Patto tenendo conto di due variabili : il tasso di crescita nominale del PIL ed il livello del debito. In periodi di stagnazione, quando si prevede una crescita media del PIL nominale nella UE "bassa" (inferiore al 5%), sembrerebbe interesse comune consentire ai paesi che hanno un rapporto debito/PIL "basso" (come Francia o Germania) disavanzi ben maggiori del fatidico 3%, mentre paesi che hanno un debito elevato come l'Italia dovrebbero continuare ad essere soggetti al vincolo di contenere il disavanzo entro il 3%. Ai paesi che hanno un debito basso, ed una crescita del PIL nominale più contenuta, dovrebbe non solo essere concesso ma addirittura richiesto di perseguire politiche fiscali espansive per stimolare la domanda nell'area UE in periodi di stagnazione.

Se si volesse "formalizzare" una "regola", invece che affidarsi al difficile coordinamento (volontario e continuo) tra molti paesi, si potrebbe quantificare il disavanzo massimo consentito (e raccomandato) ogni anno a ciascun paese come una funzione del livello del debito e del tasso di crescita (atteso) del PIL nominale<sup>6</sup>:

$$\text{Max } s = s(d, y)$$

con max s funzione decrescente di d e di y (si accetta un disavanzo tanto maggiore quanto minore è il debito e la crescita nominale del PIL).

Occorre tuttavia tener conto che la forza dei vincoli finanziari del Patto sta nella loro semplicità, che ha consentito alle opinioni pubbliche dei paesi UE di comprenderli e considerarli quasi come regole costituzionali della unione monetaria. I Governi hanno cercato di rispettare quei vincoli non per il rischio di incorrere nella penali previste dal Patto, bensì per il più concreto ed immediato rischio di essere

---

<sup>6</sup> Questa norma sembra preferibile a quella di considerare, per ogni paese, gli scostamenti dal "full employment budget", perché meno esposta al rischio di divergenze nel calcolo e nella quantificazione. Inoltre, il mercato e la moneta comune implicano che i problemi relativi ai rischi inflazionistici ed a quelli di carenza di domanda debbano necessariamente essere considerati sulla scala dell'intera area UE e non dei singoli paesi.

penalizzati politicamente dal loro elettorato nazionale, con un giudizio negativo sulla condotta della finanza pubblica (Donnelly 2005).

Nel momento in cui si abbandonino vincoli finanziari semplici e chiari, anche se rozzi e “stupidi”, sostituendoli con formulazioni complesse che sfuggono alla comprensione dell’opinione pubblica, il rischio di penalizzazione politica per i governi che non li rispettino si attenua molto. Tuttavia, se se si vuole, come appare opportuno, aprire la possibilità di una gestione anticiclica della politica fiscale nella UE, affidata alla contrattazione tra governi, occorre superare la camicia di forza degli attuali vincoli finanziari del Patto, anche correndo il rischio che alcuni paesi devino dalle politiche concordate.

La “riforma” del Patto approvata nel marzo 2005<sup>7</sup>, pur mantenendo i due vincoli su disavanzo e debito, amplia di molto l’ambito di deviazioni ammesse e la discrezionalità della Commissione e dell’Ecofin nel valutare le politiche fiscali dei singoli paesi, tanto da far ritenere che l’influenza dei vincoli del Patto sulle politiche fiscali risulterà molto minore in futuro di quanto non lo sia stata nel decennio precedente (Calmfors 2005). Forse è più realistico sperare che un coordinamento tra le politiche fiscali si sviluppi di fatto tra i 3-4 maggiori paesi che non sulla base di regole condivise da tutti i paesi della Unione Monetaria.

## **Il Caso Germania**

Anche assumendo, come abbiamo fatto sinora, che una politica fiscale espansiva sia opportuna ed efficace per stimolare la ripresa dell’economia (non accenniamo nemmeno ai molti dubbi che si possono sollevare in proposito), ci si può chiedere se i maggiori paesi, ed in particolare la Germania, accetterebbero di incorrere in disavanzi superiori al 3% del PIL anche laddove fossero esonerati o addirittura richiesti di superare tale limite.

Merita accennare in specifico al caso tedesco, perchè è proprio dalla Germania che originano le tensioni che si sono accumulate nella UE in anni recenti.

Nei cinque anni 2001-2005 il PIL reale è cresciuto (dati cumulativi) appena del 3%, ed esclusivamente grazie alla crescita delle esportazioni nette, mentre la domanda interna è addirittura diminuita del 2% circa. E questo nonostante un disavanzo di bilancio (cumulativo) del 18% del PIL, circa il 3,5% l’anno in media.

In questo periodo prezzi e salari sono cresciuti molto meno che nella media dei paesi UE, e la Germania sta accumulando un surplus molto ampio nelle transazioni correnti, ormai vicino al 5% del PIL, sia verso gli altri paesi europei che verso il resto del mondo. Con la moneta unica, sarà molto difficile per non dire impossibile per paesi come l’Italia recuperare competitività nei confronti della Germania, col conseguente rischio di rendere assai difficile il superamento dell’attuale stagnazione. La Spagna è riuscita a mantenere un tasso di crescita elevato, ma ha anche accumulato un disavanzo di parte corrente che sta avvicinandosi al 10% del PIL.

---

<sup>7</sup> Risoluzioni del Consiglio 1055 e 1056/2005 e Rapporto Ecofin 7423/2005.

La contrazione della domanda interna in Germania, nell'ultimo quinquennio, non solo è stata la maggiore causa della stagnazione dell'economia europea, ma sta anche generando profondi e pericolosi squilibri nei saldi delle transazioni correnti degli altri paesi, che avranno effetti deflazionistici sulle loro economie e che sarà ben difficile correggere recuperando competitività. Nel lungo termine potrebbe essere a rischio la sopravvivenza stessa della moneta unica!

Dubito però che tutto ciò sia attribuibile al vincolo sui disavanzi pubblici imposto dal Patto di Stabilità e Crescita (PSC). E' opinione diffusa tra gli economisti tedeschi che il loro governo non avrebbe comunque accettato disavanzi sensibilmente maggiori di quelli che si sono avuti, anche in assenza di regole europee. Tuttavia, nella misura in cui si ritenga che una politica fiscale più espansiva sarebbe stata efficace per stimolare la domanda interna, certamente sarebbe stato nell'interesse (di breve e di lungo termine) dell'Europa spingere in quella direzione il governo tedesco invece di premere per il contenimento del disavanzo, con annunci relativi a possibili procedure per disavanzi eccessivi che hanno un grosso impatto sull'opinione pubblica e quindi anche sul comportamento dei governi.

### **Vincoli e finanza creativa**

Il vincolo sul disavanzo imposto dal Patto ha avuto anche un'altra conseguenza negativa: quella di spingere molti governi ad una serie di "sotterfugi" per limitare il disavanzo dichiarato, per importi magari non molto rilevanti in assoluto (in percento del PIL!) ma con ricadute negative per la disciplina di bilancio e la trasparenza dei conti pubblici. Francesco Forte (1997a) aveva previsto già dal 1997 che la dicotomia tra contabilità di bilancio e contabilità nazionale (sulla quale vengono contabilizzati i disavanzi per il PSC), avrebbe portato a comportamenti opportunistici in varie forme da lui già classificate. Sullo stesso argomento si veda anche Forte(1997b) e Ragazzi (1997, 2002, 2003).

E' ben noto che, per rispettare i vincoli dell'Unione, molti governi non solo hanno messo in atto operazioni "una tantum", ma hanno anche fatto ricorso ad operazioni di ingegneria finanziaria, o più semplicemente di contabilità creativa, con l'effetto di ridurre il disavanzo e/o il debito (Milesi-Ferretti 2004). Un recente working paper di Vincent Koen e Paul van den Noord (OCSE) assegna la palma di queste operazioni a tre paesi: Grecia, Portogallo ed Italia, che tra il 1997 ed il 2003 sarebbero riusciti in tal modo a ridurre il disavanzo per un totale ( in percento del PIL) rispettivamente di 18,7, 5,3, 4,7.

La natura di queste operazioni può essere la seguente: 1) cessioni di cespiti; 2) esclusione di alcuni enti dal consolidato della PA; 3) registrazione di sussidi come aumenti di capitale; 4) alterazione delle registrazioni tra cassa e competenza (ed altre, non poniamo limiti alla fantasia!).

Le conseguenze negative di queste operazioni sono molteplici. Una è che la poca trasparenza dei conti pubblici altera il contesto politico perché rende più



difficile all'opinione pubblica valutare la politica fiscale del governo in carica<sup>8</sup>. Una seconda conseguenza è che le scelte d'investimento possono essere distorte dal fatto che alcuni investimenti sono inclusi nel computo del disavanzo e/o del debito, mentre altri sono esclusi, e quindi il loro costo, contabile e politico, viene rinviato ad anni e governi futuri. C'è il rischio che si approvino questi ultimi con molta facilità se non leggerezza, mentre i primi vengono compressi.

Un chiaro esempio, per l'Italia, è quello delle FFSS ed in particolare degli investimenti per la TAV. Investimenti e perdite delle FFSS sono stati finanziati con aumenti di capitale, esclusi dal calcolo del disavanzo; se avessero dovuto essere inclusi, si sarebbero probabilmente adottate politiche più restrittive per la spesa, o si sarebbero aumentate le tariffe. Gli investimenti per la TAV sono stati finanziati per 9 miliardi di euro (dati inizio 2005) dalla Infrastrutture SpA, per lo più con emissioni di obbligazioni, nella presunzione che potessero essere esclusi sia dal disavanzo che dal debito, non consolidando la ISPA nella PA<sup>9</sup>. Entrambe le operazioni sono peraltro state contestate in sede Eurostat, con l'effetto di incrementare sensibilmente i disavanzi ufficialmente dichiarati in anni precedenti. Al di là della violazione della trasparenza, il rischio più grave è che questa pratiche portino all'approvazione di progetti di poca o nessuna redditività, che non verrebbero realizzati se sottoposti al vincolo di bilancio cui è soggetta tutta la finanza pubblica<sup>10</sup>.

Una terza conseguenza è quella di spingere alla vendita di cespiti pubblici anche al di là di ogni considerazione di opportunità o convenienza. Non consideriamo i casi di pura contabilità creativa, quando lo Stato vende a se stesso, come la recente cessione di quote ENI ed ENEL alla CDP "privatizzata". Danno vero si può avere quando vi siano cessioni vere. Cessioni di cespiti o partecipazioni dovrebbero trovare la loro principale ragion d'essere nell'aspettativa che la gestione privata sia più efficiente di quella pubblica, e che la privatizzazione porti ad un incremento del benessere collettivo. Ma in molti casi si cede esclusivamente per "far cassa", anche a costo di rinunciare ad una maggior redditività futura. La società Autostrade è un tipico esempio di privatizzazione non giustificata da una presunta maggior efficienza del gestore privato ma solo per "far cassa", con modalità che ex post hanno configurato una notevolissima perdita per il patrimonio pubblico. La cessione di immobili funzionali agli uffici pubblici a Fondi d'investimento privati, attuata al fine precipuo di ridurre il disavanzo "UE", accrescerà certamente nel tempo gli oneri per

---

<sup>8</sup> In Grecia ed in Portogallo, governi che hanno vinto le elezioni hanno denunciato i loro predecessori per aver "truccato i conti", ed anche in Italia si è molto discusso sul presunto "buco" lasciato dal governo Amato.

<sup>9</sup> Poiché i proventi della gestione saranno assai inferiori al servizio del debito, e la differenza dovrà essere versata dal Tesoro, è evidente che l'ISPA è solo un paravento, per evitare di includere l'investimento tra le uscite che gravano sul disavanzo, ed il finanziamento nel computo del debito pubblico.

<sup>10</sup> Le regole contabili possono avere rilevanti effetti reali: il primo requisito di una buona contabilità è assicurarsi che non vi sia la possibilità di registrare la medesima operazione sopra o sotto la linea a seconda di come la si organizza formalmente.

lo Stato, visto che il rendimento richiesto da questi Fondi è ben più elevato degli interessi “risparmiati” sul debito pubblico rimborsato con le somme ottenute dai Fondi.

L’incentivo a cedere beni o partecipazioni dello stato esclusivamente per “far cassa”, anche quando non sarebbe conveniente nel medio termine, verrebbe eliminato o ridotto se il vincolo di Maastricht non fosse commisurato al debito (nominale lordo) bensì al patrimonio netto (Ragazzi 2003).

L’opinione pubblica non è in grado di distinguere se una riduzione del debito sia dovuta ad un effettivo miglioramento della finanza pubblica oppure solo alla cessione di cespiti (ed altre operazioni di finanza creativa)<sup>11</sup>. Ben più rilevante, per un giudizio sulla politica del governo in carica, sarebbe l’informazione sulla variazione del patrimonio netto.

Un indicatore che potrebbe utilmente sostituire il “debito Maastricht” è la posizione finanziaria netta (PFN) delle AAPP, che varia per il flusso di risparmio pubblico e per le plusvalenze/ minusvalenze registrate, ma non per cessioni o acquisizioni di cespiti finanziari. In effetti, se la preoccupazione comunitaria per livelli eccessivi di debito è intesa ad evitare il rischio di crisi finanziarie, riduzioni del debito ottenute mediante cessioni di cespiti e partecipazioni non migliorano la capacità di un Stato di fronteggiare tali rischi.

La posizione finanziaria netta è assai più significativa del “debito Maastricht” per almeno due motivi: la valutazione ai prezzi di mercato - mentre il “debito Maastricht” è valutato al nominale (per un approfondimento di questo punto rinvio a Ragazzi, 2003) - e l’inclusione di molte poste finanziarie rilevanti, quali le giacenze del conto del Tesoro presso la Banca d’Italia, gli interessi maturati per competenza, gli sfasamenti tra flussi di competenza e flussi di cassa (principalmente per imposte e prestazioni sociali) che generano crediti o debiti verso l’economia<sup>12</sup>.

La PFN dei paesi europei è indicata alla tavola 2 : il peso, in percento del PIL, è ovviamente inferiore rispetto a quello del “debito Maastricht”, ma la “graduatoria” dei paesi è abbastanza diversa. I paesi scandinavi hanno una PFN pressoché in pareggio (Svezia e Danimarca) o addirittura in largo attivo (Finlandia); Portogallo e Francia hanno un “peso” del debito analogo a Spagna e Germania, ma una PFN migliore; l’Italia si trova invece in una posizione molto peggiore se si confrontano le PFN invece del debito: mentre il debito italiano supera “solo” del 69% la media del rapporto debito/ PIL dei paesi considerati (pur escludendo dalla media Finlandia e

---

<sup>11</sup> Si calcola che l’intera riduzione del debito pubblico dell’Italia dal 1999 in poi, pari a circa 8 punti di PIL, sia attribuibile ad operazioni che hanno come contropartita una riduzione del patrimonio pubblico (ai valori di mercato).

<sup>12</sup> A partire dal 2000, gli Stati dell’UE hanno iniziato ad inviare all’Eurostat, una volta l’anno, la loro posizione finanziaria netta, con indicazione delle attività/ passività finanziarie delle AAPP verso i vari settori della contabilità nazionale, valutate in base ai valori di mercato. La tavola fornisce sia i flussi annuali, che misurano le transazioni nette ai prezzi ai quali sono avvenute le transazioni, sia le consistenze, che sono valutate ai prezzi di mercato correnti alla fine del periodo di riferimento.

Svezia in quanto “anomali”), il passivo della PFN italiana supera la media europea del 110%.

Il fatto che il “debito Maastricht” venga contabilizzato al nominale e non ai prezzi di mercato, anche se rende più semplice ed immediata la sua quantificazione, altera le scelte operative delle Tesorerie: disincentiva ad esempio l’emissione di zero coupons o di titoli a sconto, mentre induce ad operazioni di “ingegneria finanziaria”, come lo swap concluso tra Tesoro e Banca d’Italia (titoli per 39,4 miliardi di euro, al tasso dell’1%, sono stati swappati contro titoli per 15,4 miliardi di euro, a tassi tra il 5 ed il 6,5%) che ha ridotto il “debito Maastricht” di ben 24 miliardi di euro, ma lasciando invariato l’onere per interessi negli anni futuri. E’ stata prospettata un’altra operazione analoga, lo swap di obbligazioni in dollari, che potrebbe ridurre il debito di 14 – 28 miliardi di euro. Se il debito fosse valutato al valore di mercato<sup>13</sup>, come nel calcolo della PFN, queste operazioni non avrebbero ragion d’essere, in quanto sostanzialmente irrilevanti.

Ancora, se si guardasse alla PFN, verrebbe meno l’incentivo alla pratica, che si va diffondendo non solo in Italia, di “cartolarizzare”, cioè in sostanza di cedere, crediti di enti ricompresi nel consolidato AAPP, quali l’INPS o la Cassa Depositi e Prestiti, al solo fine di ridurre il “debito Maastricht”. E’ la scelta di un indicatore sintetico inappropriato che induce a pratiche artificiose, con la conseguenza anche di inviare all’opinione pubblica messaggi sostanzialmente distorti, con l’indicazione di miglioramenti che sono solo contabili e non reali.

TAVOLA 2

Debito Maastricht" e  
posizione finanziaria  
netta (PFN) dei paesi  
europei. Dati 2001

	Debito/PIL %	PFN/PIL %
Belgio	108,6	98,0
Danimarca	44,7	6,7
Germania	59,5	44,3
Spagna	57,1	41,4
Francia	57,3	37,7
Italia	109,8	97,5
Olanda	52,8	33,1
Austria	62,7	44,2
Portogallo	56,5	30,2
Finlandia	43,4	-41,9
Svezia	56,7	3,3
Inghilterra	39,1	30,5

<sup>13</sup> Un più modesto correttivo, mantenendo il vincolo sul debito invece che sulla PFN, potrebbe essere di escludere dal calcolo della riduzione del debito quelle riduzioni che sono ottenute a fronte della cessione di cespiti o di operazioni finanziarie, come gli swaps, che non alterano il valore di mercato del debito.

Fonte: Eurostat

## Sommario e conclusioni

I vincoli posti dal Patto di Stabilità e Crescita (disavanzo al 3%, debito al 60% del PIL) sono incoerenti; il rispetto di entrambe i vincoli costringerebbe a politiche fiscali procicliche, e fortemente restrittive in periodi di bassa crescita nominale del PIL. Per questo la Commissione si è ormai concentrata sulla disciplina del disavanzo, passando praticamente sotto silenzio le deviazioni rispetto alla disciplina sul debito.

Una politica fiscale anticiclica a livello europeo può essere attuata solo abbandonando gli attuali vincoli, e coordinando le politiche dei vari paesi. Ai paesi che hanno un debito basso, ed una crescita del PIL nominale più contenuta, dovrebbe non solo essere concesso ma addirittura richiesto di perseguire politiche fiscali espansive per stimolare la domanda nell'area UE in periodi di stagnazione.

Occorre però riconoscere che la stagnazione dell'economia europea, nell'ultimo quinquennio, è dovuta in gran parte alla contrazione della domanda interna in Germania, che ciò è avvenuto nonostante un disavanzo nei conti pubblici attorno al 3,5% del PIL, e che difficilmente il governo tedesco avrebbe spinto oltre il disavanzo anche in assenza del vincolo del PSC. La "malattia" dell'Europa non può essere attribuita, se non forse in piccola parte, ai vincoli del PSC.

Il vincolo sul disavanzo ha avuto però anche un'altra conseguenza negativa: quella di spingere molti governi ad una serie di "sotterfugi" per limitare il disavanzo dichiarato, per importi magari non molto rilevanti in assoluto (in percento del PIL!) ma con ricadute negative per la disciplina di bilancio e la trasparenza dei conti pubblici. Vi è stata anche una spinta a cedere beni pubblici ben oltre quanto sarebbe stato desiderabile. Un rimedio potrebbe essere quello di monitorare la posizione finanziaria netta delle AAPP, invece del "debito Maastricht".

## Riferimenti bibliografici

Balassone F. & Franco D. (2001) "EMU Fiscal Rules: A New Answer to an Old Question?" in Banca d'Italia (a cura di) "*Fiscal Rules*", Roma

Balassone F. & Monacelli D. (2000) "*Emu Fiscal Rules: is There a Gap?*", Banca d'Italia, Temi di discussione n° 375.

Brunetta R. & Tria G. (2003) “*Il patto di stabilità e crescita: regole fiscali da cambiare*”, *Economia Italiana*, n° 3.

Calmfors L. (2005) “*What remains of the Stability Pact and What Next?*”, Swedish Institute for Economic Policy Studies, report n° 8.

Donnelly S. (2005) “*Explaining EMU Reform*”, *Journal of Common Market Studies*, vol. 43, pp. 947-968.

Forte, Francesco (1997a) “*The Inadequacies of Maastricht “Excessive Deficit” Rules and the Scope for Opportunistic Budgetary-Accounting Behaviors*”, IMF Working Paper, October.

Forte, Francesco (1997b) “*I bilanci pubblici italiani alla luce della costituzione fiscale di Maastricht*”, *Economia Pubblica* n. 4.

Forte, Francesco (2004) “*Fiscal and Monetary Illusion and the Maastricht Rules*”, mimeo.

Milesi-Ferretti G.M. (2004) “*Good, Bad or Ugly? On the Effects of Fiscal Rules with Creative Accounting*”, *Journal of Public Economics*, vol. 88, pp 377-394

Ragazzi, Giorgio (1997) “*Conti pubblici: finalità e trasparenza*” in Ragazzi, G. (a cura di) “*Trasparenza dei conti pubblici e controllo della spesa*”, Franco Angeli, Milano.

Ragazzi, Giorgio (2002) “*Sulla riforma dei conti pubblici*”, *Economia Pubblica*, n. 3.

Ragazzi, Giorgio (2003) “*Quali indicatori sintetici per la finanza pubblica?*”, *Economia Pubblica*, n. 4.