

## 8. Istituzioni politiche e debito pubblico: una discussione

di Nouriel Roubini

Vorrei iniziare i miei commenti sulla relazione del professor Tabellini *Istituzioni politiche e debito pubblico*, dicendo che ho trovato tale relazione estremamente seria, interessante e stimolante. Tabellini analizza in dettaglio le cause politiche e istituzionali dei disavanzi fiscali osservati in molti paesi industrializzati e in via di sviluppo e discute una serie di riforme istituzionali che possono ridurre la distorsione politica che porta ad un eccessivo indebitamento, il cosiddetto «bias politico» all'indebitamento.

In breve, la tesi di Tabellini è la seguente. In primo luogo, se osserviamo i disavanzi fiscali e la dinamica del debito pubblico in molti paesi notiamo che le teorie delle tassazioni ottimali non possono spiegare l'andamento di tali variabili. In particolare, numerosi paesi europei e in via di sviluppo seguono politiche fiscali che non sono "sostenibili" nel lungo termine; in altri termini, la continuazione dei presenti trend di politica fiscale porterebbe alla insolvenza del settore pubblico. Su tale punto, si veda anche Corsetti e Roubini<sup>1</sup>. Tali trend fiscali non appaiono consistenti con la tradizionale teoria neoclassica di politica ottimale del debito (il modello di *tax smoothing*) perché tale teoria prevede deficit fiscali solo nel caso di shock transitori alla spesa pubblica (come nel caso di una guerra) o all'output (come nel caso di una recessione).

Il fallimento delle teorie della tassazione ottimale suggerisce che si debba guardare a spiegazioni politiche dei deficit pubblici. In particolare, una serie di recenti lavori teorici ed empirici, chiaramente presentati e discussi da parte di Tabellini, suggeriscono spiegazioni dei disavanzi basate su fattori politici. In particolare, risulta che paesi caratterizzati da governi deboli, di coalizione e di breve durata sono i paesi in cui prevale tale bias politico all'indebitamento.

Dato questo bias politico verso deficit fiscali, Tabellini discute una serie di proposte di riforme istituzionali che potrebbero ridurre la tendenza dei governi all'indebitamento. Tabellini discute due tipi di proposte: 1) Regole rigide sui bilanci fiscali quali ad esempio

<sup>1</sup> Corsetti, G. e Roubini, N. [1991] *Tax-Smoothing Discretion versus Balanced Budget Rules in the Presence of Politically Motivated Budget Deficits: The Design of Optimal Fiscal Rules for Europe after 1992*, Yale University, dicembre, dattiloscritto.

una regola di bilancio in pareggio in ogni periodo. 2) Riforme che creino e rafforzino gli incentivi di *mercato* a perseguire politiche fiscali sostenibili.

Ho trovato questa parte della relazione particolarmente interessante perché la questione di quali riforme porterebbero a una maggiore disciplina fiscale è di cruciale importanza nell'odierno dibattito in Italia e in Europa sul futuro dell'unione monetaria in campo S.M.E.

Riassumerò qui brevemente i miei commenti sulla relazione ed elaborerò in seguito i vari punti.

1) Ho trovato molto convincente la parte della relazione riguardante i modelli teorici e i risultati empirici sulle determinanti politiche dei deficit pubblici. Sono sostanzialmente d'accordo con la sua analisi.

2) Ho trovato la discussione di Tabellini dei vantaggi e svantaggi di vincoli di bilancio in pareggio molto bilanciata e ragionevole. Forse, al margine, sono meno scettico di quanto sia Tabellini sulla potenziale capacità ed efficacia di rigide regole fiscali (specialmente se imposte e/o verificate da una autorità esterna quale la Comunità Europea) a ridurre il «bias» politico all'indebitamento. Tuttavia, ritengo che regole rigide (specialmente un bilancio in pareggio), sebbene possibili, non siano economicamente ottimali e anzi potenzialmente pericolose perché potrebbero esacerbare gli effetti di vari shock economici quali ad esempio una recessione.

3) Sono molto più scettico di quanto sia Tabellini sulla capacità di riforme basate su incentivi di *mercato* di riuscire a controllare il bias verso disavanzi delle autorità fiscali.

Per quanto riguarda il primo punto, l'analisi positiva di Tabellini delle determinanti politiche dei deficit fiscali, sono sostanzialmente d'accordo con la sua attenta discussione. Farei solamente un caveat. I test empirici delle determinanti politiche dei deficit fiscali devono controllare per le determinanti economiche di tali deficit (quali shock transitori all'output, alla spesa pubblica e agli interessi sul debito). Tale era l'approccio e la sostanza dei miei lavori con Sachs<sup>2</sup> sulle determinanti politiche del deficit. In tale senso, semplici correlazioni parziali o regressioni del deficit solo su variabili politiche non sono completamente soddisfacenti. In particolare, non è chiaro se la relativa significatività delle variabili usate da Tabellini (*durata, maggioranza e stabilità*) sarebbe robusta una volta che tali variabili economiche fossero incluse nella regressione.

Sul secondo punto, ho trovato molto interessante la discussione del relatore su vantaggi e svantaggi di rigide regole fiscali di bilancio

<sup>2</sup> Roubini, N. e Sachs, J. (1989) *Economic and Political Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies*, in «European Economic Review», maggio.

in pareggio. A proposito di tali regole fiscali, la mia opinione è che tali proposte sono possibili ma non sono ottimali ma, anzi, potenzialmente destabilizzanti.

Per quanto riguarda la loro realizzabilità, sono meno scettico di Tabellini su questo punto. In primo luogo, data l'inerzia dello status quo, non è semplice cambiare regole rigide di disciplina fiscale una volta che queste siano state introdotte. Tabellini stesso, pur essendo scettico sulla *durability* politica di tali regole rigide, correttamente sostiene che è sempre difficile cambiare lo status quo. Se tali regole sono introdotte nella costituzione di un paese, i costi di un cambiamento di tale costituzione sono molto alti. Inoltre, come osservato dal relatore, anche leggi che possono essere modificate da una maggioranza sono soggette all'inerzia dello status quo.

In secondo luogo, nell'ambito del presente dibattito in campo europeo, tali regole fiscali per i paesi CEE potrebbero essere imposte, monitorate, verificate e controllate a livello comunitario. Un sistema parallelo di sanzioni comunitarie contro i paesi devianti, quali la non ammissione all'unione monetaria dei paesi con deficit fiscali o altre forme di incentivi/minacce per i paesi membri una volta che l'unione si sia formata, potrebbero essere efficaci nell'incentivare i governi nazionali a una disciplina fiscale.

In terzo luogo, allo stesso modo in cui lo SME ha avuto successo a legare le mani delle autorità monetarie e imposto una disciplina anti-inflazionistica a paesi come la Francia e l'Italia, regole fiscali rigide (regolate dalla Comunità Europea) potrebbero ridurre e/o eliminare il bias politico verso deficit fiscali nei paesi europei che soffrono di tali distorsioni politiche. Naturalmente, come nel caso dello SME, governi sovrani potrebbero sempre deviare da tali regole ma la conseguenza di tale deviazione sarebbe rappresentata da seri costi politici (quali la perdita di reputazione europea) ed economici (le varie sanzioni comunitarie). L'esperienza della disciplina monetaria imposta dallo SME suggerisce che simile disciplina potrebbe essere imposta anche in campo fiscale.

È quindi mio parere che regole fiscali rigide e verificate da una autorità esterna come la Comunità Europea potrebbero avere successo nel ridurre i deficit fiscali nei paesi SME. Ritengo inoltre che le obiezioni a tali regole rigide non riguardino tanto la realizzabilità di tali regole, ma piuttosto la loro ottimalità.

Infatti, l'obiezione fondamentale riguardante le proposte di un bilancio in pareggio è la seguente. Regole fiscali rigide potrebbero eliminare il bias politico nella politica fiscale ma non sarebbero ottimali o ragionevoli dal punto di vista di scelte ottimali di finanza pubblica. Infatti, la teoria della tassazione ottimale suggerisce che l'idea di un bilancio in pareggio in ogni periodo non è in alcun ca-

so una buona regola: in presenza di shock temporanei alla spesa pubblica (un aumento temporaneo di spesa) e all'output (una recessione) è ottimale finanziare tali shock con deficit fiscali e l'emissione di debito pubblico. Tale debito verrà rimborsato quando l'output sarà al di sopra del trend di lungo periodo (in periodi di crescita) e quando lo shock transitorio alla spesa pubblica sarà eliminato. Secondo un ragionamento diverso che ha, però, le stesse implicazioni normative, modelli keynesiani del deficit pubblico suggeriscono che perseguire politiche di «deficit financing» durante recessioni può essere ottimale se la spesa pubblica ha un effetto di moltiplicatore sull'output; politiche fiscali anti-cicliche possono ridurre la lunghezza e l'ampiezza di una recessione.

L'implicazione della precedente analisi è la seguente: sia regole rigide (come un bilancio in pareggio in ogni periodo) che completa discrezionalità in campo fiscale (il presente equilibrio politico) non sono ottimali. Da un lato, regole rigide risolvono il problema di incoerenza temporale derivante dalla instabilità politica che porta i governi presenti a seguire politiche di deficit e scaricare sul futuro difficili scelte fiscali; ma dall'altro lato, tali rigide regole non permettono alcuna flessibilità nella politica fiscale, in particolare il *tax-smoothing* delle aliquote fiscali che suggerisce l'ottimalità di deficit fiscali in periodi di recessione. Inoltre, il tentativo di mantenere un bilancio in pareggio durante una recessione può esacerbare gli effetti della recessione stessa; riduzioni di spesa hanno effetti di moltiplicatore negativi sull'output; mentre aumenti delle aliquote fiscali riducono ulteriormente l'offerta di lavoro e la produzione.

In maniera simile, l'equilibrio discrezionale senza regole fiscali permette l'applicazione di *tax-smoothing* e il perseguimento di politiche anti-cicliche di stabilizzazione, ma lascia liberi gli operatori politici di perseguire politiche fiscali che hanno un bias politico.

Ne consegue dunque che un sistema superiore sia a regole rigide di bilancio in pareggio che a equilibri politici discrezionali con sistematici deficit fiscali potrebbe essere quello di imporre e rendere effettive in Europa regole fiscali flessibili (regole con *escape clauses*) che impongono una disciplina fiscale di base ma permettono flessibilità di manovra fiscale qualora gli shock economici siano sufficientemente seri (come nel caso di una recessione) da richiedere politiche di deficit [a tale proposito si veda Corsetti e Roubini 1991].

In particolare, dato il bias politico dei governi e il loro incentivo a esagerare l'importanza degli shock transitori (quali una recessione), tale regola flessibile («un bilancio in pareggio con una *escape clause*») non sarebbe equivalente a una regola di totale *tax-smoothing*. Soltanto quando lo shock sull'output è superiore a un limite che deve essere definito in maniera precisa, le autorità fiscali avrebbero l'auto-

rità a finanziare con debito tale deficit. Tale regola flessibile sarebbe quindi superiore sia all'equilibrio politico discrezionale che all'equilibrio rigido di un bilancio in pareggio.

Discuterò ora il terzo punto della relazione, ovvero le proposte di Tabellini riguardanti l'attuazione di riforme che impongano una disciplina di mercato al comportamento delle autorità fiscali. Vorrei sottolineare che, data l'importanza del problema della finanza pubblica in Italia, i suggerimenti di Tabellini rappresentano proposte molto serie e articolate di riforma che devono essere valutate attentamente. La proposta di Tabellini è di emettere e distinguere tra debito pubblico senior (per il debito già esistente) e debito junior per l'emissione di debito a seguito di nuovi deficit fiscali; tale riforma, dice il relatore, potrebbe contribuire a ridurre il bias politico all'indebitamento dei governi. La mia riflessione personale suggerisce che Tabellini è forse eccessivamente ottimista sulla capacità del mercato di imporre una disciplina sull'azione delle autorità fiscali. Le ragioni del mio scetticismo sono diverse.

In primo luogo, Tabellini introduce la sua proposta dopo una discussione dei rischi di una crisi di confidenza del debito anche quando non vi siano problemi di insolvenza del settore pubblico e non si verifichi alcun bias politico verso i disavanzi; tali rischi sono suggeriti da una serie di recenti modelli di «confidence crisis». Mentre sono d'accordo con il relatore che la presenza di due tipi di debito (senior e junior) potrebbe ridurre la probabilità di una crisi di fiducia sul debito pubblico generata puramente da aspettative in presenza di un ampio debito pubblico, non sono convinto della logica dell'argomento secondo cui tale riforma ridurrebbe anche gli incentivi a seguire politiche di deficit fiscale. Certamente, tale effetto sui deficit non sarebbe diretto ma dovrebbe passare tramite un effetto indiretto di tali riforme sugli incentivi delle autorità fiscali a emettere nuovo debito. Quali sono tali possibili effetti indiretti?

Un primo ragionamento indiretto potrebbe essere il seguente: la riforma proposta da Tabellini aumenterebbe il costo di indebitamento per nuovi deficit dato che tale debito non è garantito; in altri termini, il tasso di interesse reale sul debito che finanzia nuovi deficit sarebbe molto alto; questo, a sua volta, indurrebbe i governi con bias politici a non indebitarsi troppo.

Sfortunatamente, questo ragionamento è debole. Infatti, si può citare la stessa logica usata da Tabellini nella sua critica delle proposte «naïve» di disciplina di mercato per criticare la logica di questo argomento. Citando Tabellini «l'accumulazione di un alto debito riflette distorsioni politiche che inducono il governo a sottovalutare o a non tenere conto dei costi futuri del debito. Un più alto tasso di interesse, in queste condizioni, è scaricato dal governo sulle am-

ministrazioni future con un effetto destabilizzante, anziché disciplinante, sulla finanza pubblica». Quindi, la riforma potrebbe aggravare il problema politico invece di ridurlo.

In secondo luogo, Tabellini suggerisce che la distinzione tra debito senior e junior ridurrebbe l'interesse sul debito senior, dato che il rischio di ripudio su tale debito si ridurrebbe o sarebbe eliminato. Ma tale riduzione del costo del debito non avrebbe alcun effetto sugli incentivi dei governi a emettere nuovo debito (o, al peggio, potrebbe rafforzare tali incentivi). Infatti, per un dato stock di debito corrente e un dato sentiero esogeno di deficit correnti futuri, supponiamo che il debito omogeneo includa un premio di rischio che rappresenta il rischio di ripudio sul debito. Una sostituzione del debito iniziale con debito senior e debito junior non avrebbe alcun effetto sul costo reale del debito totale; il premio di rischio sul debito passato si ridurrebbe mentre quello sui deficit correnti (nuovi debiti) aumenterebbe in maniera proporzionale, in modo tale che il tasso reale atteso nei due casi sarebbe identico. Nella misura in cui, la riforma non influenza le attese sul sentiero futuro dei deficit correnti, una tale riforma non avrebbe quindi alcun effetto sul costo totale del debito. Si potrebbe obiettare che, siccome il costo reale di nuovi debiti è aumentato, gli incentivi nel nuovo regime sarebbero verso una riduzione dei deficit futuri. Ma siccome il costo dei vecchi debiti è al tempo stesso diminuito proporzionalmente, un governo con bias politici sarebbe confrontato con gli stessi incentivi marginali e si avvantaggerebbe del risparmio sugli interessi sul debito senior per continuare le stesse politiche di deficit seguite in precedenza.

Il ragionamento più diretto fatto da Tabellini nell'argomentare che tale riforma ridurrebbe gli incentivi per i deficit è che vi «sarebbe più certezza e meno illusione sulle scelte future di politica fiscale. In particolare, risulterebbe più chiaro che l'assunzione di nuovi debiti non può allentare il vincolo di bilancio del governo, ma può solo spostare l'onere nel tempo. E questo faciliterebbe la formazione di un consenso politico su proposte di riequilibrio della finanza pubblica». Va da sé che, in presenza di tutti i motivi politici per un deficit, così chiaramente discussi da Tabellini, tale argomentazione è puramente euristica e non provata in maniera formale. Francamente, non sono convinto che nel contesto politico-istituzionale italiano, la rimozione di tale illusione fiscale avrebbe effetti significativi sugli incentivi politici.

Vi sono anche altre potenziali obiezioni alle riforme di mercato discusse nella relazione. Per esempio, la preoccupazione espressa dagli operatori nei mercati finanziari è che una distinzione tra debito senior e junior avrebbe effetti nefasti sul funzionamento di tali merca-

ti. Secondo questo punto di vista, il mercato dei titoli di stato in Italia è oggi efficiente, altamente liquido e permette al governo di finanziarsi senza intoppi e problemi. La distinzione tra debito junior e senior, secondo tale punto di vista, correrebbe il rischio di rovinare le riforme attuate negli ultimi anni che hanno reso molto liquido il mercato dei titoli di stato.

Inoltre, non si può escludere che le riforme di mercato aumentino invece di ridurre la probabilità di una crisi finanziaria. Il relatore stesso non esclude che una tale crisi si possa verificare qualora il mercato decida di non acquistare il debito junior a fronte di nuovi disavanzi, razionando così il governo. Secondo il relatore, tuttavia, una crisi finanziaria non sarebbe poi così grave perché il debito senior sarebbe comunque garantito; quindi la crisi colpirebbe solo la capacità del governo di finanziare nuovi disavanzi. Questo ragionamento non mi sembra molto convincente. Con un fabbisogno del settore pubblico intorno a 120 mila miliardi (al di sopra del 10% del PIL), l'improvvisa incapacità del governo di ottenere finanziamenti avrebbe effetti molto gravi, come per esempio un panico finanziario. Inoltre, è illusorio pensare che tale crisi non avrebbe effetti di contagio sul debito senior. Un panico finanziario creerebbe aspettative di provvedimenti straordinari che si trasmetterebbero anche al cosiddetto debito senior garantito. Quindi, una crisi finanziaria avrebbe effetti di contagio su tutto il debito pubblico. Vedo quindi con preoccupazione ogni proposta che imponga un aggiustamento istantaneo e immediato ai disavanzi, invece che un processo graduale di ritorno a surplus primari.

Inoltre, ritengo che la distinzione tra debito senior e junior non sarebbe credibile nel contesto economico italiano. Per quanto l'argomento sia delicato, è chiaro che la soluzione del problema del debito pubblico in Italia passerà, prima o poi, tramite qualche forma di tassazione straordinaria, quale un consolidamento del debito più un congelamento parziale o completo del pagamento degli interessi sul debito o altri provvedimenti di ripudio parziale. Una crisi finanziaria non è avvenuta in Italia e non avverrà fino a quando disavanzi primari richiederanno un finanziamento di nuovi disavanzi. Quando giungeremo a degli avanzi primari, la possibilità e probabilità di tali provvedimenti straordinari diverrà molto alta. Gli operatori non sono ingenui e si renderebbero conto che ogni promessa di un debito senior non è credibile: alla resa dei conti, uno stato sovrano può consolidare qualsiasi debito, senior o junior che sia. Non è quindi molto realistico pensare che tale distinzione sarebbe credibile.

Si potrebbe sostenere che tale debito sarebbe credibile se fosse garantito da una autorità estera, per esempio la Comunità Europea. Se ciò fosse vero, però, la capacità di risolvere nel lungo periodo il problema del debito tramite un provvedimento straordinario, una vol-

ta che si sia giunti a surplus primari, sarebbe eliminata. È veramente nostra intenzione legarci le mani al punto tale che nessun provvedimento che affronti il problema di uno stock del debito superiore al PIL possa essere preso anche nel lungo termine? Non sono sicuro che una risposta affermativa sia giusta dati i potenziali benefici di un provvedimento un tantum e non distorsivo quale un consolidamento del debito pubblico.

A sostenere la mia sfiducia in riforme che cambiano gli incentivi delle autorità fiscali si consideri anche il seguente esempio. Ai tempi del «divorzio» tra Bankitalia e Tesoro, fu detto che tale riforma avrebbe drasticamente diminuito gli incentivi del Tesoro a seguire politiche di deficit. Si diceva che, se il Tesoro era certo che la banca centrale non avrebbe più monetizzato i deficit, la perdita della tassa da inflazione (il signoraggio) avrebbe cambiato gli incentivi del Tesoro e lo avrebbe indotto a ridurre i deficit fiscali. Naturalmente, come sappiamo, *ex post*, tale riforma non cambiò sostanzialmente gli incentivi del Tesoro e ha semmai peggiorato la situazione fiscale italiana. I deficit primari non si ridussero di molto dopo il divorzio e, data la scomparsa della tassa da inflazione, i deficit reali si allargarono e furono finanziati con ulteriore indebitamento che ha portato negli anni ottanta all'esplosione del rapporto debito/PIL in Italia. Naturalmente, ciò che tutti avevano dimenticato era che la fonte dei deficit fiscali italiani era politica e che tale riforma non avrebbe cambiato sostanzialmente gli incentivi a scaricare nel futuro i costi dei deficit presenti. Dato il parziale fallimento del «divorzio» a cambiare gli incentivi del Tesoro, sono piuttosto scettico che un'altra riforma di mercato avrebbe maggiore successo.

È mia opinione che la disciplina di mercato senza vincoli esterni (o esteri) non sia particolarmente vincolante. Tabellini presenta, nella sua relazione, un'analisi molto interessante e dettagliata di casi storici in cui crisi di finanza pubblica furono risolte con l'introduzione di diritti di prelazione verso imposte future di particolari categorie del debito. Si consideri quanto segue: in metà dei casi considerati (Austria, Ungheria, Messico) tali riforme furono associate con una garanzia estera (un gendarme straniero che garantiva l'impegno). L'altra metà dei casi in cui la garanzia era interna (Francia, Belgio e Stati Uniti) coincide con il campione dei paesi in cui i provvedimenti di riforma furono preceduti da un cambiamento politico verso un governo forte e con chiari obiettivi di riduzione del deficit pubblico (un gendarme interno). Ciò suggerisce che, in assenza di tali cambiamenti politici, un vincolo estero è necessario per garantire che tali riforme portino a un aggiustamento fiscale reale.

In conclusione, ho trovato le proposte di riforma suggerite da Tabellini molto serie, stimolanti e certamente degne di una discussione

approfondita. D'altro lato non sono ancora convinto che tali riforme cambierebbero in maniera sostanziale gli incentivi delle autorità fiscali. A mio parere, solamente vincoli esteri all'indebitamento pubblico (controllati da una autorità come la Comunità Europea) avrebbero una probabilità maggiore di essere verificati e mantenuti. Tali vincoli, tuttavia, dovrebbero essere flessibili e non dovrebbero imporre una disciplina di bilancio in pareggio in ogni periodo. Una regola con clausole che permetta disavanzi fiscali nel caso di severe recessioni e altri shock transitori potrebbe essere preferibile a equilibri politici discrezionali e a rigide regole di bilancio in pareggio.