



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

“MARCO FANNO”

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO:
EVOLUZIONE, DINAMICHE E CRITICITA'**

RELATORE:

CH.MO PROF. REBBA VINCENZO

LAUREANDO: MULA FRANCESCO

MATRICOLA N. 1113088

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

INDICE

INTRODUZIONE.....	2
CAPITOLO I: L'evoluzione storica del debito pubblico italiano	
1.1 Dall'Unità al 1914.....	3
1.2 Il periodo delle due Guerre Mondiali	5
1.3 La Ricostruzione e il miracolo economico	8
1.4 Dagli anni Settanta alla fine della Prima Repubblica.....	11
1.5 Dal trattato di Maastricht ai giorni nostri	15
CAPITOLO II: Caratteristiche e dinamica del debito pubblico	
2.1 Definizioni giuridiche.....	19
2.2 Finanziamento e sostenibilità del debito pubblico	21
2.3 Caratteristiche del debito pubblico italiano	27
CAPITOLO III: Il ruolo del debito pubblico e le regole fiscali	
3.1 Il ruolo del debito pubblico nella teoria economica.....	35
3.2 Processi decisionali e politiche pubbliche	37
3.3 Le regole fiscali e il debito pubblico	39
CONCLUSIONI.....	44
BIBLIOGRAFIA	45

Introduzione:

La crescita del debito pubblico è stata e continua ad essere una questione fondamentale per la gestione della politica finanziaria ed economica; per questo motivo, la sua analisi è sempre stata un argomento rilevante nell'evoluzione del pensiero economico.

Nella storia dello Stato italiano il debito pubblico ha inciso spesso sulle azioni dei governi e ha ostacolato la crescita economica, ma raramente i governi che si sono succeduti nel tempo hanno avuto il coraggio e la lungimiranza per affrontare adeguatamente tale problema.

Tuttavia, la recente crisi dei debiti sovrani in Europa, innescata dall'effetto domino della crisi economica mondiale iniziata nel 2008, ha messo in evidenza le criticità legate a un debito pubblico troppo elevato e ha fatto vacillare il mito dell'assoluta assenza di rischio e della liquidità del debito emesso dai Paesi sviluppati.

In pochi anni, tra il 2007 e il 2016, il rapporto debito/Pil in Italia è cresciuto di oltre il 30%, arrivando a superare il 132%; inoltre, nonostante i recenti segnali di ripresa, l'economia italiana rimane ancora fortemente esposta a possibili shock esogeni negativi.

Per questa ragione la questione del debito pubblico italiano non sembra esser più procrastinabile, come si evince anche dalle parole del presidente della Corte dei Conti Angelo Buscema: *“Il quadro attuale della finanza pubblica ci indica come non più praticabile il percorso che, per assicurare i necessari livelli di servizi alla collettività, faccia ricorso ad una ulteriore crescita del debito pubblico. Si tratta di una via preclusa non tanto dagli obblighi che ci provengono dall'esterno, dagli accordi europei, quanto piuttosto dal rispetto di un maggiore equilibrio intergenerazionale nella ripartizione degli oneri...”*¹.

Il presente elaborato affronta tale argomento sotto diversi punti di vista, seguendo uno schema di tre capitoli.

Nel primo capitolo si analizza l'evoluzione storica del debito pubblico italiano, dall'Unità d'Italia fino ai giorni nostri.

Il secondo capitolo è più articolato a livello di contenuti: si apre con una definizione del tema fornita dal quadro normativo della legislazione comunitaria e italiana; prosegue con un paragrafo dedicato alle dinamiche di finanziamento e sostenibilità del debito, per concludersi con un'esposizione e analisi delle caratteristiche tecniche del debito pubblico italiano odierno.

Il terzo capitolo offre una sintetica panoramica delle principali teorie economiche sul debito pubblico e i suoi possibili effetti sui meccanismi decisionali collettivi; a ciò si collega l'ultimo paragrafo che descrive gli effetti dei vincoli esterni posti all'azione di governo con particolare riferimento alle regole fiscali europee.

¹ BUSCEMA A., 13/02/2018. Discorso alla cerimonia di insediamento alla corte dei conti. p.3

Capitolo I: L'evoluzione storica del debito pubblico italiano

1.1 Dall'Unità al 1914

La questione del debito pubblico è sempre stata rilevante nella storia dello Stato italiano, infatti già dalla sua nascita il Regno d'Italia aveva un rapporto debito/Pil del 45%. All'unificazione politica, seguì un processo di unificazione finanziaria il cui principale promotore fu il ministro delle finanze Pietro Bastogi; per il raggiungimento di questo scopo fu rilevante la legge n. 174 del 4 agosto 1861 che ha riconosciuto e unificato i vari debiti degli Stati preunitari i quali furono iscritti nel Gran libro del debito pubblico che fu istituito con un altro provvedimento. (Repaci, 1962 p113)

Secondo quanto riportato nel Gran libro, nel 1861 il debito del Regno di Sardegna contribuì a formare il 57% del debito nazionale, il Regno di Napoli e di Sicilia contribuì per il 29% e la parte residua dipese dagli altri stati preunitari; a questi si aggiunsero poi, con la terminazione del processo di unificazione, i debiti del Veneto nel 1868 e dello Stato pontificio nel 1871. (Fausto, 2004 pp80-83).

Nel primo decennio post-unitario ci fu una forte crescita del debito pubblico in termini di Pil dal 45% al 95%, in particolare questo incremento è imputabile a tre cause: le spese militari sostenute, l'assunzione dei debiti dei territori annessi (Stato pontificio e Veneto) e i deficit strutturali di bilancio. Durante questo periodo, perciò, le preoccupazioni e le azioni di ordine politico e militare prevalsero su quelle di ordine finanziario (Ministero del Tesoro, 1988 p13). Le spese militari straordinarie furono ovviamente dovute a eventi contingenti, però ebbero un importante impatto sulle casse pubbliche. Ma una grossa parte dell'aumento dell'indebitamento fu dovuta ai deficit strutturali, dato che le entrate coprivano soltanto il 60% delle uscite; negli anni successivi la situazione migliorò grazie agli interventi di riordino del sistema fiscale che tuttavia non riuscì a colmare immediatamente il gap tra entrate e uscite, anche a causa di alcuni ritardi nell'applicazione delle disposizioni (Repaci, 1962 pp35-36).

Visto lo stato di arretratezza del neonato Regno italiano rispetto agli altri grandi Stati europei, fu deciso di non ridurre le ingenti spese per la costruzione di infrastrutture e la riorganizzazione statale, perciò per porre un freno ai disavanzi si intervenne sulle entrate.

Determinante fu la riforma fiscale che inasprì le imposte relative ai consumi (tra le quali la tassa sul macinato introdotta nel 1868) e introdusse imposizioni fiscali su fabbricati, terreni e sulla ricchezza mobile.

Tra il 1862 e il 1868 le entrate aumentarono del 79%, azzerando il deficit al netto degli interessi fin dal 1867, mentre la copertura della spesa per interessi, che era ormai diventata una cifra assai consistente, richiese ancora alcuni anni.

Di fronte a queste imponenti esigenze di reperimento di capitali, la politica del debito subì notevoli cambiamenti nel corso del decennio e ci furono diverse emissioni di debito. Nel 1866 i costi straordinari dovuti alla Terza guerra d'indipendenza e una crisi finanziaria portarono le banche a restringere il credito concesso causando timori e una corsa agli sportelli. Per evitare che la situazione degenerasse il Ministro delle Finanze Scialoja realizzò un disegno di legge che accordava al governo la facoltà di provvedere anche con mezzi straordinari, ai bisogni della finanza. Se, infatti, prima di tale provvedimento, l'unica alternativa al collocamento di prestiti consolidati era stata l'alienazione di patrimoni pubblici, ora si presentava percorribile il canale della creazione di moneta che sarà ampiamente sfruttato negli anni successivi. Dopo il picco del 95% toccato nel 1870, nei tre anni successivi ci fu una riduzione del rapporto debito/Pil fino al 70% dovuta a un aumento del Pil e anche all'inflazione che passò dal 2% del 1871 al 12% del 1872-73 spinta dal forte ricorso all'emissione di moneta. Negli ultimi anni del governo della Destra storica fu avviato un processo di nazionalizzazione delle ferrovie (che erano state privatizzate precedentemente per ridurre i disavanzi), a causa di ciò il debito aumentò rapidamente arrivando al 95% nel 1876, anno in cui cadde il governo e per la prima volta salì al governo la Sinistra storica.

Durante l'amministrazione della Destra storica si registrò una violenta crescita del debito pubblico e una progressiva diversificazione delle sue fonti di finanziamento, con una particolare insistenza finale sul canale monetario, ma fu caratterizzata anche da una continua attenzione a rimuoverne le cause, agendo con fermezza dal lato delle entrate tributarie e patrimoniali fino a raggiungere il pareggio di bilancio. (Ministero del Tesoro, 1988 pp17-21).

La Sinistra decise di adottare una politica fiscale più espansiva sfruttando i deficit per ampi investimenti pubblici in infrastrutture (soprattutto per ampliare la rete ferroviaria), dopo anni l'economia tornava ad avere dei disavanzi e a causa di alcuni avvenimenti, come la rottura delle relazioni commerciali con la Francia del 1887 e la caduta generale dell'attività produttiva, scoppiò una crisi del settore bancario che arrivò a coinvolgere anche le banche di emissione. Nel 1893 il governo attuò il riordino del sistema bancario che portò alla fondazione della Banca d'Italia con una serie complessa di fusioni tra le banche di emissione preesistenti. Il 1893 fu uno degli anni più difficili di questo periodo, successivamente si tentò di arginare la crisi ma i tentativi non furono efficaci anche a causa dei crescenti interessi sul debito pubblico; nel 1897 il rapporto debito/Pil toccò il picco del 120%. (Ministero del Tesoro, 1988 p28).

Il forte ricorso al debito in questo periodo era legato anche a ragioni di consenso: la classe dirigente liberale, di Destra o di Sinistra, era espressione di una base sociale ristretta a causa

del suffragio censitario e pativa pertanto di un debole sostegno popolare. La frammentata realtà sociale e civile finì per bloccare importanti riforme dell'apparato fiscale.

In queste condizioni, il debito pubblico evitò che la proprietà terriera fosse costretta a indebitarsi per far fronte all'aumento del carico fiscale; in pratica tale categoria di contribuenti pagava allo Stato, in termini di imposte per gli interessi sul debito pubblico, un tasso di interesse minore di quello che avrebbe pagato su eventuali debiti privati. In definitiva i governi resero un servizio a quei maggiori contribuenti e categorie sociali dalle quali traevano maggiori consensi. Le prime fratture di questo patto si ebbero con le conseguenze sociali della crescita industriale italiana che portarono alla nascita di organizzazioni sindacali e di massa, infatti nel 1912 si arrivò al suffragio universale maschile (Conti, 2015 pp488-489).

La crisi fu superata nei primi anni del Novecento, nell'Età Giolittiana, anche a causa di un inasprimento della pressione fiscale che riportò il bilancio dello Stato in avanzo: le spese restarono invariate in termini reali nel decennio tra il 1898 e il 1907, mentre le entrate, per la crescita del reddito, aumentarono dell'8%. Il miglioramento della situazione economica permise anche la conversione di parte dei titoli di Stato nel 1906 consentendo un grosso risparmio in termini di interessi. (Fausto, 2004 p85).

Un altro aspetto positivo di questo periodo fu che l'Italia riuscì a ridurre la parte di debito pubblico detenuta all'estero portandola circa al 10% (Fig. 1.2).

Si può concludere che tra il 1900 e il 1914, il debito pubblico aumentò di 2.160 milioni, in gran parte dovuti all'emissione di buoni del Tesoro per il finanziamento delle guerre coloniali, ma comunque grazie all'andamento positivo dell'economia il suo rapporto sul Pil si ridusse

Complessivamente, osservando l'intero periodo tra il 1861 e il 1914, si verificò un aumento del debito pubblico in termini assoluti nonostante il rilevante aumento dell'imposizione e l'alienazione di un considerevole patrimonio. In termini di debito/Pil però nella prima fase del Novecento si registrò una consistente riduzione rispetto agli anni difficili di fine secolo e l'Italia si presentò alla vigilia della Prima Guerra Mondiale nel 1913 con un rapporto debito/Pil poco inferiore all'80%. (Fig. 1.1)

1.2 Il periodo delle due Guerre Mondiali

Con l'entrata in guerra del 1915, la situazione finanziaria dello Stato si deteriorò, la guerra durò più del previsto ed ebbe dei costi enormi: Répaci (pp144-154) ha stimato il costo della guerra negli anni 1914-15/1924-25 in 48,3 miliardi (ai prezzi del 1913), senza tener conto dei costi di preparazione alla guerra.

Il periodo fu caratterizzato da forti disavanzi difficili da calcolare con precisione perché vi fu un ampio ricorso alle gestioni fuori bilancio; si tentò di incrementare le entrate tributarie per

sostenere lo sforzo bellico, ma aumentarono in misura inferiore rispetto ai bisogni dello Stato, perciò si scelse di coprire con le entrate solo gli interessi dell'indebitamento, e soltanto nel dopoguerra il ricorso alle imposte ebbe lo scopo di liquidare finanziariamente la guerra. Per questo motivo lo Stato fu costretto a indebitarsi fortemente: complessivamente nel periodo tra gli esercizi finanziari 1915 e 1922 gli elevati disavanzi di bilancio provocarono un aumento del debito pubblico nominale da 15.766 a 92.857 milioni, cioè del 429%. (Fausto, 2004 pp88-89). Durante gli anni della guerra, nonostante gli ingenti disavanzi, l'incremento del Pil derivante dalla mobilitazione bellica e un'elevata inflazione attenuarono la crescita del rapporto debito/Pil, il quale tra il 1913 e 1918 aumentò di soli 10 punti. La situazione però precipitò negli anni successivi al conflitto in cui si arrivò nel 1920 a registrare un rapporto debito/Pil record del 160% (Fig. 1.1), ciò accadde per vari motivi: la smobilitazione postbellica comportò una caduta del prodotto interno del 20% a causa di un lento processo di riconversione produttiva, contemporaneamente i disavanzi primari e il costo del debito rimasero ai livelli del periodo bellico e infine fu determinante la rivalutazione del debito estero (dovuta al forte deprezzamento della Lira).

Osservando le variazioni della struttura dell'indebitamento si possono notare i segnali di una profonda trasformazione: i debiti a medio e lungo termine passarono dal 94,1% al 60,9% del totale, mentre ci fu un boom del debito fluttuante (a breve termine) dal 5,9% al 39,1%, ciò accadde a causa della forte inflazione che rendeva poco appetibili i titoli di Stato a lunga scadenza (Fig. 1.3). Un altro dato importante è la variazione del debito detenuto all'estero, infatti lo sforzo del mercato finanziario italiano non fu sufficiente e si rese necessario il collocamento di prestiti all'estero. Questo ebbe importanti ripercussioni, infatti il debito estero, espresso come era in valuta estera, subì una forte crescita dopo la fine della guerra per il rapido deprezzamento della lira e la percentuale con cui i prestiti esteri concorsero al finanziamento delle spese fu crescente arrivando a raggiungere il 50% del debito totale. (Fig. 1.2).

Verso la fine del 1922 il primo governo fascista salì al potere ed il ruolo di ministro delle finanze fu assunto da De'Stefani; lo scenario che si presentava era quello di un bilancio ancora in deficit perciò De'Stefani decise di contrarre le aliquote di molte imposte abolendo molte fonti di entrata e contemporaneamente ridurre le spese allo scopo di ridimensionare l'intervento dello Stato nell'economia, ciò fu possibile sfruttando i pieni poteri per il riordinamento delle funzioni dello Stato in materia tributaria e amministrativa concessi dal parlamento al governo nel 1923; il risultato fu il raggiungimento del pareggio di bilancio nel 1924-25 anche grazie al venir meno delle spese belliche e di riconversione produttiva.

Dal punto di vista del rapporto debito/Pil, nel 1926 si osservò un deciso crollo dovuto a una forte fiammata inflazionistica e soprattutto al condono di una parte di debito estero detenuto da Regno Unito e Stati Uniti (Fig. 1.2).

In questo periodo con l'approvazione delle "leggi fascistissime", Mussolini trasformò definitivamente l'Italia in uno Stato autoritario. Inoltre si decise un consolidamento del debito per allungare la scadenza dei titoli riducendo la quota di debito flottante attraverso una conversione obbligatoria (dato l'insuccesso dell'operazione di conversione volontaria del '24), ma anche in questo caso la decisione si rivelò dannosa sia per i possessori dei titoli che per lo Stato, infatti gli investitori ebbero grosse perdite che determinarono una grave sfiducia, a causa di ciò lo Stato dovette rinunciare ad emettere Buoni ordinari del Tesoro per quasi dieci anni durante i quali il ministro dell'epoca dovette ricorrere a celate ed indirette forme di prestiti (Repaci, 1962 pp284-286).

L'operazione di consolidamento determinò un ampio drenaggio di liquidità che permise al governo di rafforzare la Lira e tornare al Gold Exchange Standard con una parità aurea per sterlina di 92 lire. Chiaramente tale manovra di stabilizzazione della Lira, nota come "quota 90", portò il Paese in deflazione colpendo particolarmente le classi meno abbienti.

Mussolini, però, una volta ottenuto il risultato e guadagnata la credibilità necessaria a veder condonato parte del debito estero, raggiungendo non senza costi la stabilità monetaria e solidità della Lira, si trovò con un grosso potenziale fiscale che sfruttò per cambiare politica e tentare di guadagnare consensi proprio dalle classi meno abbienti, dove le élite liberali dei precedenti governi li avevano persi. Il fascismo dal volto liberista fu sostituito da quello corporativo e successivamente autarchico (Conti, 2015 p490).

Difatti dopo l'esercizio del 1925-26 il bilancio dello Stato tornò in disavanzo e ci rimase per tutto il periodo fascista; in particolare dal 1932 l'Italia cominciò a risentire degli effetti della Grande depressione del '29 perciò la flessione delle entrate e l'espansione fiscale decisa dal governo portarono il deficit a livelli molto alti e di conseguenza crebbe anche il rapporto debito/Pil che sfiorò il 100% (Fig. 1.1).

Nel 1934 finalmente i prezzi tornarono a salire grazie alla cessazione di fatto della convertibilità della lira in oro determinando un aumento del Pil nominale, per questo motivo fu attuata una nuova operazione di conversione del debito per tentare di adeguare il tasso di interesse dei titoli in circolazione, seguendo l'esempio del Regno Unito, ma a differenza dell'iniziativa britannica la manovra italiana si rivelò dannosa.

Nel periodo 1935-40, a causa delle spese militari e del crescente intervento nell'attività economica indirizzata all'autarchia le uscite superarono le entrate di oltre 70 miliardi, e il governo procurò i fondi necessari emettendo nel 1936 un prestito forzoso la cui sottoscrizione

fu obbligatoria per i proprietari di terreni e fabbricati; nonostante ciò l'alta inflazione mantenne il livello debito/Pil al di sotto dell'80%.

Con l'ingresso nella Seconda Guerra Mondiale l'inflazione si fece ancora più forte ma nonostante ciò il rapporto debito/Pil aumentò rapidamente a causa dei forti disavanzi e toccò un picco superiore al 100% nel 1943 (Fausto, 2004 p100).

Per finanziare lo sforzo bellico si adottarono misure fiscali volte a ridurre il livello dei consumi al fine di liberare risorse che potevano essere impiegate per sottoscrivere titoli di debito, però non si incentivò l'acquisto con tassi di interesse appetibili: basti pensare che, a fronte di un tasso di inflazione pari al 20%, nel 1942, il tasso di sottoscrizione era pari al 5,5%! Negli anni conclusivi del conflitto la situazione italiana era drammatica sotto vari punti di vista, caduto il regime fascista la nazione si trovò divisa in due, occupata dalle truppe tedesche al nord e da quelle degli alleati al sud; ovviamente anche lo stato economico del Paese era fuori controllo: nel 1944 fu stimata un'inflazione del 344% (Fig. 1.3) che fece calare il debito/Pil al di sotto del 40% in pochissimo tempo per poi arrivare al minimo storico del 23% nel 1946-47. Anche le spese per interessi subirono un forte ridimensionamento: dal 17% della spesa totale nel 1938-39 al 4,3% nel 1946-47 (Ministero del Tesoro, 1988 p43).

1.3 La Ricostruzione e il miracolo economico

Nel periodo post-bellico il problema del debito passò in secondo piano vista la sua forte discesa nei confronti del Pil e anche a causa della riduzione del peso degli interessi sul bilancio pubblico. Per tutti gli esercizi finanziari dal 1946-47 al 1960-61, il bilancio si chiuse sempre in disavanzo. In particolare, nei primi anni del dopoguerra, a causa dello squilibrio economico-finanziario, della contrazione dei consumi, dell'arresto del commercio e del disordine dell'amministrazione fiscale si ridussero le entrate a livelli molto bassi mentre le spese continuarono ad aumentare nonostante la riduzione degli oneri per il debito pubblico e le forze armate. All'aumento delle spese concorsero i nuovi oneri di carattere sociale: le spese per l'assistenza postbellica ai reduci e agli sfollati, per le riparazioni dei danni di guerra e per la smobilitazione bellica (Fausto, 2004 p101).

La vera opera di ricostruzione finanziaria ebbe inizio con l'esercizio 1948-49 attraverso una drastica riduzione del disavanzo, anche grazie agli aiuti economici del "Piano Marshall" che furono contabilizzati come entrate.

In termini reali l'incremento del debito pubblico, nel periodo 1945-50, non superò il 17%, mentre la dilatazione del prodotto raggiunse il 160%; per questa ragione, in questo periodo la

stabilità del rapporto debito/Pil è imputata più alla crescita del prodotto che all'inflazione (nei cinque anni della guerra la situazione fu opposta).

Per quanto riguarda la copertura dei deficit, la gestione tradizionale e ortodossa del debito pubblico, che richiede di privilegiare gli strumenti a medio e lungo termine, riservando il debito fluttuante alla copertura di transitorie necessità, entrò in crisi; infatti, tra il 1945 e il 1950, la quota di debito fluttuante passò dal 29% al 56% del totale, in pratica la gran parte del debito era costituita da una continua emissione di BOT.

Come già anticipato, nei primi anni del dopoguerra la gestione del debito perse un po' di importanza: la priorità fu il contenimento dell'inflazione che si era ridotta rispetto agli anni del conflitto ma rimaneva ancora troppo elevata; l'obiettivo fu raggiunto dal ministro del Tesoro Luigi Einaudi con una drastica manovra di stabilizzazione monetaria. Tra i provvedimenti decisi nel 1947, oltre alla limitazione dell'emissione monetaria ci fu quello riguardante l'applicazione della riserva bancaria: alle aziende di credito venne imposto di versare una riserva alla Banca d'Italia in titoli di Stato o in contante.

Tale decisione influì anche sul debito pubblico, infatti l'aver inserito i titoli del Tesoro tra gli strumenti di assolvimento degli obblighi di riserva contribuì a creare un mercato per titoli a tasso di interesse contenuto e introdusse nella gestione del debito elementi di stabilità destinati a durare a lungo (Ministero del Tesoro 1988 p50).

I pericoli inflazionistici, dopo i provvedimenti per le riserve obbligatorie del 1947, furono contenuti, perciò la manovra ebbe successo e la Banca d'Italia poté utilizzare queste riserve per la sottoscrizione dei titoli, invece di emettere moneta. La nuova liquidità, così immessa sul mercato, non provocò ulteriore inflazione (Fausto 2004 p102).

Una volta stabilizzata l'inflazione si aprì per l'Italia un periodo di sviluppo senza precedenti trainato dal ciclo espansivo dell'economia europea e mondiale, dagli aiuti internazionali e dalla stabilità dei prezzi. Dal 1951 al '63 il Pil crebbe quasi del 6% l'anno e la produzione industriale aumentò del 160% per via dello sviluppo tecnologico del periodo; l'economia italiana visse un cambiamento strutturale con un ampio trasferimento di lavoratori dal settore primario a quello secondario, il boom economico trasformò l'Italia in una delle maggiori potenze industriali del mondo. Un dato molto significativo è quello della disoccupazione che nel 1963 toccò il minimo storico del 2,5%.

Un fattore essenziale per lo sviluppo economico e l'ammodernamento dell'apparato produttivo furono gli investimenti pubblici che contribuirono alla creazione di disavanzi ma di entità abbastanza ridotta: dal 3,7% dei primi anni '50 all'1,8% nel 1960 (Piergallini, Postigliola p10).

Vista la forte crescita economica il rapporto debito/Pil rimase sempre al di sotto del 30%, naturalmente però in termini assoluti aumentò, per finanziarlo si fece sempre meno ricorso al finanziamento diretto della Banca d'Italia, difatti la quota del debito del Tesoro verso la Banca d'Italia sul totale delle passività del settore statale si dimezzò: dal 25% del 1950 al 12% del 1960.

Un dato interessante riguarda le variazioni nella composizione del debito, infatti ci fu un'ulteriore crescita della porzione di debito fluttuante (composta per lo più da BOT), e dai dati sui detentori dei titoli si osserva che la maggior parte dei buoni ordinari del Tesoro emessi furono assorbiti dal settore creditizio: la quota di questo settore passò dal 58,5% del totale dei BOT nel 1947 al 91,2% nel 1961. Probabilmente questo era dovuto ai provvedimenti di stabilizzazione decisi nel 1947, che avevano inserito i titoli del Tesoro tra gli strumenti per l'assolvimento degli obblighi della riserva bancaria.

Alla tendenza all'investimento in titoli pubblici del settore creditizio faceva riscontro una diminuita propensione all'investimento da parte del settore privato che passò dal detenere il 49,4% del debito nel 1947 al 39,1% nel 1961 (Fausto, 2004 p107).

Riguardo i BOT, nel 1962, fu introdotta un'importante riforma del metodo di emissione e inoltre fu unificata la scadenza in quella a 12 mesi con l'introduzione della distinzione tra quelli utili per la riserva obbligatoria delle banche e quelli liberi.

Con tale riforma si modificò anche la disposizione adottata nel '47 riguardo le riserve bancarie presso la Banca centrale: si stabilirono precisi limiti alla quota di riserva costituibile in BOT, dando così alla Banca Centrale il potere di controllare più da vicino la creazione di base monetaria (prima era costretta a emettere biglietti quando le aziende di credito decidevano di depositare BOT come riserva obbligatoria) (Ministero del Tesoro, 1988 p56).

L'importante crescita di questi anni fu interrotta da una crisi congiunturale legata a rivendicazioni salariali nell'industria: alla forte ondata di scioperi seguì un aumento del costo del lavoro che ridusse i margini di profitto e di conseguenza anche l'autofinanziamento delle imprese. Al calo degli investimenti si sovrappose una forte crescita dei consumi che incrementarono la domanda globale, ma l'offerta interna non riuscì a rispondere immediatamente a tale crescita causando dunque un'inflazione da eccesso di domanda, un fenomeno fino a quel momento sconosciuto nell'economia italiana (Strangio, 2017 p24).

Dopo la fase congiunturale del 1963-64, l'economia italiana riprese a crescere a ritmi superiori al 6% dal 1966 al 1969 per poi rallentare improvvisamente negli anni Settanta.

1.4 Dagli anni Settanta alla fine della Prima Repubblica

L'incremento delle spese per il welfare, utile a smorzare l'aumento dell'instabilità sociale, portò dei disavanzi, ma mentre negli anni '60 la crescita del debito fu contenuta a circa cinque punti percentuali, nel triennio dal 1971 al 1973 il debito nazionale crebbe di ben undici punti tornando sopra la soglia del 40% dopo più di 20 anni.

Dal punto di vista degli interventi statali nell'economia, nel 1966 la Banca d'Italia aveva avviato un programma di stabilizzazione dei tassi di rendimento dei titoli, con l'obiettivo di indirizzare i risparmi delle famiglie verso gli investimenti in titoli anziché verso la forma tradizionale di deposito bancario, inoltre impedendo la lievitazione degli interessi incentivò anche gli investimenti delle imprese.

Questa politica diede i suoi frutti finché il processo inflazionistico si mantenne contenuto; con l'accelerazione dell'inflazione sarebbe stato difficile tenere bassi i tassi e i privati sarebbero fuggiti dall'impiego in titoli trovando più conveniente allocare il loro risparmio nelle banche, a parità o quasi di rendimento ma con guadagno dal lato della liquidità! (Strangio, 2017 pp27-31).

Per questo motivo nel 1969 si decise di porre fine a questo tipo di intervento aprendo le porte all'allineamento dei tassi interni a quelli esteri, più elevati già da qualche tempo.

Tale manovra restrittiva aveva rallentato l'inflazione, ma comunque rimaneva elevata a causa dei consistenti aumenti salariali che contribuirono a un nuovo rallentamento della crescita della produttività.

A destabilizzare ulteriormente la situazione fu, nel 1971, la fine del sistema internazionale di cambi fissi di Bretton Woods che fu sostituito da un meccanismo a cambi fluttuanti il quale portò maggiore incertezza sul valore delle valute; allo scopo di ridurre tali incertezze legate alle fluttuazioni i Paesi della Comunità Economica Europea fecero degli accordi volti a stabilire un ristretto margine di fluttuazione prestabilito tra le valute europee, tali accordi vennero soprannominati "Serpente monetario". Il sistema non funzionò molto bene a causa della successiva crisi energetica, ma fu un passo importante come primo tentativo di coordinamento delle politiche economiche dei Paesi della CEE ed aprì la strada ai successivi accordi.

Oltre ai problemi legati all'inflazione, gli anni tra il '70 e il '73 furono caratterizzati da disavanzi pubblici dovuti a problemi sia dal lato delle entrate che delle uscite: infatti fu approvata nel '71 una grande riforma tributaria (con la quale fu introdotta l'IVA), mentre dal punto di vista delle uscite le maggiori complicazioni erano legate a crescenti oneri sociali e miglioramenti dei trattamenti pensionistici a carico dell'INPS.

Gli effetti di questa politica fiscale espansiva non tardarono ad arrivare: da un lato si incrementò il rapporto debito/Pil passando dal 33% del '69 al 50% nel '73 (nonostante la forte inflazione),

dall'altro lato però ci fu un aumento della produzione trainato anche dal positivo andamento degli altri Paesi OCSE (Fig. 1.1).

La maggiore integrazione delle economie mondiali si rivelò però in questo periodo un'arma a doppio taglio, infatti alla fine del '73 scoppiò la crisi energetica in cui il prezzo del petrolio triplicò in pochissimo tempo, gli effetti si fecero sentire a livello globale l'anno successivo con una recessione mondiale. La Banca d'Italia tentò una manovra restrittiva (non molto decisa) per arginare la rapida crescita dell'inflazione, questo causò una riduzione della domanda interna e contemporaneamente si sentirono gli effetti della riduzione della domanda estera (a causa della crisi globale). Gli effetti combinati degli avvenimenti del '74 si registrarono nel 1975: gli investimenti calarono del 13% e i consumi ebbero una forte flessione a causa dell'incertezza sul futuro (nonostante gli importanti risultati raggiunti dalle lotte sindacali), ciò comportò nel 1975, per la prima volta dalla seconda guerra mondiale, un calo in termini reali del Pil (Ministero del Tesoro, 1988 p71).

Un'altra importante conseguenza della situazione economica italiana fu la riduzione della competitività delle imprese: per la prima volta si registrò un calo della produttività.

La recessione del '75 aveva messo un freno all'inflazione, ma il livello era rimasto abbastanza alto e la contemporanea presenza di stagnazione economica e inflazione era un fatto insolito e portò a coniare il termine "stagflazione"; per la teoria economica fu un fenomeno importante dato che varie teorie economiche non spiegavano il fenomeno, il quale molto probabilmente fu dovuto allo shock esterno dell'aumento del prezzo del petrolio (Strangio, 2017 pp39-40). In questa situazione la lotta all'inflazione tornò tra gli obiettivi principali della politica economica, ma i risultati furono ineguali tra i vari Paesi, in Germania ad esempio le misure furono molto efficaci mentre nel Regno Unito e in Italia i risultati non furono buoni, infatti nel '76 con la ripresa economica si esaurì il freno della recessione sui livelli dei prezzi e a ciò si aggiunsero anche le speculazioni dei mercati che fecero calare il valore della Lira rispetto al dollaro. Il riaccendersi della spirale cambio-prezzi, in un momento in cui era da poco iniziata la ripresa, rendeva arduo il compito della politica di stabilizzazione.

Nonostante la movimentata situazione economica e la recessione del '75, tra il 1974 e '78 il Pil crebbe all'incirca del 7% (Ministero del Tesoro, 1988 p72), anche il rapporto debito/Pil però era cresciuto a causa degli elevati disavanzi arrivando alla soglia del 60% (Fig. 1.1). Negli ultimi anni del decennio la situazione economica si stabilizzò nonostante un'inflazione ancora alta e il Pil continuò a crescere; in questo biennio anche il rapporto debito/Pil registrò una lieve flessione; lo stesso non si può dire però per quanto riguarda la situazione politica e sociale: l'alta disoccupazione aveva alimentato tensioni sociali mentre la complessa crisi

politica era culminata con il sequestro e l'uccisione di Aldo Moro nel 1978 (Strangio, 2017 p50).

Nel '79 si verificò una seconda crisi energetica ma ebbe effetti meno violenti sia a livello globale che nazionale, anche grazie alla pronta reazione delle Banche Centrali che intervennero con una stretta monetaria più decisa rispetto alla crisi del 1973-'75; ciò fu possibile anche per via del fatto che l'andamento generale economico fosse più positivo rispetto ai primi anni del decennio.

Per tutti gli anni Settanta la politica monetaria dell'Italia pose in secondo piano gli obiettivi di controllo dell'inflazione e del tasso di cambio privilegiando il recupero dei profitti delle imprese senza esasperare le tensioni sociali. Il rilevante deprezzamento del tasso di cambio nominale favorì un recupero della competitività e dei margini di profitto delle imprese, nella seconda parte del decennio infatti le esportazioni crebbero al tasso annuo del 9%; ciò agevolò le imprese nell'attuazione degli investimenti necessari per rimodernare gli apparati produttivi ma il costo di questa operazione fu un processo di inflazione-svalutazione che ormai si autososteneva (Strangio, 2017 pp50-55).

Però sul finire degli anni Settanta, con l'ingresso nel Sistema Monetario Europeo nel '79, l'Italia diede un importante segnale di cambiamento di rotta nella politica monetaria, gli anni dei cambi fluttuanti avevano confermato che la speculazione privata non assolve il ruolo stabilizzante ipotizzato dai teorici dei cambi perfettamente liberi. L'idea di fondo dello SME era che una maggiore stabilità monetaria e di cambio doveva essere perseguita quale parte di un'azione comune per accelerare la crescita e ridurre disoccupazione e inflazione; questo fu un passo fondamentale verso la nascita della moneta comune (Strangio, 2017 pp48-49).

Superati gli effetti inflazionistici della seconda crisi energetica (grazie all'operazione di restrizione monetaria), dall'83 l'economia nazionale tornò a crescere arrivando a toccare nell'88 ritmi di crescita superiori al 4% (Piergallini, Postigliola p12); ma nonostante la crescita, i deficit rimasero elevati a causa dell'instabilità politica, infatti le legislature spesso finivano in anticipo e le dinamiche di ricerca del consenso sociale accrescevano sempre di più le uscite del bilancio pubblico. Ne conseguì un aumento del debito/Pil di 40 punti percentuali tra l'81 e l'87 (Fig. 1.1).

Dal punto di vista normativo, dalla seconda metà degli anni Settanta fino a tutti gli anni Ottanta si ebbero delle importanti novità che modificarono le caratteristiche del debito pubblico: composizione, durata, detentori...

Nel 1975 con la modifica della disciplina di emissione dei BOT, la Banca d'Italia si impegnò ad acquistare alle aste tutti i titoli non collocati sul mercato. Gli effetti furono immediati e i BOT divennero la forma caratterizzante del debito pubblico italiano, arrivando a

rappresentare un terzo delle passività del settore statale (era dagli anni della Ricostruzione che non si vedeva tale diffusione dei BOT). Tuttavia, essendo dei titoli a breve scadenza, emerse l'esigenza di allungare la vita media del debito in un contesto inflazionistico che, perdurando ormai da anni, rendeva diffidenti sia i debitori che i creditori verso strumenti finanziari a scadenza più lunga. Questo portò in pochi anni a un dimezzamento della vita media residua dei titoli di mercato arrivando nel 1976 a 4,4 anni.

Perciò l'anno successivo furono introdotti per la prima volta i CCT (titoli a medio-lungo termine) indicizzati al tasso di inflazione, nonostante l'iniziale fredda accoglienza dei primi anni, i CCT riuscirono nell'82 ad allungare la vita media del debito.

Infine l'ultimo provvedimento fondamentale fu il "divorzio" tra Banca d'Italia e Tesoro deciso nel 1981, che liberava la Banca d'Italia dall'obbligo assunto nel '75 di acquisto dei titoli residuali di debito pubblico. Lo scopo era quello di combattere la forte inflazione che da anni colpiva l'Italia e salvaguardare la permanenza dell'Italia nello SME che era messa in pericolo dalle continue svalutazioni della Lira (Andretta, 1991).

La prudenza adottata nella politica monetaria causò l'aumento dei tassi di interesse e la riduzione del finanziamento del debito con base monetaria; questo ridusse l'inflazione (che rimase comunque ancora elevata stabilizzandosi dal 20% attorno al 5%), e i rendimenti reali dei titoli tornarono positivi; per questa ragione le preferenze dei risparmiatori si spostarono dai depositi bancari ai titoli di Stato modificando anche la composizione e i detentori del debito pubblico: alla riduzione del finanziamento con base monetaria si contrappose un deciso aumento dei titoli detenuti dai risparmiatori (Ministero del Tesoro, 1988 pp82-85). Il divorzio tra Banca d'Italia e Tesoro fu talmente importante che ancora oggi è al centro di un dibattito economico.

I forti disavanzi dovuti all'instabilità politica fecero incrementare in modo sostenuto il rapporto debito/Pil che verso la fine degli anni Ottanta andò oltre l'unità, tale crescita non accennò a fermarsi neanche agli inizi degli anni Novanta e arrivò a toccare nel '94 il 121,8% (Fig. 1.1). Nei primi anni '90 la situazione della finanza pubblica continuò a peggiorare: nonostante il disavanzo primario avesse cominciato una flessione fino ad azzerarsi nel 1991, l'indebitamento crebbe ugualmente a causa della spesa per gli interessi che aveva raggiunto, quello stesso anno, l'11,4% del PIL.

La situazione politica era forse ancora più grave rispetto a quella economica, l'Italia si presentava alla riunione del Consiglio Europeo a Maastricht con i conti non in ordine e un elevato debito pubblico, inoltre stava scoppiando il più grande scandalo politico della storia

repubblicana che coinvolse imprenditori, ministri e parlamentari di vari partiti e che porterà alla fine della Prima Repubblica.

1.4 Dal trattato di Maastricht ai giorni nostri

Il trattato di Maastricht prevedeva degli obiettivi di convergenza, ossia procedure da seguire per allinearsi con i parametri fissati per poter entrare nell'Eurozona (tra i quali i rapporti deficit/Pil e debito/Pil). Nelle trattative l'Italia riuscì a far accettare un'interpretazione "dinamica" di queste norme lasciando ai governi dei singoli Paesi la libertà nel decidere in quale maniera perseguire gli obiettivi fissati nel trattato.

A seguito dello scandalo di Tangentopoli, il governo tecnico guidato da Amato approvò una legge finanziaria con provvedimenti strutturali per la modifica della spesa pubblica al fine di rendere efficiente e flessibile la spesa stessa. Anche i governi successivi seguirono la stessa strada volta a risanare le finanze pubbliche e riportare l'Italia nei parametri previsti dal trattato di Maastricht (furono gli anni della "rincorsa verso Maastricht"). Gli avanzi primari seguirono un percorso di crescita (arrivando oltre il 5% verso la fine del decennio) e dopo il picco del '94 anche il debito si ridusse in termini di Pil, perciò anche la spesa per interessi si ridusse di ben 5 punti percentuali di Pil tra il '96 e il '99 arrivando attorno al 6%, la riduzione continuerà poi anche nei primi anni 2000 ma con un ritmo più lento (Dipartimento della ragioneria di Stato, 2011 p5). Nella riduzione della spesa per interessi ha influito molto nelle aspettative del mercato l'ingresso dell'Italia nell'Euro, dato che le istituzioni monetarie comunitarie godevano di un'ottima reputazione.

Naturalmente il percorso di aggiustamento intrapreso non fu indolore, infatti oltre al taglio della spesa i governi dovettero provvedere a incrementare le entrate, pertanto la pressione fiscale incrementò di cinque punti dal '90, arrivando al 43% nel '97 per poi ridursi leggermente.

Grazie agli sforzi degli ultimi anni, l'Italia entrò da subito nell'Eurozona, ciò comportò la rinuncia al controllo della politica monetaria ma ci furono anche dei vantaggi immediati: maggiore stabilità dei cambi e una decisa riduzione dei tassi di interesse (Fig. 1.4).

Nel 2001 il governo Berlusconi non continuò sul sentiero di riequilibrio dei conti pubblici e intervenne con una politica di riduzione della pressione fiscale senza però ridurre le uscite, la crescita rallentò, riducendosi nel 2002 allo 0,5% (rispetto all'1,9% dell'anno precedente) e si ridusse anche l'avanzo primario che si azzerò nel 2003; infine, il processo di riduzione del debito/Pil proseguì anche se su ritmi molto bassi toccando il 104% nel 2003. (Piergallini e Postigliola pp14-15).

La situazione peggiorò rapidamente dal 2007/08 a causa della crisi globale che dagli Stati Uniti si diffuse in tutto il mondo e da finanziaria si trasformò in economica.

La risposta dei Paesi fu un'espansione fiscale che causò una crescita importante del debito pubblico: nell'intera area euro ci fu un incremento del 9% nel 2009 che portò all'esplosione della crisi dei debiti sovrani per i Paesi europei maggiormente indebitati.

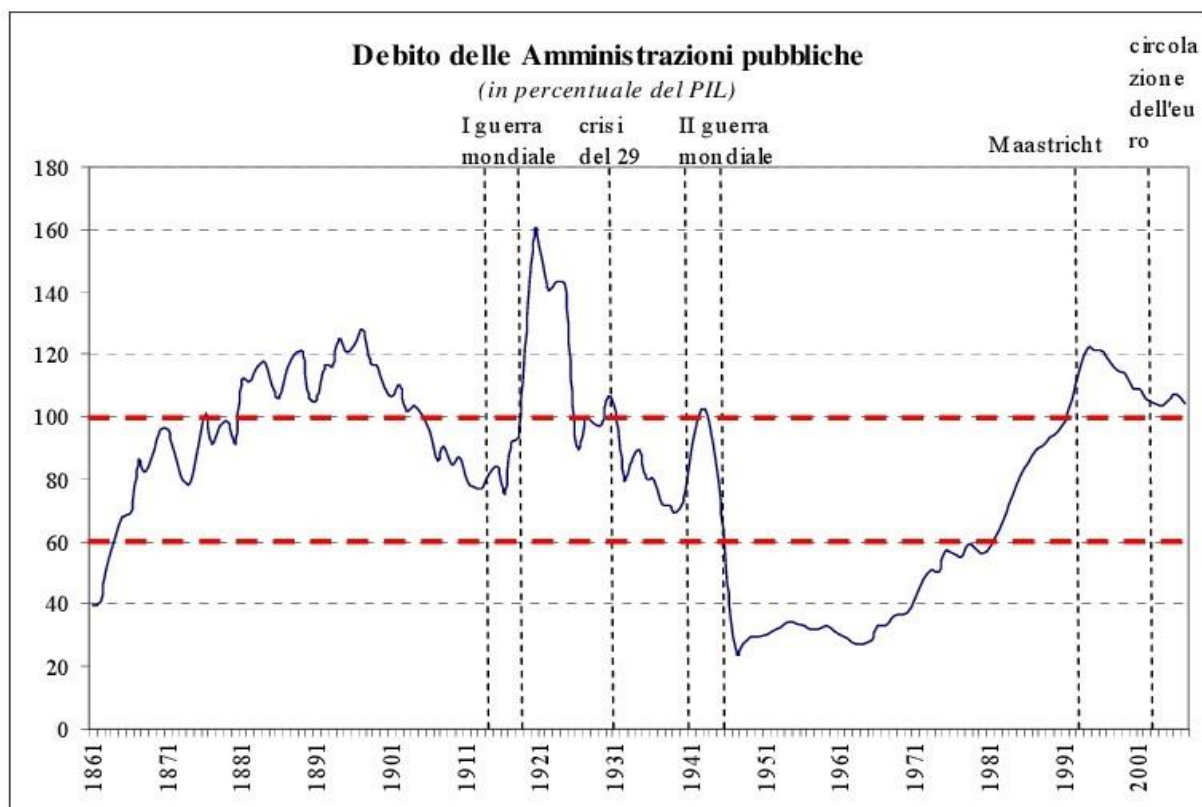
Il 2009 fu l'anno più pesante con un crollo del Pil del 5%, e dopo una lieve ripresa, nel 2012 la crisi del debito causò un'altra pesante ricaduta con un -2,8% seguita negli anni successivi da lentissimi miglioramenti.

In meno di un decennio il debito è cresciuto di 30 punti percentuali arrivando nel 2016 al 132,6%, un tale fardello ha ridotto le possibilità di reazione dei governi, infatti in tutti gli anni della crisi il bilancio ha registrato un avanzo primario (eccetto nel 2009: -0,9%) dato che la possibilità di intervenire era compressa dalla spesa per interessi che era cresciuta in modo spaventoso a causa della sfiducia dei mercati intensificando gli effetti della crisi e rendendo la ripresa più lenta (Istat, 2017).

La crisi economica generale fu aggravata dalla incapacità politica dell'Unione Europea di disporre interventi risolutivi, in tale situazione la diffusione dell'incertezza ha causato un crollo della fiducia dei mercati e un forte incremento dei tassi di interesse (Sartor, 2013 pp85-91). Solo l'aggiornamento delle norme comunitarie da parte della BCE, con il celebre discorso del Presidente Mario Draghi nel 2012: "...*the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro...*" ha permesso la realizzazione del rilassamento della politica monetaria necessario per placare i timori degli investitori e dare uno stimolo all'economia.

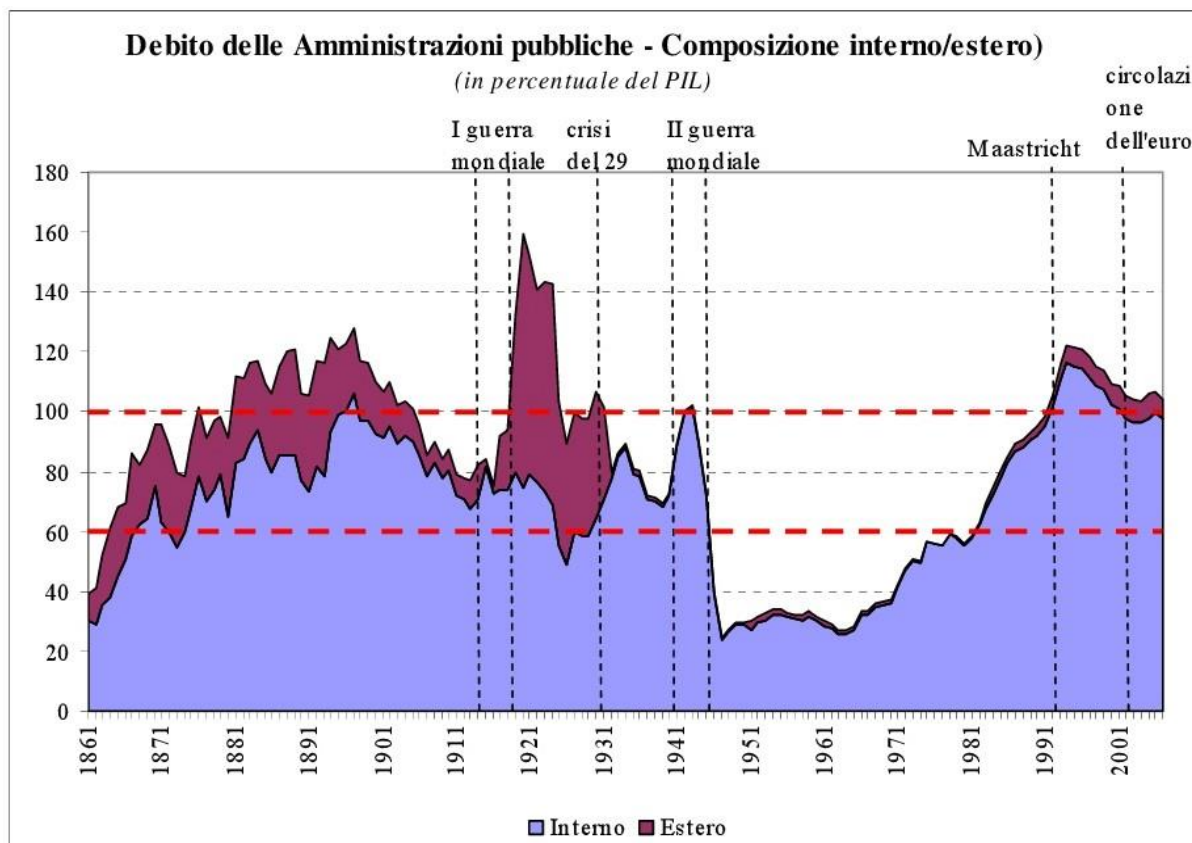
Nel 2017 si è finalmente registrato un calo del debito al 131,5% grazie anche alla crescita del Pil dell'1,5%, ma l'economia italiana rimane ancora fortemente esposta a possibili shock futuri.

Figura 1.1 Rapporto debito/Pil



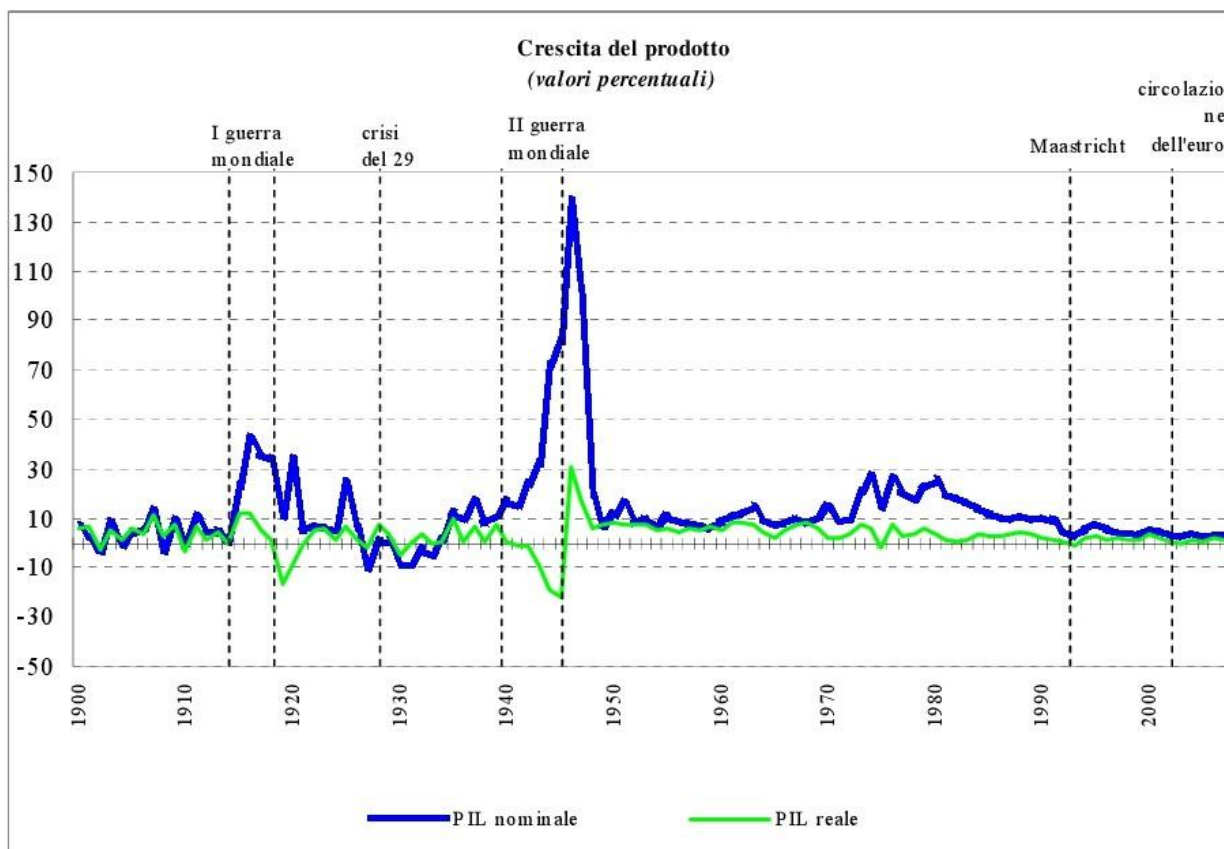
Fonte: Francese, Pace. 2008. Banca d'Italia

Figura 1.2 debito pubblico interno ed estero



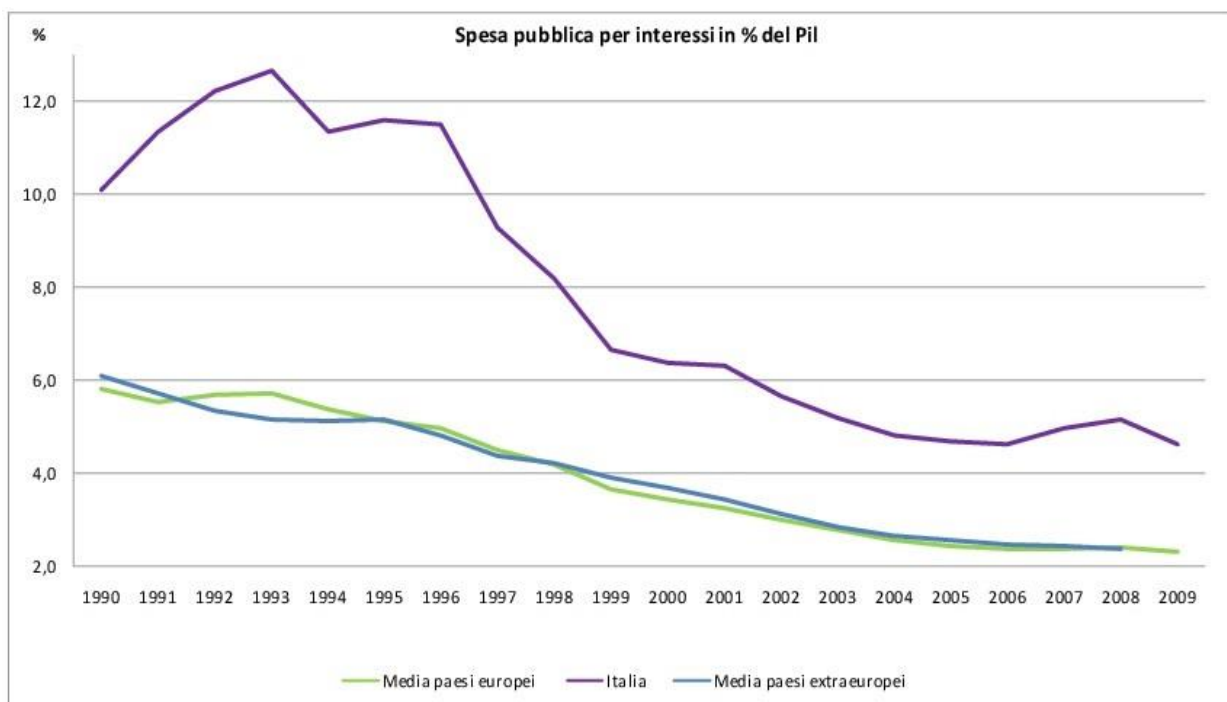
Fonte: Francese, Pace. 2008. Banca d'Italia

Figura 1.3 confronto Pil reale e nominale



Fonte: Francese, Pace. 2008. Banca d'Italia

Figura 1.4 spesa per interessi sul debito pubblico 1990-2009



Fonte: Dipartimento della ragioneria dello Stato, 2011.

Capitolo II: Caratteristiche e dinamica del debito pubblico

2.1 Definizioni giuridiche

Per analizzare le dinamiche legate al debito pubblico e permettere le comparazioni tra diversi Paesi è necessario definire determinati concetti.

Il valore del debito è calcolato in coerenza con i criteri metodologici definiti nel Regolamento del Consiglio dell'Unione Europea n. 479/2009 relativo alla procedura per i disavanzi eccessivi; seguendo tali indicazioni il debito pubblico può essere definito come il valore nominale di tutte le passività finanziarie lorde afferenti al settore delle Amministrazioni pubbliche e consolidate tra le unità appartenenti allo stesso settore (Regolamento del Consiglio dell'Unione Europea n.479/2009 del 25/05/2009, art.1).

Il termine “lorde” indica che alle passività non sono state sottratte le attività finanziarie possedute dal settore pubblico, mentre il termine “consolidate” in questo caso indica che sono escluse le passività che costituiscono attività, nei medesimi strumenti, di enti appartenenti alle Amministrazioni pubbliche (Banca d'Italia, 15/05/2018 p.17).

Sempre lo stesso Regolamento, riferendosi alle definizioni del SEC 2010 (Sistema europeo dei conti nazionali e regionali), indica che le passività finanziarie incluse nell'aggregato sono classificate nelle categorie seguenti: biglietti, monete e depositi, titoli diversi dalle azioni (esclusi gli strumenti finanziari derivati) e prestiti.

Chiaramente tale definizione non tiene conto di alcuni aspetti importanti: come detto le attività finanziarie detenute non sono inserite nel conteggio e questo ha un impatto importante, infatti tenendone conto il debito italiano calerebbe circa al 110% del Pil (quello giapponese addirittura arriverebbe a dimezzarsi); un altro aspetto fondamentale è legato al cosiddetto debito pensionistico, da questo punto di vista l'Italia è in condizioni migliori rispetto alle altre grandi economie, infatti per effetto delle riforme introdotte in passato ha un debito pensionistico praticamente nullo mentre la media degli altri Paesi avanzati è del 30% del Pil. Tali aspetti non sono presi in considerazione nella definizione perché spesso non c'è una misura uniforme tra i Paesi e si tratta di stime poco affidabili (Cottarelli, 2016 pp14, 20-22).

Infine un'ulteriore precisazione è doverosa per quanto riguarda il settore delle Amministrazioni pubbliche, anche in questo caso la definizione è fornita dal SEC 2010 e stabilisce che, indipendentemente dal regime giuridico che la regola (pubblico o privato), una Unità istituzionale è classificata nel settore delle Amministrazioni pubbliche²:

² Per consultare l'elenco completo delle Amministrazioni pubbliche fornito annualmente dall'ISTAT: https://www.istat.it/it/files//2016/09/Allegato2Listacompleta_2017_DEF2.pdf

- Se è di proprietà o amministrata o controllata da Amministrazioni pubbliche;
- Se non vende sul mercato o, in caso contrario, deve vendere a prezzi non economicamente rilevanti. Dunque gli enti di mercato non fanno parte del settore delle Amministrazioni pubbliche.

Con riferimento all'Italia, tale settore si divide in tre sotto-settori:

- *Amministrazioni centrali*: le Amministrazioni centrali dello Stato e gli Enti centrali (diversi dagli Enti di previdenza) la cui competenza si estende su tutto il territorio nazionale
- *Amministrazioni locali*: unità istituzionali con competenze limitate a una sola parte del territorio (ad esempio Regioni, Province, Comuni, Università, Aziende sanitarie ospedaliere).
- *Enti di previdenza e assistenza*: enti la cui attività principale consiste nell'erogare prestazioni sociali finanziate attraverso contributi generalmente a carattere obbligatorio (ad esempio INPS, INAIL)
(Francese, Pace, 2008 pp7,8).

Dopo aver chiarito cosa si intenda precisamente con debito pubblico è doverosa un'ultima precisazione: per poter fare comparazioni tra diverse nazioni e comprendere realmente l'entità del debito non si può tener conto solo del valore assoluto ma occorre fare un confronto con le dimensioni economiche del Paese e del suo andamento economico. Per questa ragione si utilizza un indicatore più corretto (anche se non privo di imprecisioni) che è il rapporto debito/Pil, cioè un rapporto tra una grandezza stock e una flusso.

Per chiarire questo ultimo passaggio si può fare il confronto tra due diverse nazioni, l'Italia e la Grecia. Nonostante il debito greco sia molto inferiore rispetto a quello italiano (350 miliardi contro 2300 miliardi), se si tiene conto delle dimensioni economiche dei due Paesi la situazione si inverte, infatti il rapporto debito/Pil greco è maggiore di quello italiano (180% circa contro 131%).

2.2 Finanziamento e sostenibilità del debito pubblico

Naturalmente c'è una forte correlazione tra l'evoluzione del debito pubblico e la politica fiscale adottata dal governo, e in tale relazione assume grande importanza anche la politica monetaria stabilita dalla Banca centrale.

Semplificando un po' la realtà, può essere scritto che la variazione del debito pubblico nell'anno t è uguale al disavanzo nell'anno t

$$B_t - B_{t-1} = \text{disavanzo}_t \quad (1)$$

Lo Stato può ottenere le risorse che gli occorrono in differenti modi: modificando la propria politica di bilancio (riducendo la spesa pubblica o incrementando le entrate), tramite l'emissione di titoli (dunque creando nuovo debito) oppure attraverso la politica monetaria.

Per questa ragione si può scrivere il vincolo di bilancio del governo come:

$$G_t + rB_{t-1} = T_t + \Delta B + \Delta H \quad (2)$$

Dove: G rappresenta la spesa pubblica, r il tasso di interesse reale (che dunque tiene conto degli effetti dell'inflazione), B_{t-1} il debito pubblico preesistente, T il gettito fiscale, ΔB la variazione del debito rispetto allo scorso anno e infine ΔH la variazione di base monetaria (Blanchard, 2016 pp.557 e ss). Per comprendere meglio le dinamiche è utile scendere maggiormente nel dettaglio di alcuni meccanismi:

Monetizzazione del deficit: questo meccanismo consiste nell'indebitamento del Tesoro con la Banca centrale la quale emette nuova moneta ampliando la base monetaria.

Il finanziamento monetario può essere attuato in due forme:

- Con anticipazioni che la Banca centrale concede sul conto corrente di tesoreria per coprire momentanei bisogni di bilancio (indebitamento diretto).
- Con una sottoscrizione dei titoli del debito pubblico da parte della Banca centrale sul mercato primario cioè direttamente dall'emittente: il Tesoro (indebitamento indiretto).

Nelle situazioni in cui il tasso di creazione della nuova moneta non dipende dagli obiettivi stabiliti dalla Banca centrale ma dalle esigenze di bilancio, la politica monetaria è subordinata a quella fiscale e dunque si parla di dominanza fiscale della politica monetaria.

Le entrate che il governo ottiene grazie alla monetizzazione vengono chiamate "signoraggio" e sono direttamente correlate con l'inflazione, infatti quando la moneta emessa è eccessiva rispetto alle esigenze del mercato perde valore e l'inflazione aumenta rapidamente. Questo ha effetti diretti anche sul debito pubblico in circolazione dato che il valore reale dei titoli di Stato si riduce (ad eccezione dei titoli indicizzati che però sono una piccola parte). Per queste ragioni spesso i governi, in situazioni difficili, sono incentivati a emettere moneta, ma se da una parte

lo Stato ci guadagna, dall'altra ci perdono non solo i detentori dei titoli di Stato ma anche i consumatori che vengono colpiti dalla cosiddetta imposta da inflazione (Cottarelli, 2016 pp58-63).

Come visto nel primo capitolo, durante gli anni '70 l'Italia abusò di questo strumento di finanziamento e ne risultò un'inflazione molto elevata. Per rafforzare l'indipendenza della Banca d'Italia si decise nell'81 il divorzio con il Tesoro con il quale l'obbligo di sottoscrizione dei titoli di Stato non piazzati sul mercato si trasformò in facoltà. La separazione definitiva tra politica monetaria e governo è arrivata nel '93 con il trattato di Maastricht che all'articolo 101 vieta il finanziamento del Tesoro da parte della BCE o delle banche centrali dei paesi membri (Cavalieri, 2009 pp360-361). Solo la crisi recente ha spinto la BCE ad aggirare tale regola per facilitare la ripresa economica e raggiungere il livello obiettivo di inflazione (2%). Ma solo a seguito dell'assunzione di impegni sulle politiche fiscali da parte dei Paesi più in difficoltà.

Politica fiscale e debito pubblico: data l'impossibilità per i Paesi dell'Eurozona di sfruttare l'emissione monetaria, il debito pubblico è il canale principale di finanziamento del deficit.

Perciò escludendo il finanziamento monetario e riordinando i termini, il vincolo di bilancio (2) diventa:

$$\Delta B = rB_{t-1} + (G_t - T_t) \quad (3)$$

La variazione del debito è uguale agli interessi pagati sul debito preesistente a cui si somma la spesa pubblica sostenuta nel periodo di esercizio al netto delle entrate (saldo primario). Si noti che con un tasso di interesse positivo e con un debito preesistente maggiore di zero, pur avendo un saldo primario uguale a zero ($G_t = T_t$) il debito pubblico aumenterebbe; questo può innescare un circolo vizioso che porta il debito ad autoalimentarsi. Infatti nell'anno $t+1$ il debito crescerebbe a causa degli interessi maturati e se il governo non modificasse la propria politica fiscale il debito aumenterebbe ogni anno del tasso di interesse reale. Per coprire tali spese crescenti dovute agli interessi, il governo sarebbe costretto a emettere ulteriori titoli di Stato ogni anno originando un'auto-alimentazione del debito che continuerebbe a crescere nel tempo. Naturalmente tale circolo vizioso può essere arrestato con adeguati aggiustamenti della politica fiscale che portino alla stabilizzazione del debito: questo implica che $\Delta B = 0$ (cioè $B_t = B_{t-1}$), perciò riordinando i termini del vincolo di bilancio (3) si ottiene:

$$B_t = (1 + r)B_{t-1} + (G_t - T_t) \quad (4)$$

Sostituendo $B_t = B_{t-1}$ risulta:

$$(T_t - G_t) = (1 + r) * B_{t-1} - B_t = r * B_{t-1} \quad (5)$$

Se ne deduce che per stabilizzare il debito e fermare la sua crescita continua nel tempo lo Stato deve conseguire un avanzo primario pari agli interessi reali sul debito esistente. Naturalmente, più alto è il livello del debito maggiori saranno anche gli interessi da pagare dunque allo Stato è richiesto un maggior sforzo fiscale (Blanchard, 2016 pp560-564).

Finora il debito pubblico è stato considerato in forma assoluta ma, come già detto in conclusione del paragrafo precedente (2.1), una misura più veritiera del livello del debito pubblico si ha in relazione alle dimensioni e all'andamento dell'economia, per questa ragione tutte le grandezze del vincolo di bilancio (4) saranno messe in relazione al Pil Y_t :

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (6)$$

Moltiplicando e dividendo il membro $\frac{B_{t-1}}{Y_t}$ per lo stesso valore (Y_{t-1}) si ottiene:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r) \left(\frac{Y_{t-1}}{Y_t} \right) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (7)$$

A questo punto si possono apportare delle semplificazioni: il rapporto Y_{t-1}/Y_t è uguale a $1/(1+g)$ dove g indica il tasso di crescita del Pil, inoltre è possibile approssimare $(1+r)/(1+g)$ ad $(1+r-g)$, infine riordinando alcuni membri si ottiene l'equazione che rappresenta la variazione del rapporto debito/Pil:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (8)$$

Rispetto a quanto visto precedentemente, la variazione di debito pubblico sul Pil dipende dal saldo primario in rapporto al Pil e anche dalla differenza tra tasso di interesse reale e tasso di crescita del Pil che indica la spesa per interessi corretta per il tasso di crescita economica (Blanchard, 2016 pp565-566; Bosi, 2015 pp249-264).

Osservando questa relazione e ragionando in un'ottica di lungo periodo si possono fare delle osservazioni molto interessanti sull'evoluzione del rapporto debito/Pil, quelle riportate nella parte seguente di questo paragrafo sono legate al lavoro di Domar sulla sostenibilità del debito pubblico.

La rappresentazione grafica della relazione può essere d'aiuto (figure 2.1-2.4), perciò è utile riscrivere l'equazione (8) come forma esplicita di una retta:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t} \quad (9)$$

Nell'analisi seguente bisogna tener conto delle ipotesi piuttosto stringenti assunte da Domar: cioè crescita del reddito, tasso di interesse e di inflazione costanti.

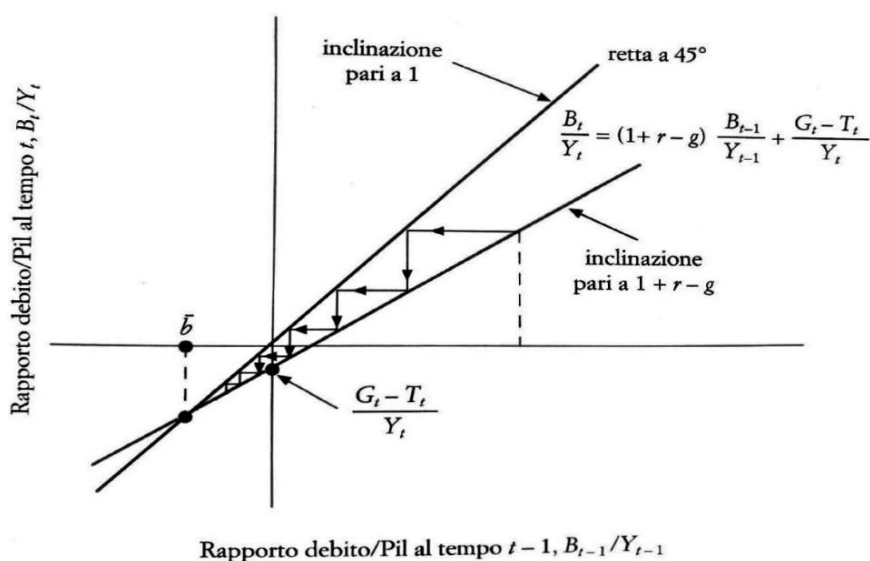
Mentre il valore assoluto del debito può crescere continuamente, nel lungo periodo il valore in rapporto al Pil non potrà crescere all'infinito e dovrà essere stabilizzato a un livello di equilibrio \bar{b} in cui $\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$, dunque sostituendo nella (8) si ottiene:

$$\bar{b} = \frac{(G_t - T_t)/Y_t}{(g - r)} \quad (10)$$

Tale valore dipende dal saldo primario, dalla crescita economica e dal tasso di interesse, dunque per osservare la variazione del rapporto debito/Pil nel lungo periodo si possono ipotizzare quattro scenari (semplificando notevolmente la realtà):

- I. Il più roseo scenario assume avanzi primari in una data percentuale del Pil ogni anno e un tasso di crescita dell'economia maggiore del tasso di interesse reale. In questa situazione il coefficiente angolare della retta (9) che rappresenta il rapporto debito/Pil è < 1 , dunque è meno inclinata rispetto alla prima bisettrice; questo significa che il debito si riduce costantemente e, qualunque sia il valore iniziale del debito in rapporto al Pil, tende al valore di equilibrio (in cui in questo caso il governo è creditore, come si nota graficamente dal valore di \bar{b})³.

Figura 2.1 scenario I



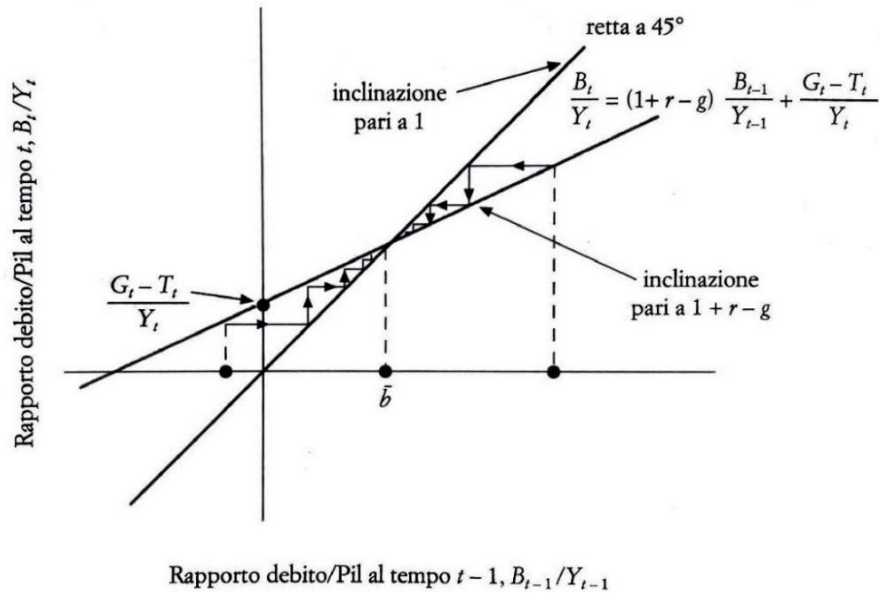
Fonte: Blanchard, 2014 p540

- II. Nel secondo caso si assume un disavanzo primario (intercetta positiva) in una data percentuale del Pil ogni anno e un tasso di crescita dell'economia maggiore del tasso di interesse. Questo scenario è importante perché mostra che nonostante il bilancio sia in deficit, il rapporto debito/Pil può ridursi grazie a un'adeguata crescita economica; la

³ La retta a 45° indica i punti in cui $\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$ cioè in cui il debito/Pil cessa di crescere

variazione del rapporto naturalmente dipende dall'intensità con cui numeratore e denominatore variano. L'immagine 2.2 mostra che il rapporto converge al valore di equilibrio qualunque sia il valore del debito preesistente.

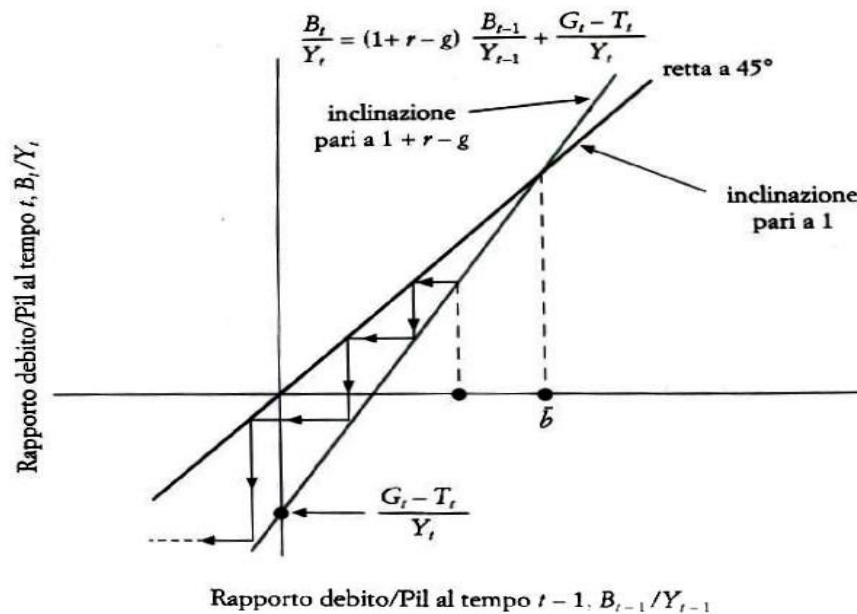
Figura 2.2 scenario II



Fonte: Blanchard, 2014 p540

- III. Nel terzo scenario si ipotizza il bilancio in avanzo primario in una data percentuale del Pil ogni anno e un tasso di crescita dell'economia inferiore al tasso di interesse. Come nel caso precedente non si è certi di come varia il rapporto debito/Pil: solo in presenza di avanzi di bilancio "adeguati", nonostante un tasso di interesse maggiore del tasso di crescita del Pil e un debito iniziale positivo, il rapporto debito/Pil può essere stabilizzato.

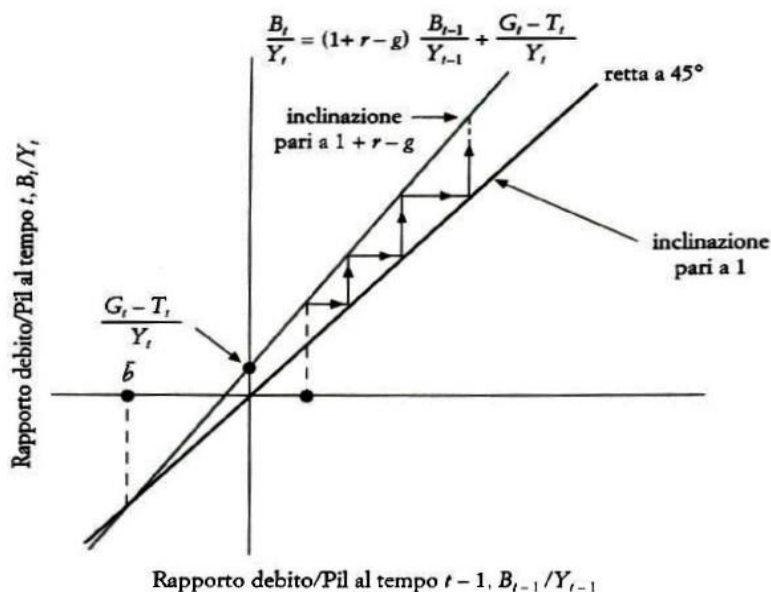
Figura 2.3 scenario III



Fonte: Blanchard, 2014 p540

IV. Il quarto è lo scenario più negativo: il bilancio è in deficit e il tasso di crescita del Pil è inferiore al tasso di interesse reale. Come nel primo scenario, l'andamento del rapporto debito/Pil è certo: costantemente in aumento e divergente dall'equilibrio (Blanchard, 2014 Cap.21).

Figura 2.4 scenario IV



In definitiva, è evidente che le ipotesi stabilite da Domar siano molto restrittive e lontane dalla realtà ma permettono di giungere a conclusioni molto interessanti, soprattutto riguardo al secondo e terzo scenario.

Diversi economisti nel tempo si sono espressi sul tema della stabilità economica ma non è mai stato determinato un livello di rapporto debito/Pil uguale per tutti gli stati che indichi con certezza un livello di rischio di insolvenza, infatti come visto precedentemente l'evoluzione del debito dipende da diversi fattori, il che significa che i Paesi possono avere una diversa tolleranza del debito. Un elemento fondamentale in questo tema è la credibilità di un Paese, da questa dipende la fiducia dei mercati che influenzano i tassi di interesse, per questa ragione Domar suggerisce di misurare l'onere del debito pubblico con il rapporto tra spesa per interessi e Pil (Bosi, 2015 pp260-261).

2.3 Caratteristiche del debito pubblico italiano

Le dinamiche e le criticità del debito pubblico non sono connesse solamente alla sua entità ma anche a determinate caratteristiche, infatti i debiti pubblici di diversi Paesi spesso si evolvono diversamente anche se condizionati da simili politiche fiscali e monetarie o colpiti dagli stessi shock economici. Le caratteristiche più rilevanti, e di conseguenza maggiormente monitorate, sono la composizione del debito, la tipologia di titoli emessi, la valuta in cui il debito è emesso, la natura dei creditori ecc.

Nella tabella 2.1 è presente la distinzione per strumenti del debito italiano dal 2007 al 2018 (marzo), dall'ultima colonna si nota l'importante aumento di debito dovuto alla recente crisi (in circa dieci anni è salito dal 100% del Pil al 132%). Inoltre i dati mostrano come in questo aumento abbiano avuto un ruolo di crescente importanza i titoli a medio e lungo termine, difatti la loro percentuale sul totale è salita dal 74% nel 2007 all'80% attuale, mentre i titoli a breve mostrano un andamento opposto, infatti la loro porzione sul totale si è quasi dimezzata passando dall'8% al 5%.

L'ultimo dato disponibile riguarda il mese di marzo 2018: oltre alle componenti appena citate, le altre sono monete e depositi, che formano l'8% del debito e le altre passività (comprendenti anche i prestiti di banche e fondi monetari) con una porzione del 7%.

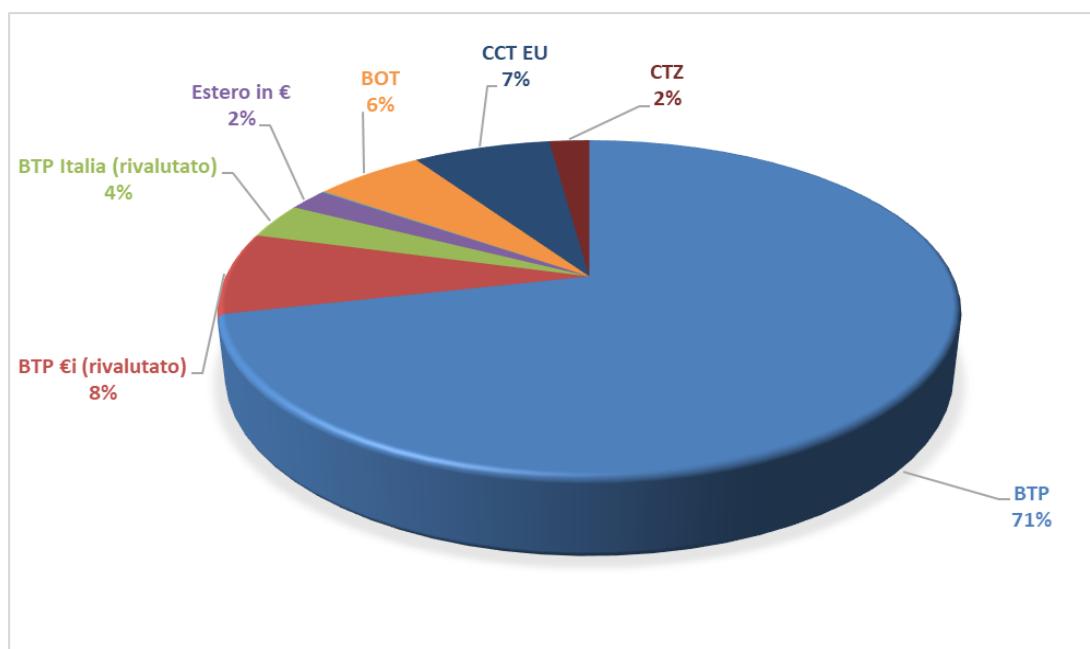
Tabella 2.1 debito pubblico italiano: distinzione per strumenti (in milioni di euro)

	Monete e depositi	Titoli a breve termine	Titoli a medio e lungo termine	Altre passività	Debito Lordo totale
Mar. 2018	180.942	112.826	1.833.384	175.188	2.302.340
2017	173.335	106.563	1.805.001	178.157	2.263.056
2016	173.376	107.026	1.765.341	173.802	2.219.546
2015	178.270	115.032	1.707.186	172.899	2.173.387
2014	173.215	124.540	1.667.743	171.822	2.137.320
2013	158.481	140.581	1.593.908	177.285	2.070.254
2012	160.257	151.555	1.502.606	175.712	1.990.130
2011	153.256	131.181	1.472.975	150.592	1.908.004
2010	156.876	129.862	1.418.604	146.475	1.851.817
2009	155.786	139.911	1.330.083	144.450	1.770.230
2008	147.284	147.371	1.236.420	140.325	1.671.401
2007	143.047	127.869	1.190.120	145.168	1.606.203

Fonte: elaborazione sui dati del database Banca d'Italia, 2018

Vista l'importanza che ricopre, l'aspetto riguardante i titoli di Stato merita un approfondimento (Borsa Italiana, 2018 e MEF, 2018):

Figura 2.5 Composizione dei titoli di Stato (marzo 2018)



Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2018

I BOT (Buoni Ordinari del Tesoro) incidono per il 6% sul totale dei titoli emessi per un valore di quasi 113 mld.; si tratta di titoli a breve termine infatti la scadenza può essere pari a 3, 6 o 12 mesi. Essendo titoli zero coupon la loro principale caratteristica consiste nell'assenza di cedole, dunque il rendimento è determinato dalla differenza tra il valore nominale (o il prezzo di vendita) ed il prezzo di emissione (o il prezzo di acquisto); alla scadenza il detentore riceve l'importo nominale complessivo, proprio per questa ragione tali titoli sono sempre emessi sotto alla pari. Infine sono caratterizzati da una notevole liquidità essendo molto richiesti sui mercati. I CTZ (Certificati del Tesoro Zero-Coupon) sono anch'essi titoli senza cedola (dunque venduti sotto alla pari) e coprono il 2% sul totale dei titoli di Stato (circa 40 mld). Si tratta di titoli di medio termine con scadenza a 24 mesi. Sono caratterizzati dal tasso fisso e il prezzo è dato dalla differenza tra il valore nominale di rimborso e il prezzo di cessione. Presentano varie similitudini con i BOT ma hanno una durata superiore.

I Certificati di Credito del Tesoro (CCT) formano il 7% circa del totale (con un valore di 139 mld). La loro durata è di 7 anni e si differenziano dalle tipologie elencate precedentemente perché sono a tasso variabile e staccano delle cedole indicizzate al rendimento dei BOT con la maggiorazione di uno *spread* tra 0,3% e 1%. I CCTeu si differenziano da quelli classici in quanto le cedole sono indicizzate ai rendimenti degli Euribor a 6 mesi.

I Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) sono la maggior fonte di finanziamento per lo Stato italiano con il 71% sul totale dei titoli emessi (per un valore di 1386 mld). Hanno scadenza variabile di 3, 5, 7, 10, 15, 30 e 50 anni, dunque a medio-lungo termine. Sono obbligazioni caratterizzate da cedole fisse a cadenza costante (semestrale) inoltre alla scadenza il creditore riceverà una somma pari al valore nominale del titolo. Come detto le cedole hanno un valore fisso predeterminato dunque il creditore riceverà un flusso costante e garantito nel tempo, per questo motivo sono degli strumenti molto apprezzati sui mercati.

I BTP€i (Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione dell'Eurozona), si distinguono dai BTP classici per via dell'indicizzazione delle cedole all'inflazione (indice HICP al netto dei tabacchi), questo significa che in caso di elevata inflazione il creditore è protetto dalla perdita di valore reale del titolo. Le cedole vengono sempre pagate semestralmente ma il valore ovviamente non è fisso. Rappresentano l'8% dei titoli emessi per un valore di 153 mld.

I BTP Italia sono uguali a quelli appena citati, si distinguono solamente perché indicizzati al tasso di inflazione italiano (indice FOI al netto dei tabacchi). Con un valore di 66 mld rappresentano quasi il 4% dei titoli in circolazione.

Il restante 2% del debito formato da titoli (denominato estero) ha un valore di circa 41 mld e riguarda emissioni collocate sui mercati esteri.

Infine c'è una parte variegata di debito non composta da titoli: sono presenti prestiti forniti allo Stato da enti internazionali come il FMI, ma anche depositi e biglietti e monete emessi. Per quanto riguarda questi ultimi, si tratta di un debito dello Stato nei confronti del soggetto emittente, la BCE nel caso dell'Eurozona, anche se i profitti della Banca Centrale vengono poi ridistribuiti ai vari Paesi.

Un'altra caratteristica da cui si possono ricavare interessanti informazioni sul debito pubblico è quella relativa alla formazione del debito tra i vari sotto-settori delle amministrazioni pubbliche. Come visto nel paragrafo 2.1 i sotto-settori da prendere in considerazione sono tre: le amministrazioni centrali, quelle locali e gli enti di previdenza e assistenza.

I dati della tabella sottostante (2.2) evidenziano che nel marzo 2018 il 96% del debito totale è generato dalle amministrazioni centrali, le amministrazioni locali nello stesso periodo segnano debiti per quasi 88 miliardi, mentre gli enti di previdenza e assistenza per "soli" 186 milioni. Dall'evoluzione storica di questi dati è possibile evidenziare un particolare andamento nella situazione delle amministrazioni locali che partendo dai 19 miliardi nel '90 sono arrivate a un picco nell'indebitamento di 116 miliardi nel 2011 per poi iniziare una rapida fase di discesa fino agli 88 attuali. La discesa degli ultimi anni è legata ai vincoli di bilancio che lo Stato

centrale ha imposto agli enti locali, infatti spesso l'apparato centrale ha preferito imporre vincoli agli organi territoriali anziché a se stesso.

Anche gli Enti di previdenza e assistenza sono stati fortemente riformati sia negli anni Novanta che Duemila, difatti dopo il picco di 8 miliardi del 2001 la tendenza si è invertita e in soli quattro anni tale debito si è ridotto notevolmente.

Tabella 2.2 debito pubblico per sotto-settori delle Amministrazioni pubbliche (in milioni di euro)

	Amministrazioni centrali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza
Mar.2018	2.214.216	87.939	186
2017	2.175.478	87.444	134
2016	2.129.475	89.925	146
2015	2.079.834	93.440	114
2014	2.037.713	99.393	213
2013	1.962.024	108.071	158
2012	1.876.167	113.813	149
2011	1.791.857	116.013	135
2010	1.737.136	114.573	108
2009	1.656.544	113.631	55
2008	1.562.766	108.383	252
2007	1.494.212	111.384	607
2006	1.481.576	106.433	64
2005	1.430.478	88.100	62
2004	1.373.177	75.010	1.469
2003	1.325.502	69.190	2.769
2002	1.322.021	44.153	5.506
2001	1.311.929	40.364	7.992
2000	1.258.346	38.122	6.080
1999	1.247.526	32.715	4.813
1998	1.231.032	26.973	217
1997	1.213.893	25.693	294
1996	1.191.062	22.177	296
1995	1.128.732	22.496	311
1994	1.046.875	22.341	200
1993	930.302	28.823	589
1992	822.981	25.924	1.016
1991	729.483	24.934	593
1990	648.142	19.250	456

Fonte: elaborazione sui dati del database Banca d'Italia, 2018

Dopo aver valutato la composizione del debito pubblico italiano, è importante analizzare anche i dati riguardanti i detentori.

Gli ultimi dati completi disponibili, aggiornati a febbraio 2018, mostrano tale situazione:

- la Banca d'Italia vanta un credito di 372 miliardi verso lo Stato italiano;
- le altre istituzioni finanziarie monetarie residenti hanno un credito di 612 miliardi;

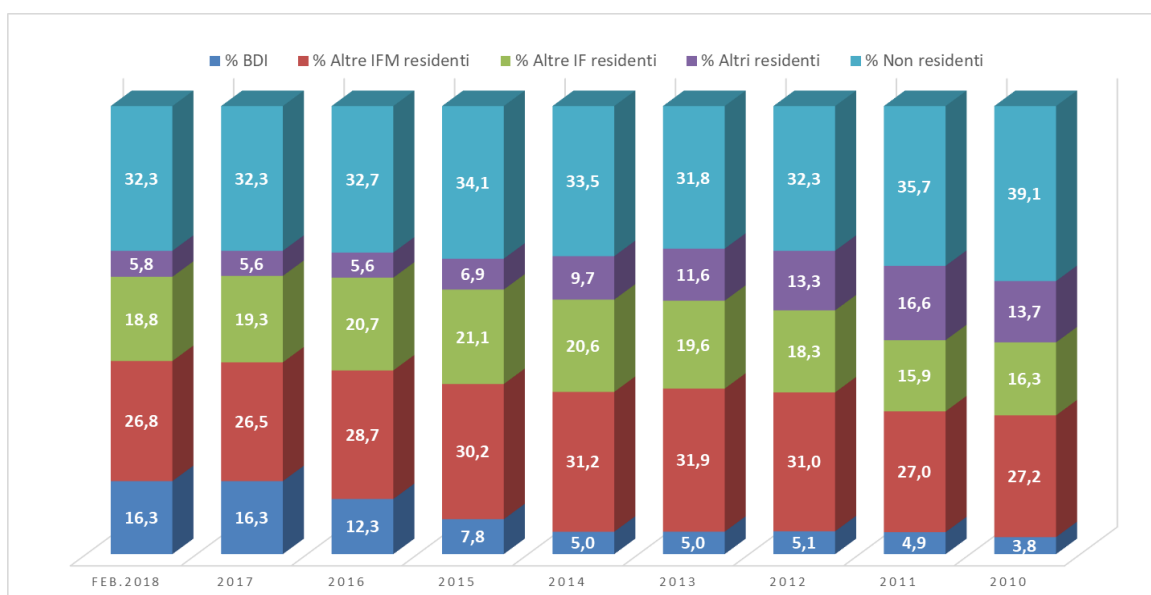
- altre istituzioni finanziarie residenti (cioè istituzioni diverse da banche e fondi comuni monetari che svolgono attività di raccolta ed impiego) detengono 430 miliardi di debito pubblico;
- gli altri soggetti residenti sono creditori verso le Amministrazioni pubbliche per 133 miliardi;
- infine i soggetti non residenti (tutte le categorie, tra cui spiccano gli istituti centrali di credito appartenenti all'Eurosistema e la BCE) detengono 739 miliardi di debito italiano.

Nel grafico sottostante (2.6) sono presenti i dati dal 2010, questi mostrano un'evoluzione interessante tra i detentori del debito pubblico: in particolare è evidente la crescita della quota detenuta dalla Banca d'Italia; tale incremento è cominciato nel 2015 (+2,8%) a seguito del piano di stimolo monetario deciso dalla BCE che in concreto agisce attraverso le Banche centrali nazionali che possono intervenire sui mercati per acquistare titoli di Stato.

L'intervento di quantitative easing punta a raggiungere il target del 2% annuo di inflazione, ad allentare la stretta creditizia e infine a stimolare l'economia. Il debito detenuto dagli altri residenti, al contrario, segue un andamento opposto con una riduzione di quota dal 16,6% del 2011 al 5,8% attuale, tale flessione potrebbe essere dovuta al calo di tassi di interesse che ha interessato negli ultimi anni i titoli di Stato italiani.

Un'ulteriore analisi di notevole importanza riguarda la quota di debito detenuta da soggetti non residenti, dal grafico sottostante si nota un calo dal 39% nel 2011 all'attuale 32%. Dunque due terzi del debito italiano è in mani italiane, questo dato è rilevante quando si affronta il problema della riduzione del debito, infatti spesso vengono avanzate proposte estreme come il ripudio o la sua eliminazione attraverso un'imponente emissione monetaria, ma alla luce di quest'ultimo dato si può affermare che tali soluzioni graverebbero soprattutto su tanti investitori italiani (teoricamente, nel secondo caso, il debito verrebbe ripagato, ma i tassi di inflazione elevatissimi eroderebbero i valori reali dei titoli rendendoli carta straccia per i creditori); oltre a questo sorgerebbero problemi di reputazione per l'Italia e gravi danni per il sistema bancario con conseguenze molto pesanti per l'economia (Cottarelli, 2016 pp73-84).

Figura 2.6 debito Pubblico italiano, settori detentori in %



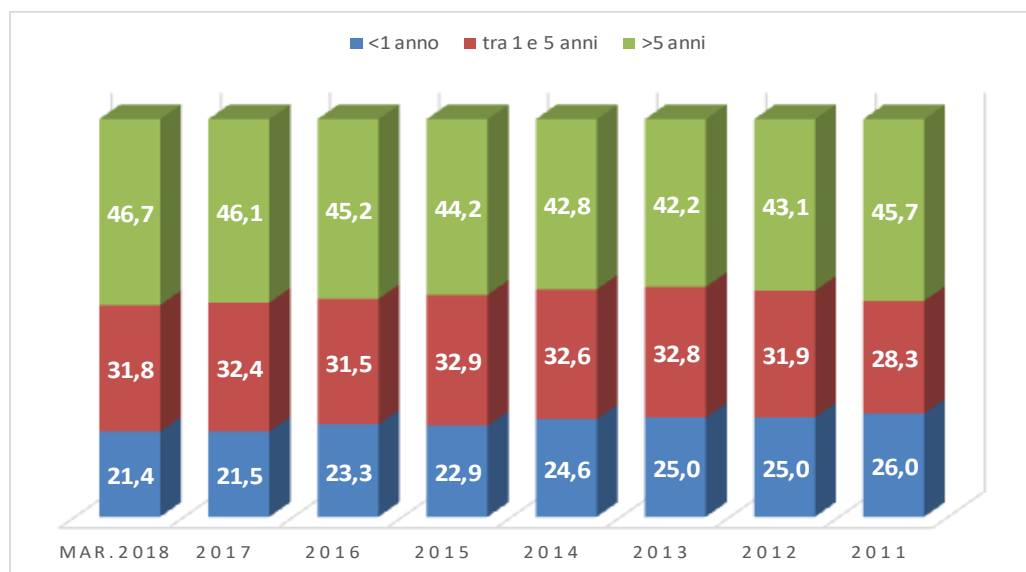
Fonte: elaborazione sui dati del database Banca d'Italia, 2018

Altre informazioni di notevole importanza riguardano la valuta in cui un debito pubblico è detenuto, se infatti è espresso in valuta nazionale uno Stato può sfruttare la propria sovranità monetaria per finanziarsi ed evitare il default (anche se con tutte le conseguenze negative del caso), mentre se un debito nazionale è espresso in valuta estera il rischio di default è maggiore e inoltre cresce l'esposizione del Paese al rischio di una svalutazione, infatti se il tasso di cambio si deprezza il valore in moneta nazionale del debito estero aumenta.

I dati della Banca d'Italia mostrano che attualmente il debito italiano è emesso per il 99% in euro (nel '90 la quota di debito emesso in valuta nazionale era del 94%), dunque l'Italia non corre i rischi legati al tasso di cambio, anche se facendo parte di un'unione monetaria non può avere tutti i vantaggi di una valuta nazionale (Cottarelli, 2016 pp17-19).

Infine, l'ultima caratteristica che verrà analizzata riguarda la vita media residua del debito italiano. Dalla figura 2.7 si nota che quasi la metà del debito pubblico (46,7%) presenta una naturale scadenza superiore a cinque anni, questo dato non sorprende perché come visto in precedenza il 71% dei titoli è composto da BTP. Il 31,8% ha una scadenza compresa tra uno e cinque anni e infine il 21,4% presenta una scadenza inferiore a un anno. Osservando i dati dal 2011 è confortante vedere che la porzione di debito con scadenza superiore ai cinque anni sia aumentata (+1%) mentre quella con scadenza inferiore a un anno sia diminuita (-4,6%).

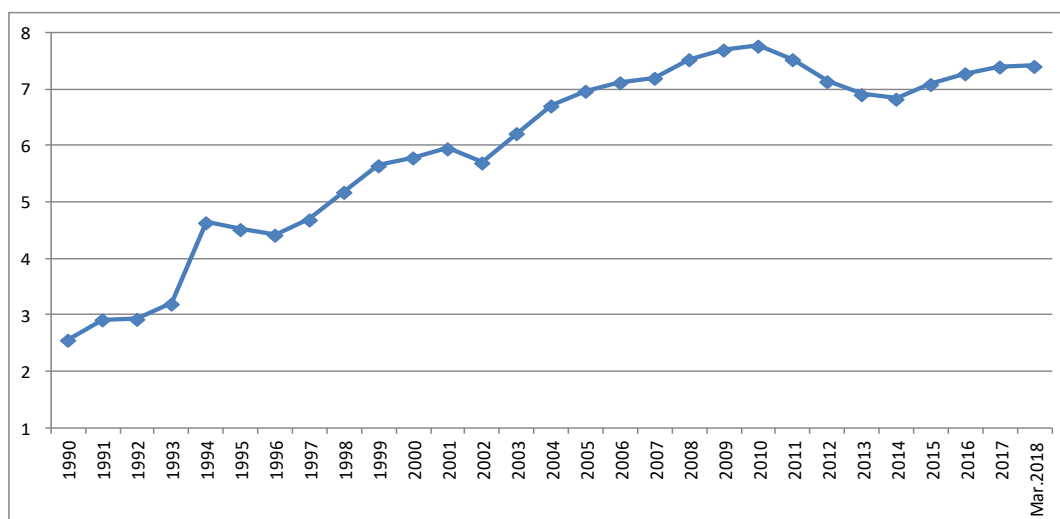
Figura 2.7 Distinzione dei titoli di debito per scadenza



Fonte: elaborazione sui dati del database Banca d'Italia, 2018

Considerando tutte le componenti del debito pubblico (non solo i titoli), la vita media residua risulta al marzo 2018 di 7,4 anni, tale dato può essere importante per la stabilità del debito, infatti più è breve la scadenza più spesso lo Stato dovrà rifinanziare il proprio debito e questo potrebbe acutizzare gli effetti dell'incertezza economica e politica sui rendimenti richiesti dai mercati andando ad aumentare la spesa per interessi.

Figura 2.8 Vita media residua del debito italiano



Fonte: elaborazione sui dati del database Banca d'Italia, 2018

Dalla figura 2.8 si osserva un'importante crescita di questo indicatore negli ultimi trent'anni rispetto ai 2,56 anni del '90, questo è un dato importante per la stabilità dei tassi di interesse nel tempo. Il livello attuale dell'Italia risulta in linea con la media degli altri paesi OCSE, superiore al dato Usa ma inferiore rispetto a quello del Regno Unito che si aggira attorno ai 15 anni.

Tuttavia, allungare la vita media residua comporta dei costi a causa dei più alti rendimenti normalmente associati alle scadenze più lunghe, i quali però possono essere controbilanciati da una maggiore stabilità dei tassi di interesse (MEF, 2017 p12).

I dati che ricaviamo dai grafici che riguardano la vita media residua e il tasso medio di interesse all'emissione (Figure 2.8 e 2.9) sembrano dar ragione alla scelta del governo nel 2014, infatti nonostante la decisione di allungare la vita residua (aumentata dai 6,8 anni nel 2014 ai 7,4 attuali), il tasso medio di interesse dei titoli all'emissione si è ridotto dall'1,35% allo 0,62% nel marzo 2018 (in lieve aumento rispetto allo 0,55% del 2016) comportando una riduzione importante della spesa per interessi; a tale riduzione hanno contribuito in maniera importante l'intervento della BCE e la riduzione della pendenza della curva dei rendimenti relativa ai titoli di Stato italiani (MEF, 2017 p64; MEF, 2015 p70).

Oltre alla fase degli ultimi anni appena descritta, osservando l'andamento storico del tasso medio all'emissione dal 1990, colpisce l'elevato tasso della prima fase degli anni Novanta seguito da un brusco calo dal '95 al '99 legato agli impegni assunti a Maastricht e al passaggio alla moneta unica.

Infine si nota come la crisi dei debiti sovrani abbia pesato sull'Italia con l'aumento di 1,5 punti percentuali dal 2010 al 2011 e la seguente fase di graduale discesa.

Figura 2.9 Tasso medio all'emissione dei titoli di Stato



Fonte: MEF, 2018 "Principali tassi di interesse"

Cap III: Il ruolo del debito pubblico e le regole fiscali

Dopo aver trattato i temi dell'evoluzione storica e della dinamica del debito pubblico italiano, in questo capitolo saranno esposte le principali teorie economiche riguardanti il ruolo del debito pubblico nell'economia e in seguito verrà affrontato il tema relativo alle regole fiscali come argini alla sua continua crescita.

3.1 Il ruolo del debito pubblico nella teoria economica

I temi del finanziamento e della sostenibilità del debito (paragrafo 2.2) hanno animato i dibattiti tra economisti per un lungo periodo, in questo paragrafo verranno trattate brevemente due differenti teorie: quella classica e quella keynesiana.

Uno dei contributi più influenti sul tema fu elaborato dall'economista inglese David Ricardo nell'Ottocento pertanto prende il nome di *teorema dell'equivalenza ricardiana*.

La tesi principale di questa teoria è che la spesa pubblica finanziata mediante ricorso al debito o mediante l'introduzione di un'imposta straordinaria abbia le stesse conseguenze, inoltre l'onere non può essere trasferito sulle generazioni future.

Le argomentazioni a sostegno della tesi sono due, una di natura macroeconomica l'altra di natura microeconomica ed entrambe giungono alla medesima conclusione.

L'argomentazione macroeconomica si basa sul fatto che creare debito oggi determina il pagamento degli interessi ai sottoscrittori dei titoli in futuro, per far fronte a tale spesa lo Stato dovrà incrementare le entrate tributarie; perciò nel futuro il prestito si risolve in un trasferimento di risorse dai contribuenti ai sottoscrittori: "dalla mano destra alla mano sinistra". Il trasferimento reale di risorse determinato dal debito è avvenuto al momento della sottoscrizione, esattamente come nel caso dell'imposta straordinaria.

Nell'argomentazione microeconomica Ricardo immagina un contribuente tipico che assume essere perfettamente razionale, informato e lungimirante, sotto tali ipotesi l'individuo prende decisioni sulla spesa facendo riferimento anche al reddito futuro atteso non solo a quello disponibile attuale.

Questo significa che egli è consapevole del fatto che l'aumento del debito pubblico sarà compensato da un aumento delle imposte nel futuro, dunque non vi è incentivo ad aumentare i consumi ma, anzi, ad incrementare il risparmio.

Alla fine del ciclo si può notare che alla diminuzione del risparmio pubblico corrisponde un aumento equivalente del risparmio privato per far fronte all'aumento previsto delle imposte

future e proprio tale crescita del risparmio privato fa sì che all'aumento del debito pubblico non corrisponda un aumento dei tassi di interesse perché cresce la domanda di titoli.

Lo stesso risultato si sarebbe ottenuto, a livello aggregato, con un finanziamento tramite imposta una tantum.

In conclusione, è evidente l'incapacità delle politiche di deficit spending nello stimolare l'economia, dal momento che non comportano nessun aumento della domanda aggregata (Bosi, 1994 pp100-105).

Nella seconda parte degli anni Trenta si diffuse invece la tesi keynesiana che individua effetti differenti tra il finanziamento tramite debito o tramite l'aumento delle imposte. Keynes considera il debito pubblico come una forma di impiego finanziario della ricchezza per i sottoscrittori, dunque all'aumento del debito pubblico corrisponde un incremento della ricchezza finanziaria privata che avrà conseguenze dirette sull'economia perché determina un incremento della spesa privata che attraverso il moltiplicatore keynesiano si traduce nella crescita della produzione e quindi del reddito (Bosi, 1994 p100).

Nel 1974, invece, nel saggio "Are Government Bonds Net Wealth?" Barro appoggia fortemente la teoria ricardiana respingendo la tesi keynesiana secondo cui il debito pubblico costituisca parte della ricchezza privata, dunque afferma (sotto stringenti ipotesi) che il finanziamento del disavanzo con debito o imposta straordinaria abbiano gli stessi effetti per l'economia. In particolare egli si appoggia all'argomentazione microeconomica di Ricardo, ma anziché considerare un singolo contribuente egli considera una famiglia comprendendo anche le generazioni future; dunque anche se gli individui hanno un orizzonte finito, di fatto tenendo conto del benessere delle generazioni future l'orizzonte temporale si può considerare infinito. L'equivalenza si ottiene postulando che le varie generazioni siano legate tra loro tramite i lasciti ereditari: l'obiettivo di lasciare un certo livello di eredità netta alla generazione successiva (con le ipotesi di perfetto funzionamento dei mercati finanziari e di imposte non distorsive) porta al risultato che un aumento nel possesso dei titoli pubblici non determina una maggiore ricchezza netta in quanto ad esso si contrappone l'aumento di imposte future di uguale ammontare. Naturalmente, viste le ipotesi particolarmente stringenti, è difficile affermare che questa visione corrisponda alla realtà a causa dell'esistenza di varie imperfezioni (Sartor, 2013 pp74-76; Bosi, 1994 pp146-150).

3.2 Processi decisionali e politiche pubbliche⁴

Prima di procedere con la descrizione delle caratteristiche delle regole fiscali è fondamentale comprendere per quali ragioni un vincolo all'azione del governo sia necessario, in questa direzione vanno le teorie della *Public Choice* che applicano la metodologia economica allo studio dei meccanismi decisionali collettivi e politici.

Come visto nel paragrafo precedente, una fase storica determinante nel cambiamento del ruolo dello strumento del debito pubblico è quella successiva agli anni Trenta che vede la diffusione delle idee keynesiane in sostituzione a quelle classiche, prima tra gli economisti e poi tra i politici.

Nel periodo precedente alla Grande Depressione la prospettiva con cui ci si accostava alla funzione del debito era influenzata dalla relativa scarsità di risparmio rispetto alle opportunità d'investimento, pertanto esso rappresentava uno strumento straordinario utilizzato principalmente per il finanziamento di spese belliche o grandi infrastrutture (Sartor, 2013 p73).

La ricetta keynesiana, che si sviluppò successivamente, consisteva invece in un'attiva presenza del settore pubblico nell'economia in modo da stimolare la domanda aggregata in caso di flessioni così da far crescere la produzione e portare la disoccupazione su livelli di pieno impiego; naturalmente tali spese venivano finanziate in disavanzo creando debito. Simmetricamente, quando la domanda aggregata minacciava di eccedere gli obiettivi di piena occupazione creando inflazione, dovevano essere accumulati surplus. Dunque Keynes auspicava una politica di bilancio anticiclica in grado di attenuare le fluttuazioni del sistema economico, perciò egli trasformò l'idea classica del bilancio costantemente in pareggio con quella del bilancio complessivamente in pareggio nel ciclo economico.

Tuttavia la storia mostra come i precetti di politica fiscale keynesiani siano stati applicati in modo asimmetrico, perciò la critica che viene mossa a Keynes (e ai suoi discepoli) è quella di non aver tenuto conto di come il contesto istituzionale democratico avrebbe reagito alle sue teorie.

Le ragioni di ciò sono evidenziate dalla *Public Choice*, la quale non considera i politici come soggetti che perseguono necessariamente il benessere collettivo ma come attori razionali guidati da interessi egoistici. Perciò il postulato dell'*homo oeconomicus*, utilizzato per spiegare le scelte private degli agenti economici operanti nel mercato, viene esteso all'analisi del comportamento dei soggetti che agiscono in un ambito pubblico: elettori, politici, burocrati, gruppi di interesse.

⁴Paragrafo basato su Buchanan, Wagner. 1997

Questo significa che gli individui che si trovano in posizioni decisionali politiche ed amministrative tenderanno a massimizzare l'utilità personale cercando fortemente il consenso per essere eletti nuovamente. Proprio per questo si osserva l'incoerenza intertemporale delle politiche di bilancio e il crescente ricorso al debito pubblico.

La ricerca del consenso è una caratteristica intrinseca delle democrazie, ad esempio nelle democrazie parlamentari come l'Italia il principio del consenso si applica sin dalla costituzione del governo e il meccanismo della fiducia parlamentare ne è la declinazione concreta.

Come anticipato, non solo i politici tendono a massimizzare la propria utilità, ma anche gli elettori, e lo fanno sulla base della percezione dei costi e benefici delle alternative di scelta.

Il problema reale in questa situazione è la diversa percezione che ogni individuo può avere, sembra ragionevole assumere che non tutti i soggetti possano interpretare le dinamiche economiche nello stesso modo di un economista di professione. Più precisamente tali distorsioni sulle percezioni sono note come "illusioni fiscali" e sono influenzate dalla complessità e dal carattere indiretto del sistema tributario. Presumibilmente i costi dei servizi pubblici saranno percepiti meno intensamente in un regime di tassazione indiretta e in presenza di una molteplicità di fonti di imposizione.

Alla luce di quanto detto, i benefici degli incrementi di spesa saranno percepiti rapidamente dall'elettorato, così come i costi qualora si decidesse di finanziare le maggiori uscite con una maggiore tassazione; onde evitare ciò, i politici sono incentivati a modificare le percezioni dei costi dei cittadini attraverso il ricorso ai disavanzi di bilancio, cioè diluendo nel tempo la tassazione; dunque il meccanismo dell'illusione fiscale comporta la razionalità limitata e perciò non trova applicazione il teorema ricardiano.

Un'ulteriore conseguenza del ricorso al deficit spending è la modifica della percezione del reddito disponibile dei cittadini e dei prezzi relativi dei beni e servizi forniti dal settore pubblico, ciò porterà i soggetti ad incrementare la domanda di tali beni e servizi aumentando il tasso totale di spesa nell'economia.

Un altro meccanismo politico che sfrutta l'illusione fiscale per il guadagno del consenso è quello del ricorso all'inflazione; l'imposta da inflazione è infatti più complicata da percepire, per questa ragione i politici (soprattutto in caso di dominanza fiscale) sono incentivati a ricorrere alla monetizzazione del disavanzo in modo da mantenere un'elevata spesa pubblica evitando incrementi di entrate tributarie.

Tale meccanismo rappresenta bene la situazione economica italiana negli anni Settanta in cui per ridurre la disoccupazione ed evitare di acutizzare le tensioni sociali i governi non limitarono

i disavanzi di bilancio e ricorsero alla monetizzazione del deficit con conseguente inflazione; ma questo sfruttamento del trade-off della curva di Phillips è possibile solamente nel breve periodo, nel lungo infatti tale curva è verticale e questo significa che la disoccupazione torna sempre al suo valore naturale (modificabile attraverso riforme strutturali).

Per concludere, la teoria della *Public Choice* e le sue implicazioni riguardanti il debito pubblico possono essere riassunte da una citazione di Levi Della Torre⁵: *“La democrazia si basa sul consenso, e ciò non costituisce solo la sua forza ma anche la sua debolezza. Non solo perché notoriamente il consenso è esposto alla manipolazione dei media e degli interessi che li condizionano, bensì per qualcosa di ancora più sostanziale, appunto la riduzione del tempo alla contemporaneità. Il consenso infatti tende a esprimere interessi di breve periodo, a mettere a fuoco l’uovo oggi piuttosto che la gallina domani. Tende a schiacciare il tempo sul presente e i suoi immediati dintorni. Difficile organizzare il consenso per opere che impongono sacrifici nell’immediato per ricavare effetti positivi dopo decine di anni”*.

3.3 Le regole fiscali e il debito pubblico

Per evitare che, soprattutto in situazioni di instabilità politica, la ricerca del consenso sovrasti l’interesse nazionale riducendo eccessivamente l’orizzonte temporale delle politiche economiche, una possibile soluzione è rappresentata dai vincoli esterni posti all’azione di governo i quali possono ridurre le potenziali inefficienze politiche ma correndo il rischio di irrigidire la politica economica rispetto alle esigenze contingenti.

I padri costituenti avevano inserito nell’articolo 81 della Costituzione una sorta di vincolo che recitava *“...Ogni altra legge che importi nuove o maggiori spese deve indicare i mezzi per farvi fronte”*, tale dicitura però non era abbastanza dettagliata pertanto ha lasciato libero spazio alle interpretazioni e il risultato fu una perdita di efficacia con l’interpretazione permissiva della Corte Costituzionale nel 1967 (Visaggio, 1997 pp186-187).

Tale articolo è stato poi modificato nel 2012 a seguito dell’introduzione del Fiscal Compact prevedendo l’obbligo specifico di pareggio di bilancio in termini strutturali.

Anche gli esponenti della *Public Choice* sono giunti alla conclusione che un vincolo di bilancio costituzionale possa essere un utile strumento per arginare la crescita del debito pubblico (Buchanan, Wagner 1997 pp208 e ss).

⁵ Citazione contenuta in Sartor, 2013 p79

Per queste ragioni è abbastanza comune trovare dei vincoli all'azione del governo nei singoli Stati, e a maggior ragione norme di questo tipo sono necessarie all'interno di un'unione monetaria in assenza di un'unione politica. Infatti in un'area monetaria unica composta da più Paesi la tentazione di un membro di condurre una politica fiscale irresponsabile è molto più alta rispetto ai casi dei singoli Paesi con sovranità monetaria, questo accade perché in tale situazione uno Stato poco virtuoso potrebbe scaricare una parte delle conseguenze della sua condotta sugli altri Paesi dell'unione.

Il meccanismo che potrebbe realizzarsi è infatti formato da una successione di eventi che potrebbero spingere la banca centrale a un bail-out con conseguenze inflazionistiche per tutti i membri dell'unione. Ciò che si teme è che un Paese possa entrare in una situazione di disavanzi non controllati che portino all'aumento del debito pubblico, naturalmente nei mercati finanziari questo aumenterà la paura di un default dello Stato (o comunque forzose conversioni delle condizioni del prestito), perciò i tassi di interesse richiesti dal mercato saliranno e il prezzo si ridurrà. Spesso i titoli di Stato sono sottoscritti da banche nazionali e private che a causa della riduzione del valore di tali titoli vedranno peggiorare la loro situazione di bilancio rischiando di innescare una crisi finanziaria, e a causa della forte interdipendenza tra i mercati che caratterizza generalmente le unioni monetarie tali problemi potrebbero trasmettersi anche ai sistemi bancari di altri Paesi dell'unione.

A questo punto per evitare il diffondersi della crisi la banca centrale dell'unione può essere indotta ad acquistare i titoli dello Stato in difficoltà per placare il calo di fiducia dei mercati, così facendo l'offerta di moneta sarà allargata rischiando un aumento dell'inflazione per l'intera unione e dunque comportando un'imposta da inflazione su tutta la popolazione.

Il meccanismo appena descritto rappresenta un chiaro esempio di moral hazard per i Paesi membri, cioè una forma di opportunismo post-contrattuale (Bosi, 2015 pp343-344).

Queste ragioni hanno portato l'UE non solo a introdurre delle regole fiscali, ma a porle alla base del Trattato di Maastricht con il quale è stata istituita l'Unione economica e monetaria (UEM).

Per quanto riguarda il rafforzamento della credibilità del ruolo della BCE nel mantenimento della stabilità dei prezzi le norme principali affermano l'indipendenza della BCE (artt.127,128,130 TFUE versione attuale), vietano il finanziamento monetario degli Stati membri e dunque il bail-out (art.123 TFUE versione attuale) e vietano deficit di bilancio eccessivi (art.126 TFUE versione attuale). Tali regole hanno subito varie modifiche nel tempo e la crisi recente ha portato ad un loro aggiramento da parte delle autorità politiche e monetarie.

Nelle pagine seguenti di questo paragrafo verranno analizzati in particolare gli sviluppi delle norme fiscali relative alle politiche degli Stati membri dell'Eurozona.

Come affermato precedentemente le prime regole fiscali furono introdotte già nel '93 con il Trattato di Maastricht, tra i criteri di convergenza per entrare nell'area della moneta unica erano presenti il limite del disavanzo al 3% del Pil e un rapporto debito/Pil inferiore al 60% (o in calo "a una velocità soddisfacente verso tale soglia").

Tali condizioni, vista la loro rilevanza, vennero integrate ed approfondite nel '97 con il Patto di stabilità e crescita (PS) con il quale i Paesi membri si impegnarono a rispettarle anche dopo l'ingresso nell'UEM.

La scelta di queste soglie è stata fatta per evitare l'eccessivo rigore che richiederebbe un bilancio costantemente in pareggio e quindi garantire un certo margine di flessibilità ai governi. Effettivamente un bilancio tendenzialmente in pareggio porterebbe nel lungo periodo ad azzerare il rapporto debito/Pil (ipotizzando una crescita economica positiva), ma secondo molti economisti questo sarebbe uno sforzo eccessivo, il debito infatti svolge alcune funzioni importanti nell'economia dunque non va demonizzato, allo stesso tempo, però, si deve evitare che i governi abusino di questo potente strumento; seguendo questo ragionamento si è giunti a stabilire le suddette soglie. Nonostante ciò sono state mosse diverse critiche a queste norme principalmente dovute alla mancanza di una base teorica, infatti il valore del rapporto debito/Pil è stato scelto sulla base del valore medio dei debiti dei Paesi europei al momento della firma del trattato. È però interessante sottolineare la relazione economica che lega le due regole partendo dall'equazione (8) del paragrafo 2.2:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Considerando una situazione di steady-state, si ipotizza che il rapporto debito/Pil sia costante al 60%, dunque $\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = 0,6$ e sostituendo si ottiene che $g \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{G_t - T_t}{Y_t} + r \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$;

si può notare che la somma a destra dell'equazione rappresenta il rapporto tra saldo di bilancio e Pil di cui si tiene conto nelle norme del Ps, a questo punto sostituendo a tale termine il valore 3% e al rapporto debito/Pil 60%, si ottiene che la crescita economica che un Paese dovrebbe registrare per mantenere costante il debito/Pil al 60%, avendo un deficit del 3% è $g = 5\%$.

Tenendo conto dei tassi di crescita dell'ultimo trentennio si tratta senza dubbio di una stima ottimista; naturalmente se il disavanzo è inferiore al 3% la crescita economica necessaria per tenere il rapporto costante al 60% si riduce.

Al manifestarsi di una crisi economica potrebbe essere però difficile non oltrepassare la soglia del 3% del deficit, in ragione di ciò sorge una più concreta critica a tali vincoli: carenza di

flessibilità; infatti, proprio nel corso della recente crisi è emersa l'insufficienza di un assetto fondato esclusivamente su tali criteri, questo ha portato all'introduzione di diverse modifiche al funzionamento dell'UE che prevedono strumenti di garanzia per soccorrere i Paesi in crisi, maggiori meccanismi di sorveglianza dei conti pubblici e maggior flessibilità, ma anche una più severa applicazione delle sanzioni per i Paesi trasgressori (Bosi, 2015 pp343-348).

Le ultime modifiche sono entrate in vigore nel 2015, le norme di Maastricht sono tuttora valide ma affiancate da altre numerose regole.

Di particolare rilevanza è l'adozione del concetto di saldo di bilancio corretto per l'effetto del ciclo economico⁶ che può essere isolato rappresentando il saldo di bilancio $Is(Y_t)$ come:

$$Is(Y_t) = Is(Y_e) + a(Y_e - Y_t) \quad (11)$$

Y_t rappresenta il Pil effettivamente realizzato mentre Y_e indica il Pil potenziale, infine " a " è un parametro che indica l'elasticità del saldo di bilancio alla crescita economica.

Il prodotto tra output gap e il parametro a misura la componente ciclica, cioè la variazione delle entrate e delle spese dovuta alle fluttuazioni di breve periodo dell'economia, mentre l'altro addendo $Is(Y_e)$ rappresenta saldo di bilancio corretto per il ciclo. La somma di questi valori indica il saldo di bilancio effettivamente realizzato.

Il saldo strutturale è utilizzato nella norma che definisce l'Obiettivo di Medio Termine (OMT) e le regole di conversione verso esso, la misura dell'OMT è differenziata tra Paese e Paese in ragione delle differenze strutturali, ci sono tre possibili metodi di calcolo e viene scelto quello più ambizioso, per l'Italia l'OMT è un saldo strutturale pari a zero. Per gli Stati con un debito/Pil superiore al 60% il disavanzo strutturale non può eccedere lo 0,5% del Pil, tale soglia diventa l'1% per le nazioni con un debito inferiore al 60% del Pil.

Le regole riguardanti il percorso di avvicinamento all'OMT per gli Stati che già non lo rispettano prevedono un miglioramento del saldo strutturale di 0,5% punti di Pil fino al raggiungimento dell'obiettivo, è però prevista una flessibilità del percorso di conversione infatti gli Stati possono beneficiare di imposizioni meno stringenti a seconda di:

- situazione ciclica
- impegno in riforme strutturali
- incentivi agli investimenti
- grave crisi a livello di unione

⁶ Se ad esso si sottraggono anche le operazioni una tantum si ottiene il saldo strutturale

Negli anni scorsi l'Italia ha potuto beneficiare di tali norme per ottenere un processo di adeguamento all'OMT più mite.

Un'altra norma introdotta con le successive modifiche al Ps riguarda il processo di convergenza verso la soglia del debito (60%), si considerano tre metodologie di calcolo:

- 1) backward looking: la riduzione annua del 5% della differenza tra il livello raggiunto e la soglia del 60% (il livello raggiunto si calcola con la media dei tre anni precedenti)
- 2) backward looking corretto per il ciclo: analogo al precedente ma tenendo conto dell'output gap (utilizzando quindi il PIL potenziale);
- 3) forward looking, prevede che la riduzione possa avvenire nei tre anni successivi.

La procedura di infrazione è evitata se il Paese membro rispetta almeno un criterio, in caso contrario comunque le sanzioni non sono automatiche, è infatti prevista un'ulteriore valutazione complessiva del caso (Bosi, 2015 pp352-356; Cottarelli, 2016 pp133-144).

Tali regole introdotte di recente hanno rafforzato il braccio preventivo del Ps, infatti grazie ai programmi di convergenza viene definito il comportamento dei disavanzi di tutti gli Stati membri anche quando sono al di sotto del 3%, correggendone rapidamente l'andamento in modo da evitare lo sfioramento della soglia.

L'adozione del concetto di saldo strutturale nella norma dell'OMT è importante perché da maggior spazio di manovra ai Paesi durante le crisi economiche, cioè in quelle fasi del ciclo economico in cui il Pil effettivo si allontana dal Pil potenziale facendo aumentare l'output gap; tuttavia, la maggior flessibilità che deriva da tale norma viene spesso affievolita da un'eccessiva prudenza adottata nel calcolo del Pil potenziale che dunque riduce la discrezionalità concessa ai governi nazionali.

In conclusione, l'esperienza dell'Eurozona durante la recente crisi ha mostrato che l'impianto di regole fiscali e monetarie è insufficiente e controproducente, infatti l'imposizione del pareggio di bilancio per tutto il ciclo economico ai singoli Stati può aver accentuato gli effetti recessivi della crisi, e anche gli strumenti di natura monetaria non sono stati pienamente efficaci a causa delle restrizioni imposte alla BCE.

Questo evidenzia l'urgenza di completare il quadro degli strumenti di politica macroeconomica introducendo un collegamento tra politica di bilancio comune e politica monetaria dell'Eurozona. Ciò sarà possibile solo superando le resistenze all'introduzione di un bilancio federale dell'Eurozona che sia capace di gestire le crisi macroeconomiche, anche in caso di shock asimmetrici, svolgendo un ruolo di redistribuzione delle risorse (come il bilancio statunitense).

Conclusioni:

L'ultimo aggiornamento della Banca d'Italia, pubblicato a maggio in riferimento a marzo 2018, indica uno stock del debito di 2.302 miliardi, in lieve aumento rispetto alle rilevazioni dei mesi precedenti. Mentre osservando il dato in relazione all'andamento economico, si registra un rapporto debito/Pil del 131,5% a fine 2017, il quale indica un calo rispetto all'anno precedente di lieve entità, ma comunque significativo. La fase più critica della crisi sembra essere alle spalle, anche grazie alle manovre espansive messe in atto (seppur in ritardo) dalla BCE che hanno ridotto i tassi d'interesse ai minimi storici garantendo una maggior stabilità dei mercati. Recentemente Draghi, presidente della BCE, ha confermato che l'acquisto dei titoli di Stato sui mercati secondari da parte della BCE proseguirà per tutto il 2018 anche se a ritmi meno sostenuti. Questo significa che l'Italia potrà sfruttare ancora per qualche mese i vantaggi di tale manovra per attuare le riforme strutturali necessarie a garantire una crescita economica di lungo periodo e dunque guadagnare la fiducia dei mercati.

La vera sfida partirà negli anni successivi, perché una mancanza di fiducia dei mercati finanziari può causare una reazione improvvisa e violenta, come quella che è stata sperimentata nel 2011, e visti i livelli raggiunti dal debito l'Italia non avrebbe grossi margini di manovra per reagire adeguatamente.

Tale sfida, però, va oltre i confini nazionali e interessa tutta l'Eurozona, la quale di fronte alla prima vera prova economica si è mostrata impreparata facendo emergere le criticità legate a un processo di integrazione ancora incompleto. Il futuro sta nell'Unione Europea ma, come evidenziato al termine del terzo capitolo, è necessaria una maggior reattività e un migliore coordinamento sia a livello economico che politico.⁷

⁷ Parole dell'elaborato: 14.980

Bibliografia e sitografia citata e consultata:

- ANDRETTA N., 26/07/1991. *Il divorzio tra Tesoro e Bankitalia e la lite delle comari*. Il Sole 24 Ore.
- ARTONI R., *Note sul debito pubblico italiano dal 1885 al 2001*; Disponibile su:
http://www.finanzaonline.com/forum/attachments/macroeconomia/1618381d1341923274-default-15_5.pdf
- BALLETTA F., *Debito pubblico ed efficienza del mercato finanziario in Italia nella seconda metà del Novecento*. In: DE LUCA G., MOIOLI A., a cura di., 2015. *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia secoli XIII-XX*. VI edizione. Milano: FrancoAngeli (PP631-660).
- BANCA D'ITALIA, *Dall'istituzione della Banca d'Italia alla legge bancaria del 1936*. Roma. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/storia/istituzione/index.html>
- BANCA D'ITALIA, *Base dati statistica*. Aggiornato al 03/2018. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/statistiche/basi-dati/bds/index.html>
- BANCA D'ITALIA, 13/04/2018. *Finanza pubblica: fabbisogno e debito. Febbraio 2018*. Roma
- BANCA D'ITALIA, 15/05/2018. *Finanza pubblica: fabbisogno e debito. Marzo 2018*. Roma
- BENASSY-QUERE A., COEURE B., JACQUET P., PISANI-FERRY J., 2010. *Economic Policy, theory and practice*. New York: Oxford university press. Cap 3
- BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., 2016. *Macroeconomia, una prospettiva europea*. Bologna: Il Mulino
- BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., 2014. *Macroeconomia, una prospettiva europea*. Bologna: Il Mulino
- BORSA ITALIANA. *Buoni ordinari del tesoro*. Disponibile su:
<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Buoni%20Ordinari%20del%20Tesoro>
- BORSA ITALIANA. *CCZ – CCT – BOC*. Disponibile su:
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/ctz-cct-boc.htm>
- BORSA ITALIANA. *Buoni del Tesoro Poliennali*. Disponibile su:
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/btp.htm>
- BOSI P., 1994. *Modelli macroeconomici per la politica fiscale*. Bologna: Il Mulino.
- BOSI P., 2015. *Corso di Scienza delle Finanze*. Bologna: Il Mulino.

- BUCHANAN J.M., WAGNER R.E. 1997. *La democrazia in deficit. L'eredità politica di Lord Keynes*. A cura di DA EMPOLI D. Roma: Armando.
- CAVALIERI D., 2009. *Teoria economica, un'introduzione critica*. Seconda edizione. Giuffrè editore.
- CONTI G., *Il pendolo del debito pubblico italiano: illusione fiscale e consenso sociale in una prospettiva storica (1861-2000)*. In: DE LUCA G., MOIOLI A., a cura di., 2015. *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia secoli XIII-XX*. VI edizione. Milano: FrancoAngeli. (PP 477-493)
- COTTARELLI C., 2016. *Il Macigno, perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*. Milano: Feltrinelli.
- DIPARTIMENTO DELLA RAGIONERIA GENERALE DELLO STATO, 2011, *La spesa dello stato dall'unità d'Italia 1862-2009*. Roma
- FAUSTO D., 2004. *I lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)*, presentato al III Seminario CIRSFI (Centro Universitario per la Ricerca per la Storia Finanziaria Italiana), *Debito pubblico e formazione dei mercati finanziari fra età moderna e contemporanea*. Cassino 15,16/10/2004. Disponibile su:
http://www.delpt.unina.it/stof/15_pdf/15_6.pdf
- FRANCESE M., PACE A., 2008, *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*. Roma: Banca d'Italia
- ISTAT, 2017, *Report anni 2014-2016 Pil e indebitamento AP*. Roma. Disponibile su: <https://www.istat.it/it/archivio/197377>
- MINISTERO DEL TESORO, 1988. *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*. Volume I. Roma: Istituto poligrafico e zecca dello stato.
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, 2018. *Composizione Titoli di Stato*. Disponibile su:
http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/composizione_titoli_stato/
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, 2018. *Elenco delle amministrazioni pubbliche*. Disponibile su:
http://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/e_government/amministrazioni_pubbliche/siope/elenco_delle_amministrazioni/
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, 2018. *Principali tassi di interesse*. Disponibile su:
http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, 2017. *Rapporto sul Debito pubblico 2016*.

-MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, 2015. *Rapporto sul Debito pubblico 2014*.

-PIERGALLINI A., POSTIGLIOLA M., *Debito pubblico e sostenibilità della politica fiscale in Italia*. Roma. Disponibile su:

<http://www.economia.uniroma2.it/public/piergallini/file/Piergallini%20e%20Postigliola%20-%20Debito%20pubblico%20e%20sostenibilit%C3%A0%20della%20politica%20fiscale%20in%20Italia.pdf>

-REPACI F., 1962. *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*. Bologna: Zanichelli.

-SARTOR N., 2013. *Il debito pubblico*. in AA.VV. "Evoluzione e riforma dell'intervento pubblico". Torino: Giappichelli.

-STRANGIO D., 2017, Le politiche monetarie in Italia dalla "Golden Age" alle "oil crises" nelle Relazioni della Banca d'Italia. In: *Moneta e Credito*, vol. 70 n. 277 (marzo 2017), (PP. 21-58)

-VISAGGIO M., 1997. *Politiche di bilancio e debito pubblico*. Roma: La Nuova Italia Scientifica.