



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in
Economia e Commercio

**II DEBITO PUBBLICO ITALIANO
DALL’UNITÀ AL XXI SECOLO**

**THE ITALIAN PUBLIC DEBT FROM
UNIFICATION TO THE 21ST CENTURY**

Relatore:

Prof. Giulianelli Roberto

Rapporto Finale di:

Magnifico Valeria

Anno Accademico 2025/2026

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
1. LA FORMAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO DALL'UNITÀ ALLA SECONDA GUERRA MONDIALE.....	6
1.1 LA NASCITA DEL DEBITO PUBBLICO NELLO STATO UNITARIO E IL RUOLO DEL SISTEMA CREDITIZIO.....	6
1.2 DALLA DIPENDENZA ESTERA ALLA STABILIZZAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO	10
1.3 IL DEBITO NEL PERIODO TRA LE DUE GUERRE	14
2. IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO NEL SECONDO DOPOGUERRA: RICOSTRUZIONE E SVILUPPO ECONOMICO	18
2.1 IL DEBITO PUBBLICO NEGLI ANNI DELLA RICOSTRUZIONE (1945-1960).....	18
2.2 L'INSTABILITÀ DEI MERCATI FINANZIARI E LA STRUTTURA DELLA FINANZA PUBBLICA (1963-1970)	24
2.3 DALLA STAGLAZIONE ALLA STABILIZZAZIONE: DEBITO PUBBLICO, INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA DELLA BANCA D'ITALIA (1971-1980).....	29
3. IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO TRA XX E XXI SECOLO: DINAMICHE, CRISI E NUOVI EQUILIBRI ECONOMICI.....	36
3.1 DAL DIVORZIO TRA TESORO E BANCA D'ITALIA ALLE POLITICHE DI CONTENIMENTO DEL DEBITO (1981-1991).....	36
3.2 IL VINCOLO DI MAASTRICHT E L'EVOLUZIONE DEI MERCATI FINANZIARI (1992-1995)	40
3.3 DALLE CRISI FINANZIARIE AGLI STRUMENTI DI STABILIZZAZIONE EUROPEA (1986-2000)	46
CONCLUSIONI	52

INTRODUZIONE

La storia del debito pubblico italiano, dall'Unità nazionale fino all'inizio del XXI secolo, rappresenta una chiave di lettura privilegiata per comprendere l'evoluzione dello Stato, delle sue istituzioni economiche e dei rapporti tra finanza pubblica, sistema creditizio e mercati finanziari. Più che una semplice grandezza contabile, il debito pubblico costituisce un indicatore dinamico della capacità dello Stato di finanziare le proprie funzioni, di adattarsi ai vincoli macroeconomici e di ridefinire, nel tempo, il proprio rapporto con il risparmio privato e con i mercati internazionali.

La presente tesi analizza l'evoluzione del debito pubblico italiano lungo un arco temporale che va dall'Unità d'Italia fino all'avvio del XXI secolo, evidenziando le trasformazioni strutturali che ne hanno caratterizzato la formazione, la gestione e la progressiva integrazione nei mercati finanziari europei. L'obiettivo non consiste soltanto nella ricostruzione dell'andamento del debito nelle diverse fasi storiche, ma anche nell'individuazione delle determinanti economiche e istituzionali che ne influenzano la dinamica, mettendo in luce il nesso tra politiche fiscali, politiche monetarie e assetti del sistema finanziario.

Il primo capitolo analizza la fase di formazione del debito pubblico nell'età liberale. In questo contesto, il debito nacque come uno strumento indispensabile per la costruzione dello Stato nazionale, fortemente condizionato dall'eredità degli Stati preunitari e dalle esigenze di finanziamento della spesa militare, amministrativa e infrastrutturale. La debolezza del sistema creditizio interno determinò inizialmente una forte dipendenza dai mercati esteri e dalle grandi case finanziarie internazionali. Solo tra la fine dell'Ottocento e l'inizio del Novecento si osservò un progressivo processo di stabilizzazione e “nazionalizzazione” del debito, reso possibile dal

rafforzamento delle istituzioni finanziarie interne e dalla crescente capacità dello Stato di mobilitare il risparmio nazionale.

Il secondo capitolo affronta la fase dell'evoluzione del debito pubblico nel secondo dopoguerra, evidenziando il ruolo svolto dalla ricostruzione economica, dalle trasformazioni macroeconomiche e dalle scelte di politica monetaria nella dinamica dell'indebitamento statale. In una prima fase, il forte coordinamento tra Tesoro, Banca d'Italia e sistema bancario consentì di sostenere la ripresa economica, garantire la stabilità monetaria e mantenere sotto controllo il debito pubblico. Successivamente, l'espansione della spesa pubblica, l'emergere di disavanzi strutturali e le tensioni inflazionistiche degli anni Settanta modificarono profondamente la struttura della finanza pubblica italiana. In questa situazione, il sistema creditizio nazionale assunse un ruolo sempre più centrale nell'assorbimento dei titoli di Stato e nel finanziamento del fabbisogno pubblico.

Infine, il terzo capitolo riguarda la fase compresa tra la fine del Novecento e l'inizio del nuovo millennio, in cui il debito pubblico assunse una dimensione strutturale e sempre più influenzata dai mercati finanziari e dai vincoli sovranazionali. Il "divorzio" tra Tesoro e Banca d'Italia segnò una svolta decisiva nella separazione tra politica monetaria e politica fiscale, determinando un aumento del costo del debito e una maggiore esposizione ai tassi di interesse. Successivamente, l'integrazione nel Sistema Monetario Europeo (SME) e soprattutto l'adesione al Trattato di Maastricht introdussero un nuovo quadro di vincoli macroeconomici che ridefinì in profondità la gestione della finanza pubblica italiana, imponendo politiche di risanamento e di convergenza verso i parametri europei.

Nel loro insieme, le tre fasi analizzate mostrano come il debito pubblico italiano abbia seguito un processo evolutivo non lineare, strettamente legato alle trasformazioni dello Stato e del sistema economico. Da strumento di costruzione

dello Stato unitario, esso si è progressivamente trasformato in elemento strutturale della finanza pubblica, sempre più dipendente dal sistema bancario interno, fino a diventare una grandezza disciplinata dai mercati finanziari internazionali e dai vincoli della governance economica europea.

LA FORMAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO DALL'UNITÀ ALLA SECONDA GUERRA MONDIALE

1.1 LA NASCITA DEL DEBITO PUBBLICO NELLO STATO UNITARIO E IL RUOLO DEL SISTEMA CREDITIZIO

Da un punto di vista finanziario, lo Stato unitario italiano soffrì fin dall'inizio una forte dipendenza del debito pubblico. L'Unità fu infatti realizzata e consolidata attraverso un massiccio ricorso all'indebitamento, determinato sia dalle spese militari connesse al processo risorgimentale, sia dagli ingenti investimenti necessari alla costruzione del nuovo Stato nazionale¹.

Non a caso, all'indomani del primo compimento dell'unificazione della Penisola, un osservatore straniero definì il nascente Regno d'Italia come il "pays du déficit" per eccellenza. Tale giudizio risultava tutt'altro che eccessivo: fin dal momento costitutivo, il nuovo Stato si caratterizzò infatti per un bilancio fortemente squilibrato, nel quale le entrate correnti riuscivano a coprire "poco più della metà delle uscite". Questo disavanzo strutturale non solo non venne colmato nel breve periodo, ma si protrasse almeno fino al 1867, accentuandosi progressivamente².

¹G. Conti, Il pendolo del debito pubblico italiano: illusione fiscale e consenso sociale in una prospettiva storica (1861-2000), in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, Franco Angeli, Milano 2007, pp. 481-482.

²Ivi, p. 495.

In questo contesto, il ricorso all'indebitamento rappresentò lo strumento principale per sostenere una spesa pubblica altrimenti insostenibile. Quest'ultima si era potuta mantenere tanto elevata grazie "all'accensione massiccia di prestiti", innescando tuttavia una dinamica cumulativa del debito: l'insufficienza degli avanzi primari rispetto agli oneri del servizio del debito rese infatti necessario il ricorso continuo a nuovi mutui, alimentando una vera e propria spirale di crescita dell'indebitamento.

Una prima componente rilevante del debito pubblico derivò dall'eredità degli Stati preunitari. Il Regno d'Italia scelse di riconoscere integralmente i debiti contratti dai precedenti ordinamenti politici, provvedendo alla loro unificazione e conversione nel Gran Libro del debito pubblico, istituito nel 1861. Tale operazione comportò la trasformazione dei titoli esistenti nelle rendite italiane al 5% e al 3%³. La decisione di non ripudiare i debiti degli Stati annessi, pur gravosa, rispondeva a precise esigenze politiche ed economiche: da un lato, evitare tensioni interne con i gruppi sociali integrati nella nuova classe dirigente; dall'altro, consolidare la credibilità internazionale del nuovo Regno sui mercati finanziari.

A questa pesante eredità si aggiunsero rapidamente nuovi fattori di espansione del debito. Tra i principali fattori di spesa si segnalano, in primo luogo, quelli connessi alla costruzione dello Stato unitario, in particolare per l'organizzazione dell'apparato amministrativo e il rafforzamento della difesa nazionale, nonché quelli legati al completamento del processo di unificazione territoriale, come nel caso della guerra del 1866 contro l'Impero austriaco. In secondo luogo, assunsero crescente importanza gli investimenti in opere pubbliche, in particolare nello

³G. Della Torre, Collocamento del debito pubblico e sistema creditizio in Italia (1861-1914), in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, p. 453.

sviluppo della rete ferroviaria, che a partire dalla metà degli anni Sessanta rappresentò uno dei principali capitoli di spesa pubblica⁴.

Nel complesso, il debito pubblico del Regno d'Italia passò da un livello già significativo negli anni precedenti l'Unità, pari circa il 20% del Pil nel 1858, a valori molto più elevati nei primi anni del nuovo Regno. Tra il 1861 e il 1863 lo stock di debito raggiunse circa il 50% del Pil, per poi crescere ulteriormente fino a collocarsi tra il 100% e il 110% del Pil nel periodo compreso tra il 1882 e il 1900. Solo alla vigilia della Prima guerra mondiale si registrò una riduzione significativa, con un rapporto debito/Pil pari al 72% nel 1913, dovuta in larga misura alla sostenuta crescita del Pil durante l'età giolittiana, più che a una significativa diminuzione del debito in valore assoluto, che rimase elevato ma relativamente più sostenibile⁵.

I primi due decenni postunitari furono particolarmente critici per la stabilità finanziaria del Paese. Come evidenziato da Giuseppe Conti, il rischio che l'intera costruzione statale potesse "naufragare sullo scoglio finanziario"⁶ era concreto, anche alla luce della tendenziale insostenibilità del debito, che non invertì la propria dinamica fino al 1873.

In risposta a tale situazione, i governi della Destra storica adottarono una politica di rigore finanziario volta al riequilibrio dei conti pubblici. Tra le principali misure si ricordano la riforma fiscale del 1864, con l'introduzione dell'imposta sulla ricchezza mobile, e una serie di interventi istituzionali finalizzati al rafforzamento della capacità di raccolta del risparmio interno⁷.

⁴G. Conti, Il pendolo del debito pubblico italiano: illusione fiscale e consenso sociale in una prospettiva storica (1861-2000), in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, p. 482.

⁵G. Della Torre, Collocamento del debito pubblico e sistema creditizio in Italia (1861-1914), in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, p. 453.

⁶F. Chabod, Storia della politica estera italiana dal 1870 al 1896, Bari 1951, p. 491, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, p. 482.

⁷Ibidem, p. 482.

In questo contesto si inserisce il ruolo fondamentale del sistema creditizio, che tuttavia, al momento dell'Unità, si presentava arretrato. Esso era caratterizzato dalla prevalenza della circolazione di monete metalliche, da un numero limitato di banche di deposito e dalla diffusione di case bancarie private, attive principalmente come intermediari tra risparmiatori e prenditori di fondi, ma non ancora in grado di svolgere una piena funzione di trasformazione del risparmio, segno di un sistema ancora distante dai modelli di intermediazione moderna.

L'insufficiente sviluppo del sistema creditizio nazionale ebbe conseguenze dirette sulle modalità di finanziamento del debito pubblico. In particolare, la dimensione del debito del Tesoro risultava di gran lunga superiore rispetto alla capacità di intermediazione delle istituzioni finanziarie interne. Ciò rese necessario il ricorso ai mercati esteri e, soprattutto, alle grandi case finanziarie internazionali. Un ruolo centrale fu svolto dalla casa Rothschild di Parigi, presso la quale operava una delegazione del Tesoro italiano.

Il collocamento del debito pubblico avveniva secondo un meccanismo articolato in due fasi. In un primo momento, lo Stato emetteva titoli di rendita che venivano venduti direttamente a grandi intermediari finanziari esteri, prevalentemente francesi. Successivamente, questi ultimi collocavano i titoli sui mercati favorendone in parte il rientro in Italia attraverso l'intermediazione delle case bancarie nazionali, che li rivendevano ai risparmiatori interni. Tale processo può essere interpretato come una forma indiretta di mobilitazione del risparmio nazionale, mediata da operatori esteri. La quota di debito pubblico all'estero risultava significativa: le stime basate sul pagamento delle cedole indicano che tra un quarto e un terzo della rendita italiana rimase in mano a investitori stranieri fino alla fine del XIX secolo⁸.

⁸G. Della Torre, Collocamento del debito pubblico e sistema creditizio in Italia (1861-1914), in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, pp. 453-454.

Tuttavia, nel tempo si osservò una progressiva “nazionalizzazione” del debito, favorita sia dal rientro dei titoli, sia da politiche pubbliche volte a rafforzare il mercato finanziario interno.

In conclusione, la formazione del debito pubblico nello Stato unitario italiano fu il risultato di una combinazione di fattori strutturali tra cui l’eredità preunitaria, le esigenze legate all’edificazione amministrativa e infrastrutturale del nuovo Regno, le debolezze del sistema creditizio e di scelte politiche orientate alla salvaguardia della credibilità finanziaria.

1.2 DALLA DIPENDENZA ESTERA ALLA STABILIZZAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO

Tra la fine dell’Ottocento e l’inizio del Novecento, la gestione del debito pubblico italiano fu caratterizzata da un cambiamento strutturale di grande rilievo: il passaggio da un debito largamente collocato all’estero a un debito progressivamente assorbito e stabilizzato all’interno del sistema economico nazionale. Questo processo, tutt’altro che spontaneo, fu il risultato di un insieme coerente di politiche finanziarie, istituzionali e monetarie volte a rafforzare la capacità interna di finanziamento del debito del Tesoro.

Un primo indicatore di tale trasformazione è rappresentato dal “rientro” del debito dall’estero, evidente nella dinamica delle cedole pagate fuori dai confini nazionali, che registrano una “pronunciata riduzione dal 1893”⁹. L’evoluzione di questa componente riflette alcune fasi ben distinte: dopo livelli elevati nei primi anni postunitari (1861-1863), dovuti al massiccio ricorso ai mercati finanziari internazionali, si osserva un progressivo ridimensionamento, con un minimo nel 1874, legato nuovamente all’afflusso dei titoli in Italia. Negli anni successivi,

⁹V. Zamagni, Una rettifica, p. 340, in G. De Luca, A. Moiola (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, p. 458.

episodi come il ricorso al debito per l'abolizione del corso forzoso (1881-1882) e la crisi finanziaria (1891-1893) determinarono nuove fuoriuscite di capitali, prima di una stabilizzazione che si consolidò alla vigilia della conversione della rendita del 1906¹⁰.

La riduzione della dipendenza dall'estero fu resa possibile dalla costruzione di un articolato sistema di meccanismi finanziari e istituzionali volti a favorire la detenzione interna dei titoli pubblici. Come evidenziato da Giuseppe Della Torre, tali interventi che comprendevano la creazione di istituzioni creditizie, l'introduzione di norme regolamentari e l'organizzazione della raccolta del risparmio erano finalizzati a garantire la "stabile detenzione dei titoli pubblici all'interno dell'economia"¹¹. In questa prospettiva, il problema del debito veniva affrontato non solo in termini di collocamento ma soprattutto di distribuzione e permanenza dei titoli tra i diversi soggetti economici.

In questo quadro si afferma il concetto di debito "istituzionalizzato", inteso come la quota di debito detenuta dalle "unità creditizie e previdenziali che costituiscono per la loro natura pubblica, o per essere condizionate dai provvedimenti e dalla moral suasion delle autorità di politica economica, un nucleo stabile di sottoscrittori"¹². Tra essi rientravano gli istituti di emissione, le Casse di Risparmio Postali, la Cassa Depositi e Prestiti e gli istituti previdenziali, il cui ruolo risultò decisivo nel ridurre la volatilità del mercato e nel contenere il ricorso ai capitali esteri.

Parallelamente, si svilupparono diverse modalità di finanziamento del debito del Tesoro. Il finanziamento monetario, particolarmente rilevante dopo l'introduzione

¹⁰Ibidem, p. 458.

¹¹G. Della Torre, Collocamento del debito pubblico e sistema creditizio in Italia (1861-1914), in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, pp. 458-459.

¹²A. Confalonieri, Aspetti della politica del debito pubblico in "Moneta e Credito" 19-20 (1952), pp. 275-277, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, p. 459.

del corso forzoso nel 1866, conobbe una fase iniziale di espansione significativa: la circolazione dei biglietti di Stato aumentò da 169 milioni nel 1866 a 790 milioni nel 1874¹³. Tuttavia, con il ritorno a condizioni monetarie più stabili, tale strumento venne progressivamente ridimensionato, mantenendosi su livelli contenuti fino al 1914. Nel complesso, la monetizzazione del debito rimase limitata: nel 1876 la quota di debito non rappresentata da titoli scese infatti a “quasi il 10% del totale”¹⁴.

Un ulteriore canale di sostegno fu rappresentato dall’azione degli istituti di emissione, in particolare attraverso le anticipazioni concesse al sistema bancario contro garanzia di titoli pubblici. L’importanza di questo meccanismo emerge dall’aumento dei depositi cauzionali, che passarono dallo 0,4% del debito totale negli anni 1894-1898 al 2,0% nel periodo 1909-1914, segnalando un crescente utilizzo dei titoli pubblici come strumento di garanzia e, quindi, una loro più ampia integrazione nel sistema finanziario¹⁵.

Il ruolo più significativo nel processo di nazionalizzazione del debito fu tuttavia svolto dalla Cassa Depositi e Prestiti (CDP) e dalle Casse di Risparmio Postali, che permisero di mobilitare il risparmio interno su larga scala. L’istituzione del risparmio postale nel 1875, unita alla diffusione capillare degli uffici postali, alla garanzia statale e all’elevata liquidità dei depositi, favorì una forte espansione della raccolta, anche tra i piccoli risparmiatori. Particolarmente rilevante fu la possibilità, per le Casse Postali, di acquistare e amministrare titoli pubblici per conto dei depositanti, un canale ritenuto efficace perché la rendita “finita in provincia,

¹³Ivi p. 460.

¹⁴G. Conti, *Il pendolo del debito pubblico italiano: illusione fiscale e consenso sociale in una prospettiva storica (1861-2000)*, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX*, p. 483.

¹⁵G. Della Torre, *Collocamento del debito pubblico e sistema creditizio in Italia (1861-1914)*, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX*, p. 460.

acquistata nei centri minori e dai meno agiati, avesse stabile collocamento finendo di pesare sulle Borse”¹⁶.

A ciò si aggiunsero specifici vincoli normativi che indirizzavano le risorse verso il finanziamento del debito pubblico. Tra questi, la legge del 1895 impose alla Cassa Depositi e Prestiti l’obbligo di investire almeno il 50% della raccolta postale in titoli di Stato, mentre ulteriori disposizioni estesero tale obbligo anche agli istituti di previdenza amministrativi. L’efficacia di questo sistema emerge chiaramente dai dati: i finanziamenti della CDP al Tesoro passarono da circa l’1% del debito totale nel 1863 al 22% nel 1913, evidenziando il crescente peso delle istituzioni interne nel sostegno alla finanza pubblica¹⁷.

Queste trasformazioni si riflettono anche nell’andamento complessivo del debito tra il 1885 e il 1913. Secondo gli andamenti di finanza pubblica tratti dal volume di Francesco Repaci¹⁸, in una prima fase (1885-1897) si registra un aumento del rapporto debito/Pil, che passa dal 99% al 117%; successivamente (1897-1913) si osserva una riduzione progressiva fino al 71%¹⁹. In termini assoluti, tra il 1885 e il 1905 il debito crebbe di circa 2.300 milioni passando da 12.000 a 14.300 milioni, in linea con l’andamento dei disavanzi di bilancio²⁰.

In conclusione, nel periodo compreso tra la fine del XIX secolo e la vigilia della Prima guerra mondiale, il debito pubblico italiano assunse una configurazione più stabile e meno dipendente dai capitali esteri. Il processo di istituzionalizzazione del debito, fondato sul ruolo crescente delle istituzioni finanziarie nazionali e sulla mobilitazione del risparmio interno, rappresentò un passaggio cruciale per il

¹⁶Ivi, p. 461.

¹⁷Ivi, p. 462.

¹⁸F.A. Repaci, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, Bologna 1962, in R. Artoni, S. Biancini, *Il debito pubblico dall’Unità a oggi*, 2004, p. 283.

¹⁹R. Artoni, S. Biancini, *Il debito pubblico dall’Unità a oggi*, 2004, p. 284.

²⁰Ivi, pp. 285-286.

consolidamento della finanza pubblica, contribuendo a rafforzare la capacità dello Stato di sostenere il proprio indebitamento in modo più autonomo e duraturo.

1.3 IL DEBITO NEL PERIODO TRA LE DUE GUERRE

Il periodo tra la Prima e la Seconda Guerra mondiale rappresenta una fase di profonda discontinuità nella dinamica del debito pubblico italiano, un periodo caratterizzato da forti oscillazioni dovute a eventi straordinari e a mutamenti macroeconomici di ampia portata. L'impatto della Prima guerra mondiale determinò un'espansione eccezionale dell'indebitamento: il rapporto debito/Pil passò da 71 nel 1913 a 99 alla fine del conflitto, fino a raggiungere il massimo storico di 160 nel 1920²¹. Tale dinamica fu in larga misura legata al ricorso al debito estero, soprattutto verso i paesi alleati, il cui peso risultò determinante all'aumento complessivo dello stock, mentre la svalutazione della lira contribuì ad accrescere ulteriormente il valore del debito estero, denominato in lire-oro che "raggiunse una quota attorno alla metà dell'intero"²².

Un elemento centrale per comprendere questa fase è il ruolo dell'inflazione, che agì come fattore di attenuazione del peso reale del debito. L'indice dei prezzi registrò infatti un incremento molto marcato, passando da 100 nel 1914 a 310 nel 1919 e a 600 nel 1926²³. In questo contesto, la crescita del prodotto a prezzi correnti superò il costo del servizio del debito, consentendo allo Stato di sostenere disavanzi anche consistenti senza un corrispondente aumento della spesa per interessi. Non a

²¹R. Artoni, S. Biancini, Il debito pubblico dall'Unità a oggi, in P. Ciocca, G. Toniolo (a cura), Storia economica d'Italia, 2004, p. 306.

²²V. Zamagni, Il debito pubblico italiano 1861-1946, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, p. 484.

²³G. Mastromatteo, Il classamento del debito pubblico e le politiche finanziarie tra le due guerre, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, p. 603.

caso, “il debito non pose problemi immediati di sostenibilità fino al 1927”²⁴, proprio grazie agli effetti congiunti di inflazione e crescita nominale. Tale assetto fu accompagnato da un ricorso esteso al debito a breve termine e alla creazione monetaria, che portarono a una dinamica definita come una “spirale di crescita monetaria, inflazione e debito fluttuante”²⁵. In questa fase, è importante notare che, mentre il debito complessivo cresceva rapidamente, il debito interno rimase relativamente stabile in rapporto al prodotto nel periodo 1914-1924, raggiungendo un massimo pari all’82% nel 1919, ciò indica che l’aumento del rapporto debito/Pil fu determinato soprattutto dalla componente estera²⁶.

Nel corso degli anni Venti, l’attenzione della politica economica si spostò progressivamente verso il riequilibrio della finanza pubblica e la stabilizzazione monetaria. Dopo una fase iniziale di forte instabilità, il processo culminò nel 1926 con la sistemazione dei debiti di guerra e il consolidamento del debito a breve termine. In seguito a tali interventi, il rapporto debito/Pil subì una drastica riduzione, scendendo fino a circa il 50%²⁷. Questo risultato fu reso possibile non solo dalla ristrutturazione del debito estero, ma anche da una significativa contrazione del debito interno, che nella serie di Zamagni scese fino al 55 nel 1925²⁸. La riduzione del debito fu inoltre accompagnata da politiche fiscali restrittive, basate sul contenimento della spesa pubblica e sulla razionalizzazione

²⁴G. Conti, Il pendolo del debito pubblico italiano: illusione fiscale e consenso sociale in una prospettiva storica (1861-2000), in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX*, p. 484.

²⁵G. Mastromatteo, Il classamento del debito pubblico e le politiche finanziarie tra le due guerre, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX*, p. 609.

²⁶R. Artoni, S. Biancini, Il debito pubblico dall’Unità a oggi, in P. Ciocca, G. Toniolo (a cura di), *Storia economica d’Italia*, 2004, p. 307.

²⁷G. Mastromatteo, Il classamento del debito pubblico e le politiche finanziarie tra le due guerre, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX*, p. 605.

²⁸R. Artoni, S. Biancini, Il debito pubblico dall’Unità a oggi, in P. Ciocca, G. Toniolo (a cura di), *Storia economica d’Italia*, 2004, p. 307.

delle entrate, che contribuirono al ritorno all'avanzo primario nella seconda metà degli anni Venti²⁹.

Tuttavia, la stabilizzazione non si tradusse in un equilibrio duraturo. Tra il 1926 e il 1934 si assistette a un nuovo deterioramento degli indicatori di sostenibilità: il rapporto debito/Pil aumentò dal 50% nel 1926 fino all'88% nel 1934³⁰, mentre la spesa per interessi passò dal 2% al 6% del prodotto³¹. Tale andamento fu determinato principalmente dal rallentamento dell'economia, aggravato da politiche deflazionistiche che ridussero il prodotto interno. In altre parole, anche senza un forte aumento del debito in valore assoluto, la sua sostenibilità peggiorò perché l'economia cresceva poco o addirittura diminuiva. In questa fase, inoltre, si accentuarono le difficoltà di gestione del debito attraverso strumenti di mercato, portando a interventi amministrativi e a operazioni di conversione forzata che ebbero effetti negativi sulla fiducia degli investitori.

A partire dalla metà degli anni Trenta, la dinamica del debito fu sempre più influenzata dalle esigenze della politica economica del regime e dalla preparazione bellica. Tra il 1935 e il 1939 il rapporto debito/Pil registrò una riduzione di circa sette punti, grazie a un tasso medio di crescita del prodotto superiore al 10%, nonostante il peggioramento del saldo primario dovuto alle spese per le campagne coloniali. Durante la Seconda guerra mondiale, l'evoluzione del debito fu caratterizzata da una forte espansione del disavanzo e da un'intensa inflazione, che determinò un aumento del prodotto nominale e, al contempo, una riduzione del costo reale del debito. Il costo medio nominale si mantenne intorno all'1% del Pil,

²⁹G. Mastromatteo, Il classamento del debito pubblico e le politiche finanziarie tra le due guerre, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX*, p. 608.

³⁰G. Conti, Il pendolo del debito pubblico italiano: illusione fiscale e consenso sociale in una prospettiva storica (1861-2000), in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX*, p. 485.

³¹G. Mastromatteo, Il classamento del debito pubblico e le politiche finanziarie tra le due guerre, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX*, p. 608.

grazie a tassi di interesse reali negativi, contribuendo a una significativa diminuzione del rapporto debito/Pil, che raggiunse il 40% nel 1946, il valore più basso dall'Unità³².

Nel complesso, il periodo tra le due guerre evidenzia il ruolo decisivo dei fattori macroeconomici, in particolare inflazione, crescita nominale e cicli economici, nella determinazione della sostenibilità del debito pubblico. Le politiche adottate consentirono in più fasi di contenere il peso dell'indebitamento, ma spesso attraverso strumenti straordinari e non replicabili nel lungo periodo, confermando come le vicende belliche abbiano rappresentato il fattore determinante di tutte le crisi di finanza pubblica del Paese.

³²Ivi, p. 605.

IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO NEL SECONDO DOPOGUERRA: RICOSTRUZIONE E SVILUPPO ECONOMICO

2.1 IL DEBITO PUBBLICO NEGLI ANNI DELLA RICOSTRUZIONE (1945-1960)

Il periodo che va dal 1945 al 1960 rappresenta per l'Italia un momento cruciale nella gestione del debito pubblico e nella definizione di un modello di finanza pubblica efficace. Secondo Ignazio Musu, gli anni 1948-1962 possono essere considerati “l'età dell'oro” della finanza italiana, grazie alla coerenza della politica economica dei governi centristi e alla stretta collaborazione con la Banca d'Italia guidata da Donato Menichella. L'obiettivo principale consisteva nel favorire gli investimenti privati e lo sviluppo del sistema economico, garantendo al contempo stabilità monetaria e pareggio della bilancia dei pagamenti³³.

A seguito del forte incremento del debito pubblico registrato durante il conflitto bellico, l'evoluzione intervenuta tra il 1947 e 1963 può essere distinta in due fasi principali.

³³F. Balletta, Debito pubblico ed efficienza del mercato finanziario in Italia nella seconda metà del Novecento, in G. De Luca, A. Moioli (a cura di), Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX, Milano, 2007, p. 633.

Nel primo periodo (1947-50), nel contesto dei governi guidati da Alcide de Gasperi e sotto l'influenza dell'azione di Luigi Einaudi, governatore della Banca d'Italia fino al 1948, la gestione del debito fu orientata prevalentemente verso l'emissione di titoli a breve termine, collocati in larga misura presso il sistema bancario, al fine di contenere l'inflazione e limitare il ricorso alla creazione di base monetaria. Tale orientamento fu favorito anche dai provvedimenti nel 1947 e nel 1948, che ridussero le anticipazioni della Banca d'Italia al Tesoro. I titoli a medio-lungo termine vennero invece destinati prevalentemente al finanziamento degli investimenti pubblici e delle infrastrutture necessarie alla ricostruzione³⁴.

Per comprendere tale evoluzione, è opportuno richiamare la delicata situazione economico-finanziaria dell'Italia nel periodo immediatamente successivo alla Seconda Guerra mondiale. In particolare, l'indice dei prezzi all'ingrosso passò da 2.600 nel 1945 a 5.400 nel 1946, raggiungendo quota 6.200 alla fine del 1947, a testimonianza di una forte pressione inflazionistica. In questo contesto, il ministro del Tesoro del governo Bonomi, Marcello Soleri, adottò una decisione particolarmente significativa per frenare l'inflazione: l'emissione del cosiddetto "prestito della liberazione", costituito da buoni del Tesoro quinquennali al saggio del 5% e al prezzo di 97,5 lire per 100 lire di valore nominale.

L'operazione, intrapresa nonostante il dissenso di industriali e banchieri, consentì di raccogliere complessivamente 106 miliardi di lire, di cui il 68% sottoscritto dai privati, il 25% dalle banche e dalle società finanziarie e assicurative, e il restante 13% dalle società commerciali e industriali. Tale risultato rappresentò, secondo Einaudi, allora governatore della Banca d'Italia, un "plebiscito dei risparmiatori a favore del governo dell'Italia risorta" e segnò l'avvio della

³⁴Ivi, p. 634.

riattivazione del libero mercato finanziario, interrompendo il precedente monopolio degli istituti di credito sul fabbisogno statale³⁵.

Parallelamente, Soleri perseguì due obiettivi strategici: il contenimento dell'inflazione e l'avvio di un processo redistributivo della ricchezza. Sul primo fronte, si oppose alla stampa di nuova cartamoneta, aumentò la pressione tributaria e sostenne l'abolizione del prezzo politico del pane, riducendo così oneri inutili a carico dello Stato e contribuendo al rafforzamento della moneta. Sul piano redistributivo, promosse l'avocazione allo Stato dei profitti di guerra e progettò un'imposta progressiva sul patrimonio, che non poté essere realizzata a causa del suo prematuro decesso nel luglio 1945 e delle successive sostituzioni alla guida del Tesoro da parte di Federico Ricci ed Epicarmo Corbino.

Un secondo intervento di rilievo fu rappresentato dal “prestito per la ricostruzione”, lanciato dal secondo governo De Gasperi nell'ottobre 1946. I titoli, redimibili in trent'anni, furono collocati al prezzo di 97,5 lire con un saggio di interesse del 3,5%, inferiore di 1,5 punti rispetto al prestito Soleri, e godevano di un'esenzione fiscale senza obbligo di denuncia. Il Tesoro poté così ottenere liquidità per il pagamento dei debiti verso le imprese senza ricorrere a un ulteriore incremento della pressione fiscale.

Il ricavato complessivo ammontò a 112 miliardi di lire in contante, cui si aggiunse una quota derivante dalla trasformazione dei precedenti buoni del Tesoro poliennali e novennali, portando il totale raccolto a 231 miliardi di lire. La Banca d'Italia contribuì in maniera determinante alla riuscita dell'operazione, convogliando le ingenti disponibilità liquide accumulate nel sistema bancario verso il prestito e garantendo la stabilità monetaria. In tal senso, appaiono particolarmente significative le parole di Luigi Einaudi: “la riduzione dell'attività industriale a

³⁵F. Balletta, *Mercato finanziario, istituzioni e debito pubblico in Italia nella seconda metà del Novecento*, 2004, p. 18.

livelli sempre minori fino a toccare minimi intorno all'epoca di emissione del prestito, avevano contribuito a costruire presso le banche ingenti disponibilità liquide, in gran parte riservata nei conti correnti presso la Banca d'Italia, che trovano impiego nel prestito”³⁶.

Nei primi mesi del 1947, quando ormai l'inflazione continuava ad erodere il potere d'acquisto della moneta, diversi studiosi attribuirono alla Banca d'Italia la responsabilità di non adottare misure adeguate per contenere l'espansione dell'emissione di biglietti. Di fronte a questa situazione, Einaudi impostò una politica di stabilizzazione monetaria fondata sulla contrazione del credito bancario e sulla riduzione della cartamoneta in circolazione. La misura, realizzata attraverso il vincolo delle riserve obbligatorie presso la Banca d'Italia, frenò l'inflazione e contribuì a stabilizzare i cambi con l'estero; pur generando una temporanea recessione nell'economia reale, essa pose le basi per una rapida ripresa della produzione già a partire dal 1948³⁷.

L'aumento delle spese pubbliche, superiore alla crescita delle entrate, determinò un ampliamento del disavanzo del bilancio dello Stato, che passò da 363 miliardi di lire nel 1946 a 915 miliardi nel 1948, per poi ridursi a 177 miliardi nel 1950. Nello stesso periodo il debito complessivo quadruplicò, salendo da circa 1.000 a 4.000 miliardi di lire, mentre il rapporto con il Pil aumentò dal 40% al 45%. Tra il 1948 e il 1950 la struttura del debito si orientò progressivamente verso strumenti a breve termine, con una crescente diffusione dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT). Alla diminuzione dei titoli consolidati, che passarono dal 39% del totale nel 1947 al 18% nel 1951, corrispose infatti l'aumento dei BOT, la cui quota salì dal 41% al 54% del debito complessivo³⁸.

³⁶Ivi, pp. 20-22.

³⁷Ivi, p. 23.

³⁸Ivi, pp. 29-31.

Questa strategia fu sostenuta sia da Luigi Einaudi sia da Donato Menichella, divenuto governatore della Banca d'Italia nel 1948, dopo l'elezione di Einaudi a presidente della Repubblica. Secondo tale imposizione, il ricorso al debito a breve termine consentiva di finanziare il fabbisogno pubblico attraverso il risparmio privato, mentre le emissioni a lungo termine avrebbero dovuto essere destinate principalmente al sostegno degli investimenti pubblici.

La preferenza degli investitori per i titoli a breve, accentuata dall'instabilità dei tassi d'interesse e dell'inflazione del periodo 1945-1950, contribuì ad accrescere il peso del debito flottante. I rendimenti dei BOT oscillavano infatti tra il 2,83% e il 5,26%, mentre quelli dei titoli a lungo termine si collocavano tra il 5,83% e il 6,43% rendendo più complesso il collocamento di emissioni a lunga scadenza. In questo contesto, il ricorso frequente ai titoli a breve introdusse comunque un elemento di stabilità nella gestione del debito, grazie anche al contenuto livello dei tassi di interesse. Il debito flottante, escluso il ricorso diretto alla Banca d'Italia, aumentò così dal 29% del totale nel 1945 al 57% nel 1950.

La stabilità del mercato dei titoli fu favorita anche dalla composizione dei sottoscrittori. Nel 1949 circa il 44% dei BOT risultava detenuto da banche ordinarie private, Banca d'Italia e istituzioni finanziarie pubbliche, riducendo il rischio di improvvise richieste di rimborso. Tra il 1947 e il 1951 la quota dei titoli di Stato detenuta dalle banche salì dal 12% al 20%, mentre quella del settore privato, pur restando prevalente, diminuì dal 64% al 58%. Il ricorso ai BOT offriva, inoltre, al Tesoro il vantaggio di tassi di interesse inferiori rispetto ai titoli a lungo termine, anche se l'emissione continuativa di questi strumenti riduceva in parte il controllo sui canali di finanziamento e limitava il ricorso allo scoperto di conto corrente presso la Banca d'Italia. Nel complesso, tuttavia, negli anni Cinquanta gli effetti restrittivi legati all'assorbimento di liquidità furono contenuti contribuendo a mantenere relativamente stabile la gestione del debito pubblico nel periodo della

ricostruzione. Le conseguenze di tale struttura si manifestarono in misura più significativa nel decennio successivo³⁹.

Nel secondo periodo (1950-1963), caratterizzato da disavanzi più contenuti e da una crescita economica sostenuta, il peso del debito pubblico in rapporto al Pil diminuì progressivamente. I titoli a breve continuarono a essere assorbiti soprattutto dalle banche, mentre le emissioni a lungo termine furono utilizzate per sostenere gli investimenti statali. In questo contesto, si delineò un modello finanziario peculiare, contraddistinto dal ruolo dominante del sistema bancario, dalla debolezza relativa del mercato azionario e da una forte interazione tra finanziamento del disavanzo pubblico e sostegno finanziario alle imprese.

Il controllo pubblico sui mercati finanziari rimase elevato, anche per evitare effetti destabilizzanti sul valore della moneta e sui titoli di Stato. La politica monetaria affidata alla Banca d'Italia influenzò direttamente credito, risparmio e consumi, contribuendo alla stabilità dei prezzi e del potere d'acquisto, ritenuta essenziale per la stabilità politica e sociale del Paese⁴⁰.

Nel complesso, tra la fine degli anni Quaranta e i primi anni Sessanta, il debito pubblico fu gestito alternando emissioni a breve e medio-lungo termine in funzione delle condizioni di liquidità del mercato e delle esigenze di bilancio. La crescente partecipazione delle banche e delle istituzioni finanziarie all'acquisto dei titoli favorì una maggiore stabilità del collocamento, mentre il ruolo dei risparmiatori privati diminuì progressivamente. Questo assetto contribuì a sostenere la ricostruzione e lo sviluppo economico, mantenendo al contempo sotto controllo gli equilibri monetari.

³⁹Ivi, pp. 31-33.

⁴⁰F. Balletta, Debito pubblico ed efficienza del mercato finanziario in Italia nella seconda metà del Novecento, cit., p. 634.

2.2 L'INSTABILITÀ DEI MERCATI FINANZIARI E LA STRUTTURA DELLA FINANZA PUBBLICA (1963-1970)

Il periodo compreso tra il 1963 e il 1970 fu caratterizzato da una crescente instabilità dei mercati finanziari e da una progressiva trasformazione della struttura della finanza pubblica italiana. Secondo la periodizzazione proposta da Francesco Balletta, tali anni possono essere suddivisi in due fasi: una prima fase di crisi e rafforzamento dell'intervento pubblico (1963-1965) e una seconda fase (1966-1970) contrassegnata dalla formazione di disavanzi strutturali e da un maggiore ricorso all'indebitamento statale.

Alla base di questa evoluzione vi fu il rallentamento della crescita economica dei primi anni Sessanta, determinato da un aumento della domanda interna superiore alla crescita degli investimenti, che provocò un incremento delle importazioni e il conseguente disavanzo della bilancia dei pagamenti. In presenza dei cambi fissi stabiliti nell'ambito dell'Accordo Monetario Europeo (AME)⁴¹, la Banca d'Italia fu costretta a intervenire frequentemente sul mercato dei cambi mediante acquisti e vendite di valuta che, da un lato, riducevano le risorse auree e, dall'altro, immettevano nuova liquidità nel sistema alimentando pressioni inflazionistiche⁴².

Nel 1962, dei oltre 1.600 miliardi di lire di titoli a reddito fisso emessi, più della metà fu acquistata dagli intermediari finanziari e dalla stessa Banca d'Italia, determinando un'ulteriore immissione di moneta nel sistema economico. Tale espansione della liquidità fu esplicitamente giustificata nella relazione dell'istituto centrale, guidato dal governatore Guido Carli, come intervento necessario per

⁴¹Con l'espressione Accordo Monetario Europeo (AME) si intende un'istituzione internazionale creata nel 1955, che ha avuto come obiettivo quello di promuovere la cooperazione monetaria e valutaria tra i paesi europei volta a favorire la stabilità dei cambi e la progressiva liberalizzazione dei pagamenti internazionali.

⁴²F. Balletta, Mercato finanziario, istituzioni e debito pubblico in Italia nella seconda metà del Novecento, 2004, p. 59.

sostenere il processo produttivo in una fase caratterizzata da forti pressioni sui costi, a sua volta legata a un sensibile aumento dei salari industriali.

In particolare, la Banca d'Italia sottolineò che l'aumento dei prezzi registrato nel 1962 rendeva inevitabile un adeguato sostegno monetario, al fine di evitare effetti negativi sulla continuità dello sviluppo economico. Come affermò lo stesso Carli, "di fronte all'aumento dei costi manifestandosi nel corso del 1962 e della non evitabile proiezione di esso sui prezzi, l'istituto di emissione ha creduto di assolvere ai propri compiti immettendo liquidità nel sistema in misura sufficiente a finanziare il processo produttivo che si svolgeva a prezzi crescenti, per evitare incidenze sfavorevoli sulla continuità dello sviluppo"⁴³.

Tuttavia, nella stessa relazione veniva evidenziato anche il carattere eccezionale di tale intervento e i rischi connessi a un'eccessiva espansione monetaria. La Banca d'Italia precisò infatti che ulteriori iniezioni di liquidità, in presenza di domande di capitale non coordinate tra settore pubblico e privato e superiori al risparmio disponibile, avrebbero potuto determinare un aumento della domanda eccedente le capacità dell'offerta interna, con il conseguente rischio di disavanzi nei rapporti con l'estero e di una riduzione delle riserve valutarie incompatibile con le esigenze di un'economia fortemente integrata nei mercati internazionali.

Nel 1963 la Banca d'Italia adottò misure espansive per sostenere il credito alle imprese impegnate nelle importazioni, riducendo l'obbligo di riserva delle banche dal 25% al 22% e autorizzando posizioni debitorie nette verso l'estero. Parallelamente, i saggi di interesse furono mantenuti su livelli contenuti: tra il 1963 e il 1965 il tasso ufficiale di sconto fu pari al 3,5%, quello sui BOT al 3,6% e il rendimento dei depositi bancari al 3,7%.

⁴³Ivi, p. 60.

Tuttavia, l'aggravarsi delle tensioni inflazionistiche spinse la Banca d'Italia a una successiva stretta creditizia. Nel 1963 fu stipulato un prestito di un miliardo di dollari con la Federal Reserve statunitense per rafforzare le riserve valutarie, mentre l'aumento del costo del denaro mirò a limitare la creazione di base monetaria. La manovra determinò una riduzione dell'inflazione e il riequilibrio della bilancia dei pagamenti, ma provocò anche un rallentamento della crescita economica.

Per contrastare tale rallentamento, i governi di centrosinistra avviarono una politica di espansione della spesa pubblica, soprattutto per infrastrutture sociali, pari al 1,6 punti percentuali del Pil nel 1964⁴⁴. L'effetto fu un aumento del disavanzo: le entrate statali passarono da 5.412 miliardi nel 1963 a 7.724 miliardi nel 1965, mentre le spese crebbero da 6.110 a 8.484 miliardi, con un disavanzo che salì da 698 a 740 miliardi di lire. Come osserva Mauro Visaggio, "il compromesso fra le componenti governative produce un netto peggioramento del saldo totale", poiché l'espansione della spesa non fu accompagnata da un adeguato aumento delle entrate⁴⁵.

Nonostante il peggioramento dei conti pubblici, il debito rimase relativamente contenuto in rapporto al Pil, passando dal 28% nel 1963 al 31% nel 1966. La struttura dell'indebitamento evidenziava la prevalenza della raccolta postale, che rappresentava circa il 29% del debito nel 1963 e il 28% nel 1965, seguita dai titoli a lungo termine (dal 21% al 23%), dai titoli a medio termine, come BOT e BTE⁴⁶ (dal 16% al 14%), e dagli impieghi bancari, che aumentarono dal 10% al 12%. Nel medesimo periodo la Banca d'Italia possedeva tra il 18% e il 19% del debito complessivo, principalmente sotto forma di anticipazioni a breve termine, mentre la quota detenuta dal settore privato scese dal 41% nel 1963 al 38,7% nel

⁴⁴Ivi, p. 61.

⁴⁵Ivi, p. 62.

⁴⁶La sigla BTE sta per Buono del Tesoro in ECU, che era un titolo di stato emesso in Italia.

1965. Gli intermediari finanziari, prevalentemente banche, detenevano tra il 20% e il 22% dei titoli pubblici, con una netta prevalenza dei titoli a medio termine⁴⁷.

La seconda fase, compresa tra il 1966 e il 1970, fu caratterizzata dalla trasformazione del disavanzo da fenomeno congiunturale a elemento strutturale della finanza pubblica. Nel biennio 1966-1968 la Banca d'Italia attuò una politica di stabilizzazione dei tassi di interesse, mantenendo il rendimento dei titoli di Stato intorno al 6,5% al fine di attrarre il risparmio privato e contenere l'esodo di capitali verso l'estero.

Tale strategia coinvolse soprattutto le banche, che aumentarono sensibilmente gli acquisti di titoli pubblici: il rapporto tra acquisti di titoli e depositi bancari raggiunse il 37,5% nel periodo 1965-1968, contro il 19% del quadriennio precedente. Parallelamente, il rapporto tra titoli pubblici detenuti da famiglie e imprese e Pil salì al 6% nel 1967, quasi raddoppiando rispetto al decennio precedente⁴⁸.

Nel 1966 si registrò temporaneamente un avanzo di bilancio di 26 miliardi di lire, ma già dal 1967 la politica dei bilanci neutrali fu abbandonata e il disavanzo tornò a crescere, passando da 849 miliardi nel 1967 a 1604 miliardi nel 1970.

Il contributo della Banca d'Italia al finanziamento del debito aumentò dal 13% nel 1967 al 21% nel 1969, con una forte crescita dei titoli a lungo termine detenuti dall'istituto, che passarono dal 4,3% al 13% del totale. In rapporto al Pil, il possesso dei titoli pubblici da parte della banca centrale raddoppiò dal 5% al 10% nello stesso periodo.

Dal 1969, tuttavia, la Banca d'Italia abbandonò la politica di sostegno ai titoli a reddito fisso per allineare i tassi italiani a quelli internazionali. Come sottolineò Guido Carli, "è sembrato opportuno sopprimere la possibilità per

⁴⁷Ivi, pp. 65-67.

⁴⁸Ivi, pp. 70-71.

l'economia di procurarsi la base monetaria in quantità teoricamente illimitate per mezzo di cessioni di titoli", al fine di contenere le tensioni inflazionistiche⁴⁹.

Sul piano della struttura del debito, tra il 1965 e il 1970 i titoli a lungo termine aumentarono dal 23% al 37% del totale, mentre il risparmio bancario salì dal 12% al 16%. In rapporto al Pil, l'indebitamento dello Stato crebbe dal 29% nel 1965 al 34% nel 1969, per poi ridursi al 33% nel 1970.

Si verificò inoltre un'inversione tra i principali canali di finanziamento: nel 1965 il risparmio postale rappresentava oltre il 10% del Pil contro l'8,5% dei titoli a lungo termine; nel 1970 i titoli a lungo termine salirono al 15% del Pil, mentre il risparmio postale scese all'8,7%⁵⁰.

L'instabilità della finanza pubblica si ripercosse anche sull'andamento dei mercati finanziari. Il mercato azionario rimase depresso per gran parte del decennio: assumendo base 100 nel 1961, l'indice delle quotazioni scese a 56 nel 1964, risali a 69 nel 1966 e a 75 nel 1969, per poi ridursi a 60 nel 1970.

La debolezza della borsa fu determinata dall'incertezza economica, dalla riduzione degli utili societari e dal disinteresse dei risparmiatori per gli investimenti azionari, come evidenziato dalla stampa economica dell'epoca che segnalava "l'assenza del risparmio dall'investimento in titoli azionari"⁵¹. Al contrario, i titoli pubblici a reddito fisso mantennero una maggiore attrattività, con rendimenti medi passati dal 5,8% nel 1969 al 7,7% nel 1970, mentre quelli azionari scesero dal 3,9 al 2,8%⁵².

Nel complesso, tra il 1963 e il 1970 la politica economica italiana passò da un modello fondato sul pareggio di bilancio a una gestione caratterizzata da disavanzi strutturali e crescente intervento pubblico. Come osserva Ignazio Musu,

⁴⁹Ivi, p. 71.

⁵⁰Ivi, p. 74.

⁵¹Ivi, pp. 79-81.

⁵²Ivi, p. 84.

“nel corso degli anni Sessanta si sono cominciate a porre le condizioni per il sorgere di disavanzi strutturali di bilancio e quindi per una espansione persistenti del debito pubblico”⁵³.

Nonostante ciò, il peso degli interessi rimase contenuto, passando dall’1,2% del Pil nel 1963 all’1,6% nel 1970, mentre l’inflazione oscillò tra il 9% del 1963 e l’1% del 1968, per poi risalire al 7,3% nel 1970.

L’interazione tra politica monetaria, crescita della spesa sociale e instabilità dei mercati finanziari determinò quindi una trasformazione della struttura della finanza pubblica, ponendo le basi per l’espansione del debito pubblico negli anni successivi⁵⁴.

2.3 DALLA STAGLAZIONE ALLA STABILIZZAZIONE: DEBITO PUBBLICO, INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA DELLA BANCA D’ITALIA (1971-1980)

Il decennio compreso tra il 1971 e il 1980 rappresenta la naturale prosecuzione delle dinamiche emerse alla fine degli anni Sessanta, quando il disavanzo pubblico aveva ormai assunto carattere strutturale e il ricorso al debito era diventato uno strumento ordinario di politica economica. Se nel paragrafo precedente si è evidenziato come l’instabilità finanziaria e l’espansione della spesa pubblica abbiano posto le basi per una crescita persistente dell’indebitamento, negli anni Settanta tali dinamiche si intensificarono sotto la spinta di shock internazionali, crisi energetiche e profonde trasformazioni della politica monetaria.

Come evidenziato da Francesco Ballestra, questo periodo può essere distinto in due fasi distinte: una prima, compresa tra il 1971 e il 1975, segnata dalla

⁵³Ivi, p. 78.

⁵⁴Ibidem, p. 78.

stagflazione e da una rapida espansione del debito pubblico; una seconda, dal 1976 al 1980, caratterizzata da una relativa stabilizzazione del rapporto debito/Pil, pur in presenza di livelli inflazionistici particolarmente elevati.

La prima fase fu fortemente condizionata da due eventi di portata internazionale. Il primo fu la decisione assunta dagli Stati Uniti nel 1971 di sospendere la convertibilità del dollaro in oro, che sancì la fine del sistema di Bretton Woods e aprì una fase di instabilità monetaria globale. Il secondo fu la crisi petrolifera del 1973, quando il prezzo del greggio aumentò da 2,5 a 11 dollari al barile, determinando un forte aumento dei costi energetici e una rapida accelerazione dell'inflazione⁵⁵.

Per l'Italia, già esposta alle fragilità ereditate dagli anni Sessanta, tali shock produssero effetti particolarmente intensi. Il peggioramento della bilancia dei pagamenti, la riduzione delle esportazioni e la fuga di capitali verso l'estero costrinsero la Banca d'Italia a uscire nel 1973 dal Serpente monetario europeo, ossia il sistema di oscillazione controllata dai cambi introdotto da alcuni Paesi europei per contenere la volatilità valutaria entro il 2,5%. La conseguente svalutazione della lira e l'espansione della base monetaria alimentarono ulteriormente la crescita dei prezzi.

L'aumento generalizzato dei prezzi ebbe effetti significativi anche sul debito pubblico. Da un lato, l'inflazione alimentò la propensione al risparmio delle famiglie, facilitando il collocamento dei titoli di Stato; dall'altro, la crescita della spesa pubblica, soprattutto nelle sue componenti sociali e salariali, non accompagnata da un corrispondente incremento delle entrate tributarie, determinò un marcato ampliamento del disavanzo di bilancio. In questo periodo, l'emissione di titoli pubblici superò il 50% del Pil.

⁵⁵Ivi, p. 87.

Tra il 1972 e il 1975 il governo intervenne con una serie di misure volte a contenere la crisi: svalutazione della lira fino al 9% per sostenere le esportazioni, incremento dell'indebitamento sui mercati internazionali, introduzione di vincoli ai movimenti di capitale e tentativi di controllo dei prezzi attraverso blocchi amministrativi e razionamenti energetici.

Nel 1973 fu, inoltre, introdotta l'Iva, riforma fiscale destinata a modernizzare il sistema tributario, ma che nell'immediato non riuscì a frenare la dinamica inflazionistica, la quale superò il 20%⁵⁶.

L'elemento più critico di questa fase fu la trasformazione dell'inflazione in stagflazione, ossia la compresenza di alta inflazione, rallentamento della crescita economica, aumento della disoccupazione e squilibri nella bilancia dei pagamenti.

In tale scenario, la Banca d'Italia, sotto la guida di Guido Carli, adottò una politica monetaria restrittiva. Il tasso di sconto fu innalzato dal 3,5% all'8%, mentre furono introdotti strumenti di controllo quantitativo del credito, come il vincolo di portafoglio, che obbligava le banche a investire una quota dei depositi in titoli di Stato, e i massimali agli impieghi, finalizzati a contenere il credito concesso alle grandi imprese⁵⁷. Come osserva Volpi, tali misure modificarono profondamente la struttura dei tassi di interesse, rendendo più remunerativi i depositi bancari rispetto ai titoli pubblici a lungo termine e rafforzando il legame tra sistema bancario e finanziamento del Tesoro.

Parallelamente, la Banca d'Italia incrementò in modo significativo l'acquisto di titoli di Stato, intervenendo anche nel mercato primario delle aste BOT dal 1975, con il risultato di accentuare la dipendenza del finanziamento pubblico della politica monetaria.

⁵⁶Ivi, pp. 88-89.

⁵⁷Ivi, p. 90.

La crescita della spesa corrente, in particolare per salari pubblici, sanità e previdenza, non fu accompagnata da un corrispondente aumento delle entrate, determinando un forte peggioramento dei saldi di bilancio. Le entrate dello Stato passarono da 14.000 a 32.000 miliardi di lire tra il 1971 e il 1975, mentre le spese aumentarono da 17 a 40 mila miliardi. Il disavanzo salì da circa 2 a 8 mila miliardi di lire, mentre il debito pubblico passò da 36 a oltre 83 mila miliardi.

In rapporto al Pil, il debito crebbe dal 45% al 47%, con un incremento relativamente contenuto grazie all'ascesa nominale del prodotto alimentata dall'inflazione, confermando la progressiva espansione già avviata nel decennio precedente⁵⁸.

Un ulteriore elemento di rilievo riguarda la composizione del debito. In questi anni i titoli a lungo termine passarono dal 17,5% al 20,5% del Pil, mentre i titoli a medio termine registrarono un incremento ancora più marcato, salendo da meno del 5% al 14,5% del Pil. Al contrario, diminuì il peso dei titoli detenuti direttamente dai risparmiatori e dal settore privato, segnale di una crescente intermediazione bancaria nel finanziamento del fabbisogno statale⁵⁹.

La seconda metà del decennio presenta, invece, caratteristiche differenti. Tra il 1976 e il 1980, pur permanendo forti tensioni inflazionistiche, il rapporto debito/Pil si stabilizzò su valori compresi tra il 48% e il 52%. Tale stabilizzazione fu favorita sia dalla crescita nominale del prodotto, sostenuta dall'inflazione, sia dall'introduzione di nuovi strumenti di gestione del debito.

Nel 1976 l'economia italiana registrò una ripresa produttiva, con una crescita del reddito nazionale pari a circa il 4-5%. Tuttavia, la forte svalutazione della lira, prossima al 20%, e la seconda crisi petrolifera del 1979 contribuirono a mantenere

⁵⁸Ivi, pp. 91-92.

⁵⁹Ibidem, p. 92.

elevata la dinamica dei prezzi, che raggiunse nel 1980, con un aumento del 21%, il livello più alto del dopoguerra.

In questa fase, la politica monetaria divenne ancora più restrittiva sotto la guida di Paolo Baffi, nuovo governatore della Banca d'Italia. Il tasso di sconto fu progressivamente aumentato fino al 15%, vennero reintrodotti i massimali al credito e rafforzati i vincoli di portafoglio e la disciplina delle riserve obbligatorie. L'obiettivo principale era contenere l'inflazione e difendere la posizione della lira, soprattutto dopo l'adesione dell'Italia al Sistema Monetario Europeo (SME) nel 1979⁶⁰.

Un elemento di particolare rilievo fu l'innovazione nella struttura del debito pubblico. Nel 1977 furono introdotti i Certificati di Credito del Tesoro (CCT), titoli a medio termine a tasso variabile indicizzati al rendimento dei BOT. L'introduzione di tali strumenti rispondeva all'esigenza di allungare la vita media del debito e di renderlo più appetibile in un contesto caratterizzato da forte incertezza sui prezzi e sui tassi di interesse.

In parallelo, il ricorso ai BOT divenne sempre più centrale: già nel 1976 essi rappresentavano circa un terzo delle passività del settore statale⁶¹. Questa innovazione favorì uno spostamento progressivo del risparmio privato dai depositi bancari e dalla raccolta postale verso i titoli di Stato. Tra il 1976 e il 1980 la quota di debito assorbita dal mercato e dai risparmiatori privati passò dal 23% al 36%, mentre quella detenuta dalla Banca d'Italia si ridusse dal 40% al 23%. Tale dinamica rifletteva la progressiva formazione di un mercato secondario dei titoli pubblici, che consentì alla banca centrale di ridurre il ricorso alla monetizzazione del disavanzo⁶².

⁶⁰Ivi, pp. 100-101.

⁶¹Ivi, p. 104.

⁶²Ivi, p. 109.

Come sottolinea Ignazio Musu, “la creazione di un mercato secondario per i titoli del debito pubblico permetteva alla Banca d’Italia di cominciare a distruggere, vendendo i titoli sul mercato, la base monetaria che essa era ancora in qualche modo costretta attraverso il canale del finanziamento del disavanzo pubblico”⁶³. Si trattò di un passaggio decisivo nell’evoluzione della finanza pubblica italiana, in quanto segnò il progressivo passaggio da un modello fondato sul sostegno diretto della banca centrale a un sistema maggiormente orientato al finanziamento di mercato.

Dal lato della finanza pubblica, la rigidità della spesa corrente continuò a rappresentare il principale fattore di squilibrio. Tra il 1976 e il 1980 le entrate passarono da 38 a 106 mila miliardi di lire, mentre le spese salirono da 48 a 155 mila miliardi. Il deficit aumentò da circa 10 a 50 mila miliardi di lire. Particolarmente significativo fu il peso crescente della spesa per interessi, che passò dal 4% al 5,3% del Pil, riflettendo sia l’aumento dello stock di debito sia il rialzo dei tassi di interesse⁶⁴.

Questo aspetto è centrale, poiché mostra come, pur in presenza di una relativa stabilizzazione del rapporto debito/Pil, la struttura del debito divenisse progressivamente più onerosa. La crescita dei tassi nominali, necessaria per rendere collocabili i titoli in un contesto inflazionistico, aumentò infatti il costo del servizio del debito, ponendo le basi per la successiva espansione degli anni Ottanta.

Nel complesso, il decennio 1971-1980 segna un momento di svolta nella storia del debito pubblico italiano. La crisi della stagflazione accelerò l’espansione dell’indebitamento e rese più stretto il legame tra Tesoro e Banca d’Italia; successivamente, la progressiva stabilizzazione del rapporto debito/Pil, la nascita

⁶³Ivi, p. 108.

⁶⁴Ivi, pp. 102-103.

di un mercato secondario dei titoli e l'introduzione di nuovi strumenti finanziari posero le basi per la nuova configurazione del debito pubblico che si sarebbe consolidata nel decennio successivo.

IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO TRA XX E XXI SECOLO: DINAMICHE, CRISI E NUOVI EQUILIBRI ECONOMICI

3.1 DAL DIVORZIO TRA TESORO E BANCA D'ITALIA ALLE POLITICHE DI CONTENIMENTO DEL DEBITO (1981-1991)

Il periodo compreso tra il 1981 e il 1991 rappresentò una fase di profondo cambiamento nella gestione del debito pubblico italiano, caratterizzata da profondi cambiamenti istituzionali e dall'adozione di una politica monetaria restrittiva diretta al contenimento dell'inflazione. L'evento chiave di questa trasformazione fu il cosiddetto “divorzio” tra Tesoro e Banca d'Italia, che sancì la fine dell'obbligo, per la banca centrale, di acquistare i titoli di Stato non collocati sul mercato, segnando così il passaggio verso una maggiore autonomia della politica monetaria rispetto alla politica fiscale.

Negli anni Settanta, la crescita del debito pubblico era stata in parte attenuata dall'elevata inflazione e dalla subordinazione della Banca d'Italia alle esigenze del Tesoro. Tuttavia, le politiche sociali espansive avevano trasformato i disavanzi pubblici da fenomeni congiunturali a fenomeni strutturali. All'inizio degli

anni Ottanta, questo equilibrio venne meno: la scelta di privilegiare la stabilità monetaria comportò una drastica revisione degli strumenti di politica economica⁶⁵.

Dal punto di vista politico, il mutato scenario fu accompagnato da una minore stabilità dei governi, affidati prevalentemente a coalizioni di centro, integrate dalla presenza del partito socialista. Tali esecutivi, pur beneficiando dei risultati delle politiche precedenti, non intrapresero un'efficace azione di contenimento della spesa pubblica, preferendo mantenere elevati livelli di intervento sociale, anche al fine di consolidare il consenso elettorale. Ne derivò un aumento significativo del disavanzo: tra il 1981 e il 1985, le entrate statali passarono da 161.000 a 314.000 miliardi di lire, mentre le spese crebbero da 214.000 a 415.000 miliardi, determinando un raddoppio del disavanzo, da 53.000 a 101.000 miliardi.

Un elemento particolarmente rilevante fu la dinamica della spesa per interessi, che divenne progressivamente dominante. Essa passò dal 5% della spesa pubblica complessiva nel 1980 a oltre il 10% nel 1991, mentre, in rapporto al Pil, aumentò dal 6% al 10%. Tale crescita fu il risultato congiunto dell'espansione del debito accumulato negli anni precedenti e dell'aumento dei tassi di interesse reali, aumento legato dal nuovo meccanismo di autoalimentazione: il finanziamento dei disavanzi tramite emissioni a tassi elevati generava un ulteriore incremento della spesa per interessi rendendo sempre più difficile il controllo del debito⁶⁶.

Dal punto di vista istituzionale, il “divorzio” modificò radicalmente il funzionamento del sistema: la Banca d'Italia riacquistò il controllo della base monetaria e orientò la propria azione alla stabilità dei prezzi, abbandonando il ruolo di finanziatore automatico del disavanzo pubblico. Come sottolinea Musu, la politica monetaria assunse un carattere “preventivo”, mirando alla stabilità

⁶⁵F. Ballesta, Mercato finanziario, istituzioni e debito pubblico in Italia nella seconda metà del Novecento, 2004, pp. 121-122.

⁶⁶Ivi, pp. 122-123.

monetaria ex ante piuttosto che alla correzione ex post degli squilibri fiscali. In questa nuova configurazione, la banca centrale non poteva più “facilitare i finanziamenti del Tesoro”⁶⁷, ma solo contribuire alla gestione efficiente del debito. Furono, inoltre, aboliti diversi strumenti di controllo amministrativo del credito, favorendo una maggiore concorrenza nel sistema bancario e un’evoluzione delle tecniche di intermediazione finanziaria⁶⁸.

L’adozione di una linea restrittiva portò a risultati significativi sul fronte dell’inflazione, che scese dal 17% nel 1981 al 9% nel 1984, fino al 7,6% nel 1991. Tale risultato fu favorito anche dall’adesione dell’Italia al Sistema Monetario Europeo (SME), che impose una maggiore disciplina nei cambi e nelle politiche macroeconomiche. Tuttavia, tale politica ebbe effetti rilevanti sul costo del debito: la necessità di collocare i titoli sul mercato comportò un aumento dei tassi di interesse, che nel 1982 raggiunsero livelli prossimi al 20%, per le scadenze sia a breve che a lungo termine. Ciò rese i titoli pubblici estremamente attrattivi per i risparmiatori, provocando una riallocazione delle risorse finanziarie a scapito del sistema bancario e del mercato azionario.

Il mutamento istituzionale comportò anche un cambiamento nella composizione dei detentori del debito. La quota di titoli posseduti dalla Banca d’Italia diminuì sensibilmente, passando dal 23,5% delle emissioni nel 1981 al 9,5% nel 1991, mentre aumentò il peso dell’economia privata, che arrivò a detenere circa il 60% dei titoli, con una crescita significativa anche in rapporto al Pil (dal 25% al 61%). Questo spostamento fu accompagnato da una crescente diffusione dei titoli di Stato presso le famiglie, favorita dagli elevati rendimenti offerti, anche se continuava a permanere una marcata preferenza per la liquidità⁶⁹.

⁶⁷Ivi, p. 126.

⁶⁸Ivi, pp. 125-127.

⁶⁹Ivi, pp. 128-130.

Dal punto di vista operativo, il nuovo assetto rese più complessa la gestione del debito da parte del Tesoro. L'emissione dei titoli doveva ora tenere conto di molteplici variabili, tra cui il fabbisogno finanziario, le condizioni di mercato, le aspettative di inflazione e la struttura dei tassi di interesse. Nella fase iniziale, tale processo risultò spesso disordinato, anche a causa della capacità degli operatori finanziari di influenzare le condizioni di mercato al fine di ottenere rendimenti più favorevoli. Solo negli anni successivi si svilupparono competenze più avanzate nella gestione delle aste e nell'utilizzo del conto corrente di tesoreria.

Nonostante l'introduzione di una maggiore disciplina monetaria, la politica fiscale non si adeguò con la stessa rapidità. La spesa pubblica continuò a crescere a un tasso medio annuo del 5,3% a partire dal 1981, trainata soprattutto dalla componente corrente (stipendi, previdenza e interessi)⁷⁰. Anche l'aumento della pressione fiscale, passata dal 18% al 25% del Pil nel corso del decennio, non fu sufficiente a compensare tale dinamica. Di conseguenza, l'indebitamento netto del settore pubblico continuò ad ampliarsi.

L'effetto complessivo di queste dinamiche fu una crescita significativa del rapporto debito/Pil, che passò dal 56% nel 1981 al 95% nel 1991, fino a raggiungere il 100% l'anno successivo. Questo incremento fu determinato non solo dall'espansione della spesa, ma anche dal fatto che i tassi di interesse superarono il tasso di crescita del disavanzo primario, segnando un punto di svolta nella dinamica del debito⁷¹. Inoltre, si assistette a un progressivo allungamento della scadenza media dei titoli, con un aumento significativo della quota di debito a lungo termine, che passò dal 18% al 55% del Pil tra il 1981 e il 1991. Questo processo contribuì a ridurre i rischi di rifinanziamento, ma non fu sufficiente a contenere l'onere complessivo del debito⁷².

⁷⁰Ivi, p. 140.

⁷¹Ivi, pp. 138-139.

⁷²Ivi, p. 141.

In definitiva, il “divorzio” tra Tesoro e Banca d’Italia rappresentò un passaggio cruciale verso un sistema più orientato al mercato e alla stabilità monetaria. Esso contribuì in maniera decisiva al contenimento dell’inflazione e alla modernizzazione degli strumenti di politica monetaria, ma, al tempo stesso, mise in evidenza i limiti di un’azione non accompagnata da un adeguato coordinamento con la politica fiscale. La persistente crescita della spesa pubblica e l’assenza di un efficace controllo del disavanzo resero, infatti, più oneroso il finanziamento del debito, accentuando la dipendenza dai mercati e l’esposizione ai tassi di interesse.

In questa prospettiva, appare particolarmente significativa l’osservazione di Maria Teresa Salvemini, condivisa da Giacomo Vaciago, secondo cui: “dopo il «divorzio» è emerso con chiarezza che, se gli obiettivi di contenimento dell’inflazione, della difesa del cambio e della stabilità finanziaria non vengono perseguiti con politiche economiche coerenti, ma solo con politiche monetarie restrittive, l’effetto sui tassi di interesse e, alla lunga, sulla stessa stabilità finanziaria del sistema può essere dirompente”⁷³. Tale riflessione sintetizza efficacemente le contraddizioni del periodo: da un lato, il successo nel contrasto all’inflazione; dall’altro, l’emergere di nuove criticità legate alla sostenibilità del debito pubblico, destinate a manifestarsi con ancora maggiore intensità negli anni successivi.

3.2 IL VINCOLO DI MAASTRICHT E L’EVOLUZIONE DEI MERCATI FINANZIARI (1992-1995)

Le criticità emerse nel corso degli anni Ottanta, caratterizzate da una crescente divergenza tra politica monetaria e politica fiscale, resero evidente la necessità di un intervento correttivo di natura strutturale. Come evidenziato nel paragrafo precedente, il “divorzio” tra Tesoro e Banca d’Italia aveva rafforzato il controllo dell’inflazione, ma non era riuscito a garantire una riduzione del debito

⁷³Ivi, p. 138.

pubblico, che, anzi, aveva continuato a crescere fino a sfiorare il 100% del Pil all'inizio degli anni Novanta. In questa situazione, il 1992 costituisce un momento di discontinuità, in cui il vincolo esterno europeo si impose come elemento determinante per il riassetto della finanza pubblica italiana.

L'adesione all'Unione Monetaria Europea (UME) rappresentava una scelta particolarmente complessa per l'Italia. A differenza dello SME, che costituiva un accordo di cambi fissi ma modificabili, l'Unione Monetaria implicava la rinuncia irreversibile alla sovranità monetaria nazionale e alla possibilità di utilizzare la svalutazione della lira come strumento di recupero della competitività internazionale. Per oltre due decenni, infatti, l'economia italiana aveva beneficiato di periodiche svalutazioni che consentivano di sostenere le esportazioni e compensare le difficoltà strutturali del sistema produttivo. Con l'ingresso nell'euro, tale meccanismo veniva definitivamente meno, imponendo un cambiamento radicale nelle strategie di politica economica e nella gestione della finanza pubblica⁷⁴.

In questo quadro, il Trattato di Maastricht inserì l'Italia in un sistema di regole sovranazionali che limitavano significativamente l'autonomia delle politiche economiche nazionali. I parametri fissati, disavanzo pubblico entro il 3% del Pil, debito pubblico entro il 60%, contenimento dell'inflazione e convergenza dei tassi di interesse, costituivano obiettivi particolarmente stringenti per un paese che, nel 1991, presentava un disavanzo pari al 10% e un debito prossimo al 95% del Pil⁷⁵. Come sottolineato da Musu, tali vincoli rappresentavano una vera e propria “nuova costituzione economica”, destinata a ridefinire in modo permanente le scelte di politica economica⁷⁶.

⁷⁴G. Piluso, L'esplosione del debito pubblico. Istituzioni, imprese e politiche economiche, in F. Amatori (a cura di), *L'approdo mancato*, Feltrinelli, Milano, 2017, pp. 303-305.

⁷⁵Ivi, pp. 145-146.

⁷⁶Ivi, p. 145.

L'impatto di Maastricht fu ampliato dalla concomitante crisi politico-istituzionale interna. Lo scandalo di "Tangentopoli" non solo delegittimò la classe politica tradizionale, ma contribuì anche a rafforzare la pressione dei mercati finanziari sull'economia italiana. In questo contesto, la crisi valutaria del 1992 rappresentò un passaggio cruciale: la perdita di credibilità internazionale determinò una massiccia fuga di capitali e una forte pressione sulla lira, costringendo il paese a uscire dallo SME⁷⁷.

In particolare, l'elevato debito pubblico, il persistente disavanzo di bilancio e la necessità di finanziarsi a tassi di mercato, dopo il "divorzio" tra Tesoro e Banca d'Italia, alimentarono la sfiducia degli investitori internazionali. In tale contesto, gli operatori finanziari compresero come l'aumento continuo del debito rischiasse di generare un circolo vizioso: maggiori interessi sul debito comportavano nuovo disavanzo, ulteriore indebitamento e un rallentamento della crescita economica dovuto al costo più elevato del credito per le imprese. Le massicce vendite di lire e titoli pubblici italiani accentuarono la pressione speculativa, fino alla svalutazione della moneta nazionale e all'uscita dallo SME nel settembre 1992⁷⁸.

A partire da questa fase critica, si avviò un processo di risanamento della finanza pubblica fondato su un cambiamento significativo nell'impostazione della politica di bilancio. I governi tecnici guidati da Giuliano Amato e, successivamente, da Carlo Azeglio Ciampi adottarono misure volta a contenere il disavanzo attraverso una strategia incentrata prevalentemente sul controllo della spesa. Tale fase ebbe una dimensione non soltanto economica, ma anche politica e istituzionale. La crisi di legittimazione prodotta da Tangentopoli favorì, infatti, l'affermazione di una nuova impostazione della politica economica, fondata sul rispetto del vincolo di bilancio e sull'obiettivo dell'ingresso nell'euro. In questa fase, il

⁷⁷Ivi, p. 147.

⁷⁸G. Piluso, L'esplosione del debito pubblico. Istituzioni, imprese e politiche economiche, cit., p. 306.

consolidamento fiscale venne progressivamente percepito come una condizione necessaria non solo per la stabilità finanziaria, ma anche per rafforzare la credibilità internazionale del paese attraverso l'adesione ai parametri europei⁷⁹.

Il risultato più rilevante fu il conseguimento di avanzi primari già nel 1993, pari al 2,2% del Pil, e successivamente saliti fino al 4,4% nel 1995⁸⁰. Tale inversione di tendenza segnò un punto di rottura rispetto agli anni precedenti, in cui il bilancio pubblico era strutturalmente in deficit anche al netto degli interessi.

Nonostante questi progressi, la riduzione del debito si rivelò più complessa del previsto. Il peso degli interessi continuò infatti a rappresentare un fattore determinante nella dinamica dell'indebitamento. Questo elemento era strettamente connesso alla struttura del debito stesso e al livello dei tassi di interesse, ancora elevati a causa della percezione di rischio associata all'economia italiana. Come evidenziato da Musu, il permanere un differenziale positivo tra tassi di interesse e crescita economica ostacolava la riduzione del rapporto debito/Pil⁸¹.

In questo quadro, il completamento del processo di separazione tra Tesoro e Banca d'Italia, avvenuto nel 1993 con l'eliminazione delle anticipazioni di tesoreria, rafforzò ulteriormente la credibilità della politica monetaria. La Banca d'Italia poté così perseguire in modo più efficace l'obiettivo della stabilità dei prezzi, contribuendo a una significativa riduzione dell'inflazione, che passò da oltre il 7% nel 1991 al 3,5% nel 1994⁸². Il calo dell'inflazione ebbe effetti positivi anche sui tassi di interesse nominali, che scesero dal 12,4% nel 1991 al 10,08% nel 1995⁸³. Tuttavia, la discesa dei tassi fu più lenta rispetto al calo dell'inflazione, anche a

⁷⁹G. Piluso, L'esplosione del debito pubblico. Istituzioni, imprese e politiche economiche, cit., pp. 306-307.

⁸⁰Ivi, pp. 147-148.

⁸¹Ivi, p. 149.

⁸²Ivi, p. 148.

⁸³Ivi, pp. 148-149.

causa della crescente integrazione dei mercati finanziari internazionali e della persistente diffidenza degli investitori verso l'Italia.

Un ulteriore elemento di rilievo riguardò la trasformazione della struttura del debito pubblico. Nel periodo 1992-1995 si assistette a un rafforzamento della componente a lungo termine, che passò dal 53% al 64% del totale, mentre i titoli a breve termine diminuirono dal 24% al 19%⁸⁴. Questo processo, già avviato negli anni Ottanta, mirava a ridurre il rischio di rifinanziamento e a stabilizzare il profilo del debito, ma comportava anche una maggiore rigidità nella gestione degli interessi, poiché i titoli a lungo termine incorporavano rendimenti elevati per periodi più prolungati. Contestualmente, si consolidò il ruolo degli intermediari finanziari nel possesso del debito, mentre la quota detenuta dalla Banca d'Italia continuò a ridursi, scendendo dal 10% al 6%⁸⁵.

Nonostante i progressi sul piano del risanamento finanziario, la crescita economica rimase debole, attestandosi tra l'1% e il 3% nel periodo considerato. Questo elemento evidenziò i limiti di una strategia basata prevalentemente su politiche restrittive. Come sottolineato da Musu, per garantire la sostenibilità del debito nel lungo periodo sarebbe stato necessario affiancare al rigore di bilancio politiche volte a stimolare l'offerta e gli investimenti produttivi⁸⁶.

In tale contesto, l'evoluzione dei mercati finanziari e della Borsa italiana rappresentò un elemento fondamentale per comprendere le trasformazioni del sistema economico. Le dinamiche degli anni Ottanta avevano già mostrato una forte interazione tra mercato azionario e mercato dei titoli pubblici, con questi ultimi capaci di attrarre gran parte del risparmio grazie agli elevati rendimenti. Tuttavia, il mercato azionario conobbe fasi alterne: nel 1981, per esempio, dopo una fase di

⁸⁴Ivi, p. 149.

⁸⁵Ivi, p. 150.

⁸⁶Ivi, pp. 150-151.

espansione, le quotazioni subirono un calo improvviso del 16%, che portò alla sospensione delle contrattazioni⁸⁷.

Negli anni successivi, tuttavia, la Borsa mostrò segni di ripresa, sostenuti dal miglioramento del contesto macroeconomico e da interventi normativi favorevoli alla capitalizzazione delle imprese. Tra il 1982 e il 1985, l'indice delle quotazioni passò da 66 a 190, evidenziando una crescita significativa⁸⁸. Questo sviluppo fu favorito dalla riduzione dell'inflazione, dalla maggiore diversificazione degli strumenti finanziari e dalla crescente partecipazione degli investitori privati.

Il collegamento con il periodo successivo appare evidente: le trasformazioni del mercato finanziario avvenute negli anni Ottanta costituirono la base su cui si innestò, negli anni Novanta, un sistema sempre più integrato a livello europeo e internazionale. In questo senso, il vincolo di Maastricht non agì solo sulla politica fiscale, ma contribuì anche a ridefinire il ruolo dei mercati finanziari, che divennero il principale meccanismo di trasmissione della disciplina economica.

In conclusione, il periodo 1992-1995 può essere interpretato come una fase di transizione in cui, a fronte delle criticità accumulate nel decennio precedente, si avviò un processo di risanamento fondato su vincoli esterni e su una maggiore integrazione nei mercati finanziari internazionali. Tuttavia, la persistenza di un elevato debito e la debolezza della crescita economica evidenziarono i limiti di un approccio basato prevalentemente su politiche restrittive, ponendo le basi per le ulteriori riforme e gli interventi che caratterizzeranno la seconda metà degli anni Novanta.

⁸⁷Ivi, p. 152.

⁸⁸Ivi, p. 154.

3.3 DALLE CRISI FINANZIARIE AGLI STRUMENTI DI STABILIZZAZIONE EUROPEA (1986-2000)

Il periodo compreso tra la seconda metà degli anni Ottanta e l'inizio del nuovo millennio segnò una profonda trasformazione dei mercati finanziari italiani, caratterizzata da una crescente integrazione con i mercati internazionali, dall'introduzione di nuove regole di vigilanza e trasparenza e, soprattutto, dall'avvio del processo di convergenza verso l'UME. Questa fase evidenziò come la liberalizzazione finanziaria, se da un lato ampliò la capacità di finanziamento dell'economia, dall'altro rese il sistema più esposto alla volatilità e alle crisi speculative, imponendo un progressivo rafforzamento degli strumenti di regolazione e stabilizzazione.

Un primo elemento di rottura si manifestò con la crisi finanziaria del 1986-1987. In questo periodo, la Borsa di Milano registrò una crescita eccezionale: l'indice passò da 190 nel 1985 a 323 nel 1986, con un incremento quasi del 70%⁸⁹. Tale crescita non fu un riflesso di un miglioramento della struttura produttiva, ma venne alimentata dall'ingresso massiccio di liquidità attraverso i fondi comuni d'investimento e da circa due milioni di nuovi piccoli risparmiatori, che entrarono per la prima volta nel mercato azionario. In questa fase, il risparmio canalizzato tramite i fondi superò per la prima volta quello destinato ai titoli di Stato, segnando una trasformazione strutturale nei comportamenti finanziari delle famiglie italiane⁹⁰.

Questa espansione assunse tuttavia un carattere fortemente speculativo. Le operazioni sui mercati furono dominate da logiche di breve periodo e da strategie di capital gain immediato, mentre il ruolo della stampa contribuì ad amplificare le aspettative rialziste. Le grandi operazioni societarie, come la scalata del gruppo

⁸⁹Ivi, p. 156.

⁹⁰Ibidem, p. 156.

Ferruzzi alla Montedison e le acquisizioni della Fiat nel settore automobilistico, accentuarono ulteriormente la dinamica speculativa⁹¹. In questo contesto, oltre il 70% degli aumenti di capitale si concentrò in pochi grandi gruppi industriali (Montedison, Iri, Fiat, Eni), determinando una forte concentrazione del controllo societario.

Un elemento strutturale rilevante fu la diffusione delle cosiddette “scatole cinesi”, ossia strutture di partecipazione incrociata che consentivano il controllo di interi gruppi con quote di capitale relativamente ridotte. Come evidenziato da Aleotti, tale sistema comportò “la vendita multipla della stessa azienda” e un aumento del rischio sistematico legato alla fragilità delle catene di controllo, senza che il mercato mostrasse una significativa penalizzazione di tali pratiche⁹².

La combinazione tra debolezza regolatoria e asimmetrie informative contribuì ad alimentare comportamenti speculativi orientati al breve periodo. L’afflusso di piccoli risparmiatori e la crescente importanza dei fondi comuni favorirono una rapida espansione del mercato azionario, spesso scollegata dai fenomeni dell’economia reale. In questo scenario, la stampa economica e le aspettative di guadagni immediati accentuarono ulteriormente la volatilità del mercato, rendendo il sistema finanziario italiano particolarmente esposto a improvvise inversioni di fiducia⁹³.

La fase di espansione si interruppe improvvisamente nel maggio del 1986. La riduzione dei dividendi attesi (per esempio, Montedison da 100 a 40 lire per azione) e le incertezze fiscali legate all’ipotesi di tassazione delle plusvalenze determinarono un brusco cambio delle aspettative⁹⁴. L’indice Comit passò da 908

⁹¹Ivi, pp. 156-157.

⁹²Ivi, p. 157.

⁹³G. Piluso, L’esplosione del debito pubblico. Istituzioni, imprese e politiche economiche, cit., pp. 305-306.

⁹⁴Ivi, pp. 157-158.

punti a 672 nel giugno 1986, con una perdita di 236 punti in poche settimane⁹⁵. La correzione colpì soprattutto i piccoli risparmiatori, che subirono perdite superiori al 25%, determinando un rapido ritiro dal mercato e una riduzione della fiducia degli investitori esteri.

Nel 1987 la crisi si approfondì ulteriormente: l'indice di borsa diminuì di 262 punti, in un contesto caratterizzato da instabilità politica interna, elezioni anticipate e turbolenze internazionali, tra cui il crollo delle borse mondiali e la svalutazione del dollaro⁹⁶. La Banca d'Italia intervenne con politiche di sostegno e con una riduzione del tasso di sconto nell'ambito di una politica monetaria più espansiva, volta a contenere gli effetti recessivi della crisi. Parallelamente, vennero avviate le prime liberalizzazioni sui movimenti di capitale, con l'abolizione del deposito infruttifero sugli investimenti esteri e la semplificazione delle transazioni internazionali, segnando l'inizio dell'apertura finanziaria italiana⁹⁷.

La crisi mise in evidenza la necessità di un rafforzamento della regolazione dei mercati. I fondi comuni risultavano particolarmente esposti alla volatilità, mentre emergevano problemi legati alla trasparenza e alla tutela del risparmio. Venne quindi istituita una commissione presieduta da Mario Sarcinelli⁹⁸, incaricata di riformare la disciplina di Opa, Sim e insider trading. Questo rappresentò il primo passo verso un sistema di vigilanza più moderno, anche se gli effetti saranno gradualmente⁹⁹.

Nel biennio 1988-1989 il mercato attraversò una fase di assestamento. La domanda di titoli pubblici si ridusse, soprattutto per quelli a lungo termine, a causa dell'incertezza sui tassi di interesse e della concorrenza del mercato azionario¹⁰⁰.

⁹⁵Ivi, p. 158.

⁹⁶Ivi, pp. 158-159.

⁹⁷Ivi, p. 159.

⁹⁸Mario Sarcinelli (1936-2024) fu un economista e alto funzionario italiano, direttore generale della Banca d'Italia tra il 1975 e il 1981 e successivamente ministro del Commercio con l'estero.

⁹⁹Ibidem, p. 159.

¹⁰⁰Ivi, pp. 159-160.

Tuttavia, il sistema non entrò in crisi sistemica: l'indice Comit crebbe complessivamente da 280 a 308 nel 1989, evidenziando una fase di stabilizzazione relativa dopo le turbolenze precedenti¹⁰¹. In questo periodo si rafforzò anche il processo di internalizzazione dei mercati, favorito dalla caduta del muro di Berlino e dall'attesa di maggiore integrazione economica europea¹⁰².

La prima metà degli anni Novanta fu segnata da nuove tensioni finanziarie e da shock esogeni, come la guerra del Golfo e l'instabilità dei mercati internazionali. In parallelo, si avviò una profonda riforma del sistema bancario e finanziario: la legge Amato-Carli del 1990 avviò la ristrutturazione e privatizzazione del sistema bancario italiano, mentre nel 1991 vennero istituite le SIM¹⁰³ e regolamentato l'insider trading¹⁰⁴. Tali riforme miravano ad allineare il sistema italiano agli standard europei, ma generarono inizialmente effetti di transizione complessi e una temporanea riduzione della fiducia degli operatori¹⁰⁵.

La svolta decisiva avvenne a partire dal 1996, quando l'Italia avviò un percorso esplicito di convergenza verso l'UME. L'inflazione scese dal 7% a meno del 2% mentre il disavanzo pubblico si ridusse da 135.000 miliardi nel 1996 a 12.000 miliardi nel 2000¹⁰⁶. Tuttavia, il debito pubblico rimase elevato, attestandosi a 2.483.000 miliardi di lire nel 2000. Il miglioramento del quadro fiscale fu accompagnato da un forte aumento dell'avanzo primario, che raggiunse il 6,8% del Pil nel 1997¹⁰⁷.

L'effetto più rilevante del Patto di stabilità fu la riduzione dell'indebitamento netto, che si stabilizzò intorno al 2% del Pil tra il 1998 e il 2000,

¹⁰¹Ivi, p. 160.

¹⁰²Ivi, pp. 160-161.

¹⁰³Società di Intermediazione Mobiliare, intermediari finanziari autorizzati a svolgere servizi di investimento come negoziazione, collocamento e gestione di strumenti finanziari.

¹⁰⁴Ivi, pp. 161-162.

¹⁰⁵Ivi, p. 162.

¹⁰⁶Ivi, p. 168.

¹⁰⁷Ivi, p. 169.

rispettando i parametri di Maastricht¹⁰⁸. Parallelamente, il debito pubblico scese dal 123% al 118% del Pil tra il 1997 e il 1998. Questo risultato fu reso possibile sia dal contenimento della spesa, sia dalla riduzione della spesa per interessi, che passò dall'11% all'8% del Pil¹⁰⁹.

Sul piano strutturale, si modificò profondamente la composizione del debito. La quota di titoli a medio-lungo termine crebbe dal 34% al 53% tra 1996 e 2000, mentre quella dei BOT scese dal 19% al 9% e quella dei CCT dal 27% al 21%¹¹⁰. La vita media del debito raddoppiò da 3 a circa 6 anni, riducendo significativamente il rischio di finanziamento¹¹¹.

La riduzione della volatilità finanziaria fu favorita anche dal progressivo calo delle aspettative di inflazione, dalla moderazione salariale introdotta con l'Accordo del 1993 e dal conseguente miglioramento della stabilità macroeconomica. Ciò consentì una graduale diminuzione dei tassi di interesse e contribuì alla stabilizzazione del cambio della lira rispetto al marco tedesco, creando le condizioni necessarie per l'ingresso dell'Italia nell'UME e per l'adozione definitiva dell'euro¹¹².

Contestualmente, si rafforzò la dimensione internazionale del mercato. La quota di titoli pubblici detenuti da investitori esteri crebbe dal 16% al 41% tra 1996 e 2000, mentre si ridusse la partecipazione di famiglie, banche e Banca d'Italia¹¹³. Questo rifletté l'integrazione crescente dei mercati finanziari europei e la maggiore apertura dei flussi di capitale.

Dal punto di vista istituzionale, la privatizzazione della Borsa italiana e la separazione tra gestione e vigilanza rafforzarono la trasparenza del sistema

¹⁰⁸Ivi, p. 170.

¹⁰⁹Ibidem, p. 170.

¹¹⁰Ivi, p. 172.

¹¹¹Ibidem, p. 172.

¹¹²G. Piluso, L'esplosione del debito pubblico. Istituzioni, imprese e politiche economiche, cit., p. 309.

¹¹³Ivi, pp. 174-175.

finanziario¹¹⁴. La Banca d'Italia mantenne un ruolo di supervisione macroprudenziale, mentre la concorrenza tra mercati europei aumentò l'efficienza complessiva delle transazioni¹¹⁵. In questo contesto, il mercato dei capitali divenne progressivamente più liquido, trasparente e integrato.

Un ruolo fondamentale fu svolto anche dall'integrazione dei mercati finanziari europei e dall'adozione dell'euro, che ridussero il rischio valutario e favorirono l'ingresso di investitori esteri. Il rendimento medio dei titoli pubblici scese dal 14,05% del 1992 al 3,35% del 1999, stabilizzandosi intorno al 4,8% nel 2000¹¹⁶. La capitalizzazione della Borsa di Milano raggiunse il 66% del Pil, segnando una crescente integrazione con i mercati europei¹¹⁷. Parallelamente, il mercato secondario dei titoli pubblici si sviluppò ulteriormente, migliorando la liquidità e riducendo la volatilità dei tassi.

Concludendo, questo periodo segnò il passaggio da un sistema finanziario caratterizzato da forte instabilità speculativa a un assetto progressivamente regolato e integrato a livello europeo. Le crisi di mercato degli anni Ottanta agirono da catalizzatore per le riforme istituzionali degli anni Novanta, mentre il Patto di stabilità e l'adozione dell'euro rappresentarono il quadro finale di una trasformazione che modificò profondamente il funzionamento del sistema finanziario italiano. Tuttavia, rimase una criticità strutturale: la limitata capacità del mercato italiano di canalizzare il risparmio verso il capitale di rischio, con una persistente centralità del debito pubblico come principale strumento di investimento¹¹⁸.

¹¹⁴Ivi, p. 176.

¹¹⁵Ivi, pp. 176-177.

¹¹⁶Ivi, p. 173.

¹¹⁷Ivi, p. 177.

¹¹⁸Ivi, pp. 177-178.

CONCLUSIONI

L'analisi svolta nel presente lavoro consente di mettere in luce come la storia del debito pubblico italiano non si esaurisca in una semplice sequenza di dati finanziari, ma vada interpretata come una componente essenziale del processo di costruzione e trasformazione dello Stato contemporaneo. La sua evoluzione riflette infatti, in modo particolarmente evidente, il mutamento dei rapporti tra politica ed economia, tra autorità monetaria e autorità fiscale, e tra dimensione nazionale e vincoli internazionali.

Nel lungo periodo considerato emerge con chiarezza un elemento di fondo: il debito pubblico italiano si è progressivamente spostato da una logica prevalentemente “interna”, fondata sul coordinamento tra istituzioni pubbliche e sistema bancario nazionale, a una logica sempre più “esterna”, in cui i mercati finanziari e le regole sovranazionali assumono un ruolo determinante nella definizione degli equilibri di finanza pubblica. Tale transizione non ha seguito un andamento coerente e uniforme, ma è il risultato di fasi successive di adattamento a shock economici, trasformazioni istituzionali e cambiamenti degli equilibri internazionali.

In questa prospettiva, il “divorzio” tra Tesoro e Banca d'Italia rappresenta uno spartiacque fondamentale, poiché segna la fine di un modello di finanziamento basato sulla monetizzazione implicita del debito e l'avvio di un sistema in cui il costo del debito viene determinato in modo crescente dal mercato. Allo stesso modo, il processo di integrazione europea e l'adozione dei vincoli di Maastricht hanno ulteriormente rafforzato questa evoluzione, imponendo una disciplina esterna che ha ridefinito in profondità le scelte di politica economica nazionali.

Tuttavia, il percorso di aggiustamento non ha prodotto effetti univoci. Se da un lato l'Italia ha conseguito risultati significativi in termini di contenimento dell'inflazione, risanamento dei conti pubblici e convergenza verso i parametri

europei, dall'altro è emersa con forza la difficoltà strutturale di ridurre stabilmente il rapporto debito/Pil in presenza di una crescita economica debole e di una spesa per interessi a lungo condizionata dai livelli del debito accumulato.

Ne deriva un quadro complessivo in cui il debito pubblico assume il ruolo di variabile “di equilibrio imperfetto” del sistema economico italiano: da un lato, è necessario al funzionamento dello Stato sociale e allo sviluppo economico nei diversi contesti storici; dall'altro, risulta progressivamente vincolante per la politica economica, fino a diventare un elemento centrale di giudizio da parte dei mercati e delle istituzioni sovranazionali.

In definitiva, la traiettoria storica ricostruita evidenzia come il debito pubblico italiano sia il risultato di un continuo compromesso tra esigenze di stabilità, crescita e sostenibilità finanziaria. La sua evoluzione non descrive soltanto la storia delle finanze pubbliche, ma riflette più in profondità le trasformazioni dello Stato italiano e il suo progressivo inserimento in un sistema economico sempre più integrato e interdipendente.

BIBLIOGRAFIA

- R. Artoni, S. Biancini**, *Il debito pubblico dall'Unità a oggi*, in P. Ciocca, G. Toniolo (a cura di), *Storia economica d'Italia. 3. Industrie, mercati, istituzioni. 2. I vincoli e le opportunità*, Laterza, Roma-Bari, 2004.
- F. Balletta**, *Mercato finanziario, istituzioni e debito pubblico in Italia nella seconda metà del Novecento*, Giappichelli, Torino, 2004.
- G. De Luca, A. Moiola** (a cura di), *Debito pubblico e mercati finanziari in Italia. Secoli XIII-XX*, FrancoAngeli, Milano, 2007.
- M. Francese, A. Pace**, *Il debito pubblico italiano dall'Unità ad oggi. Una ricostruzione della serie storica*, Banca d'Italia, Roma, 2008.
- G. Piluso**, *L'esplosione del debito pubblico. Istituzioni, imprese e politiche economiche*, in F. Amatori (a cura di), *L'approdo mancato. Economia, politica e società in Italia dopo il miracolo economico*, Giuffrè, Milano, 2017.

RINGRAZIAMENTI

Alla mia famiglia, che è stata il cuore invisibile di ogni mio passo.

Grazie per avermi insegnato il valore della determinazione, della dignità e del sacrificio; per aver accolto ogni mia paura senza mai farmi sentire sola e per aver creduto nei miei sogni persino quando sembravano troppo grandi. Ci sono amori che proteggono, altri che guidano: il vostro ha fatto entrambe le cose.

Se oggi sono qui, è perché voi siete stati la mia forza nei giorni più difficili, il mio rifugio nei momenti di smarrimento e la mia certezza in un mondo spesso incerto.

A voi devo non solo questo traguardo, ma la persona che sto diventando.

A un ragazzo importante, arrivato nella mia vita all'inizio di quest'ultimo anno quasi senza fare rumore, ma capace di lasciare dentro di me un segno profondo e indelebile. Grazie per avermi insegnato che esistono incontri in grado di cambiare il modo in cui guardiamo noi stessi e il mondo. In un periodo fatto di ansie, stanchezza e continue sfide, sei stato una presenza rara: sincera, delicata, autentica. Hai saputo alleggerire i miei silenzi, dare valore alle mie fragilità e trasformare anche i giorni più pesanti in qualcosa di più semplice da attraversare. Ci sono persone che attraversano la nostra vita senza lasciare nessuna traccia, e poi ce ne sono altre che, quasi inconsapevolmente, riescono a cambiarne il suono, il colore e il senso. Tu, per me, sei stato questo. Indipendentemente da ciò che il futuro scriverà, resterai una delle emozioni più vere e significative del mio cammino.

Alla mia migliore amica, Valentina, grazie per aver camminato accanto a me in ogni momento importante della mia vita, condividendo non solo i traguardi e le gioie, ma anche le paure, le cadute e tutti quei silenzi che solo chi ci conosce davvero sa comprendere. Hai saputo sostenermi senza mai chiedere nulla in cambio,

ricordandomi la mia forza proprio nei momenti in cui io facevo fatica a vederla. La tua presenza costante, discreta e sincera è stata uno dei doni più preziosi che la vita potesse farmi. Con te ho imparato che la vera amicizia non si misura nel tempo o nelle abitudini condivise, ma nella capacità di restare. Ogni risata, ogni lacrima, ogni ricordo costruito insieme ha lasciato dentro di me qualcosa di indelebile e profondo. Se oggi raggiungo questo traguardo con il cuore pieno di gratitudine, è anche perché lungo il cammino ho avuto la fortuna di avere accanto una persona come te. In questa conquista c'è anche una parte della tua forza, del tuo affetto silenzioso, della tua pazienza e della bellezza immensa della tua anima.

A tutte le mie amiche e ai miei amici, universitari e non, che hanno reso questi anni molto più di un semplice percorso accademico. Grazie per le notti infinite passate tra libri, paure e sogni condivisi; per le risate improvvise nei momenti più stressanti, per gli abbracci silenziosi, per le parole giuste arrivate quando sembrava mancare tutto. Ognuno di voi ha lasciato qualcosa dentro la mia vita e dentro questo percorso, perché una laurea non è fatta soltanto di esami, sacrifici e traguardi raggiunti, ma anche delle persone che ci camminano accanto mentre impariamo, giorno dopo giorno, a diventare ciò che siamo.

Ringrazio il Professore Giulianelli, per avermi dato l'opportunità di sviluppare questa tesi e per la costante disponibilità dimostrata durante tutto il percorso di realizzazione. La sua guida, il supporto e la fiducia hanno rappresentato per me un punto di riferimento fondamentale, contribuendo in maniera significativa alla crescita personale e accademica che questo traguardo racchiude. Porterò con me gli insegnamenti, la professionalità e l'attenzione con cui ha accompagnato questo percorso.