



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in

**ECONOMIA E COMMERCIO**

**Sostenibilità e politiche di rientro del debito  
pubblico in Italia**

**Sustainability and public debt repayment policies  
in Italy**

Relatore:  
Prof.ssa Raffaella Santolini

Rapporto Finale di:  
Maria Piattelli

Anno Accademico 2019/2020

*Ringrazio mia madre. Mi hai donato la forza di una leonessa, non te ne sarò mai abbastanza grata. Ringrazio mio padre. Nonostante i nostri caratteri forti ci portino a scontri e silenzi, mi hai insegnato un'arte speciale, quella della perseveranza. Ringrazio il mio fratellone Giorgio. Grazie per avermi ricordato ogni giorno la bellezza di un animo leggero e puro come il tuo. Essere tua sorella è un dono immenso. Ringrazio mia nonna, sei sempre stata pronta a rincuorarmi e a farmi credere che posso raggiungere davvero tutto quello che desidero. Ringrazio i miei amici di una vita e tutte le mie amiche che ho avuto la fortuna di incontrare ad Ancona. Grazie a tutti, perché mi avete supportata ma anche sopportata. Ringrazio Francesco, la tua presenza mi ha stimolato, ogni giorno, ad essere una persona migliore.*

## INDICE

Introduzione .....	3
Capitolo 1 IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA: UNO SGUARDO D'INSIEME .....	6
1.1 Il debito pubblico: definizioni e aspetti teorici .....	6
1.2 L'evoluzione e le cause del debito pubblico in Italia .....	10
1.3 La composizione dei titoli del debito pubblico italiano.....	17
Capitolo 2 SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO E PRINCIPALI POLITICHE DI RIENTRO .....	23
2.1 Quando il debito pubblico è “troppo” alto.....	23
2.2 Avanzo primario: riduzione delle spese o aumento delle entrate .....	28
2.3 Monetizzazione del debito: una scelta (non) alternativa alla tassazione .....	32
2.4 Ripudio del debito: una scelta (non) alternativa alla monetizzazione .....	36
Conclusioni .....	38
Bibliografia .....	42
Sitografia.....	44

## INTRODUZIONE

Oggi, il debito pubblico è un problema strutturale e comune a buona parte dei paesi avanzati. Attualmente, l'Italia presenta un debito smisuratamente crescente e superiore al 130% del Prodotto Interno Lordo (Pil) e dunque non si sottrae da questo ragionamento<sup>1</sup>. Ma il vincolo di bilancio non può essere ignorato per sempre; sono necessarie misure in grado di risollevare la finanza pubblica o, quantomeno, capaci di rallentare la crescita del debito pubblico. Il fattore temporale è cruciale per garantire l'efficacia delle misure di rientro. Combattere l'espansione del debito imponendo austerità fiscale, in alcuni casi, significa "Morire di austerità"<sup>2</sup> come emblematicamente Lorenzo Bini Smaghi intitolò il suo libro, a sostegno del fatto che il rigore attuato in periodi di emergenza può essere oltre che inutile, anche controproducente. Le politiche di rientro sono legate ai fattori determinanti le variazioni del rapporto debito pubblico/Pil. La riduzione di quest'ultimo può essere ottenuta in svariati modi: finanziamento

---

<sup>1</sup> Eurostat (22 Aprile 2020), *Government finance statistics*. Disponibile in: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Government\\_finance\\_statistics](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Government_finance_statistics)

<sup>2</sup> Bini Smaghi, L. (2013), *Morire di austerità: Democrazie europee con le spalle al muro*, Bologna: Il Mulino.

monetario, aumento del tasso di inflazione, aumento del tasso di crescita  $g$ , riduzione dell'onere del servizio del debito ed infine riduzione del deficit primario. Alle misure convenzionali si aggiungono altre quali l'imposta patrimoniale, la privatizzazione di asset pubblici, la ristrutturazione del debito. Ma in Italia, troppo spesso, le soluzioni adottate si sono tradotte in un aumento della pressione fiscale e/o in molteplici tagli alla spesa pubblica e sono state attuate soprattutto in vista dell'entrata nell'Unione Europea.

L'obiettivo della tesi, quindi, è affrontare le principali tematiche riguardanti il debito pubblico italiano: le cause della sua espansione, le conseguenze di un debito "troppo" elevato, dunque la sostenibilità e le possibili politiche di rientro. Nel corso della tesi si scoprirà che non è il debito pubblico in sé a causare danni alla struttura economica di un Paese, ma è la sua dimensione in riferimento al Pil. Anzi, una dose equilibrata di debito pubblico può essere utile se indirizzata, ad esempio, al finanziamento di investimenti pubblici. Ma quando il debito pubblico è "troppo" elevato avviene l'esatto opposto perché sottrae risorse necessarie a famiglie ed imprese o le rende incredibilmente onerose, demoralizzando l'iniziativa all'investimento. In questo senso, il debito pubblico può agire da ostacolo alla crescita economica e presentarsi come un problema grave ed improrogabile ma a cui molti governi sembrano non dedicare la dovuta attenzione.

La tesi è stata suddivisa in due capitoli. Il primo capitolo affronta, dapprima, un'analisi tecnica e a seguire una analisi storico-spaziale; la prima è ritenuta

necessaria per inquadrare il problema, la seconda per contestualizzarlo. In particolare, la definizione del debito pubblico in termini matematici rende possibile impostare uno studio sul suo funzionamento e sul contributo delle variabili ad esso connesse. In seguito, utilizzando quale punto di riferimento il rapporto debito pubblico/Pil, si ripercorrono i punti salienti della storia del debito pubblico italiano. Allo scopo di completare il quadro d'insieme - come appunto viene intitolato il primo capitolo - viene offerto un confronto internazionale. Nell'ultima parte del primo capitolo si prepara il "terreno di base" per affrontare il secondo. Si mostra, infatti, il modo attraverso il quale lo Stato si indebita e i rischi connessi, con particolare attenzione per la vita media residua e la composizione degli investitori in titoli del debito pubblico italiano. Le considerazioni fatte sono costantemente supportate da fonti autorevoli nel primo quanto nel secondo capitolo. Il secondo capitolo, come specificato fin dall'inizio, non presenta la chiave del problema quanto piuttosto l'esame delle conseguenze economiche di quelle che, generalmente, vengono definite "soluzioni". La parte iniziale è dedicata ai campanelli d'allarme di una crisi di sostenibilità del debito pubblico. Nella seconda, invece, si mostrano le tre classiche misure volte al contenimento del debito: la produzione di avanzi primari, la monetizzazione ed infine il ripudio. Non sono le uniche, ma sono sicuramente quelle più ampiamente discusse; per questo, per ogni "soluzione" si mostrano gli aspetti favorevoli e non, cercando di trarre una conclusione costruttiva in merito.

## Capitolo 1

# IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA: UNO SGUARDO D'INSIEME

### 1.1 Il debito pubblico: definizioni e aspetti teorici

Al fine di indagare le cause e l'evoluzione della patologia del debito pubblico, si ritiene necessario fornirne almeno un paio di definizioni. La prima è ripresa dal Ministero dell'Economia e delle Finanze-Dipartimento del Tesoro: “Il debito pubblico rappresenta la consistenza delle passività finanziarie lorde afferenti al settore delle Amministrazioni Pubbliche, registrate al valore nominale e consolidate tra le unità appartenenti allo stesso settore”<sup>3</sup>.

Sono importanti alcune precisazioni, utili anche per l'analisi immediatamente successiva:

- le passività finanziarie includono depositi e monete, prestiti e titoli obbligazionari;

---

<sup>3</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze-Dipartimento del Tesoro, *Dati Statistici: Ammontare Titoli e Debito Pubblico*. Disponibile in: [http://www.dt.mef.gov.it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici/ammontare/](http://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/dati_statistici/ammontare/)

- per Amministrazioni Pubbliche si intendono Amministrazione centrale, Amministrazioni locali, enti di previdenza e assistenza sociale.

La seconda definizione del debito pubblico da menzionare è in funzione del suo vincolo di bilancio. Innanzitutto, non si può parlare di debito pubblico se non si registra un disavanzo nel bilancio pubblico. Quest'ultimo, anche chiamato deficit pubblico, rappresenta la situazione contabile in cui il bilancio dello Stato risulta negativo; in altri termini, nel corso di un esercizio finanziario, le uscite superano le entrate. Le principali voci di entrata sono costituite da contributi sociali e imposte. Le uscite del bilancio comprendono sia la spesa in conto capitale (per investimenti pubblici) che la spesa pubblica corrente (per l'acquisto di beni e servizi e per trasferimenti pubblici). Il disavanzo di bilancio nell'anno  $t$  può essere definito come:

$$(1.1) \quad \text{disavanzo}_t = rB_{t-1} + G_t - T_t^4$$

dove tutte le variabili sono espresse in termini reali;  $rB_{t-1}$ , dove  $r$  è il tasso di interesse reale e  $B_{t-1}$  è il debito pubblico alla fine del periodo  $t-1$ , rappresenta gli interessi reali corrisposti sui titoli in circolazione;  $G_t$  è la spesa pubblica in beni e servizi nell'anno  $t$ ;  $T_t$  sono le imposte al netto dei trasferimenti nell'anno  $t$ .

Il vincolo di bilancio del governo indica che la variazione del debito pubblico nel corso dell'anno  $t$  è uguale al disavanzo nell'anno  $t$ :

---

<sup>4</sup> La suddetta espressione matematica e le seguenti sono tratte da: Blanchard, O. (4° ed., 2006), *Macroeconomia*, a cura di F. Giavazzi & A. Amighini, Bologna: Il Mulino, pp. 497-499.



$$(1.2) B_t - B_{t-1} = \text{disavanzo}_t$$

Banalmente, se il governo registra un disavanzo, il debito pubblico aumenta. Usando la prima definizione di disavanzo, il vincolo di bilancio può essere riscritto come:

$$(1.3) B_t - B_{t-1} = rB_{t-1} + G_t - T_t$$

È utile scomporre il disavanzo nella somma di due termini: gli interessi sul debito ( $rB_{t-1}$ ) e l'eccesso di spesa, al netto degli interessi, rispetto alle imposte ( $G_t - T_t$ ). Quest'ultimo è anche chiamato disavanzo primario (o avanzo primario nel caso in cui le imposte eccedano la spesa pubblica).

È possibile, dunque, riordinare i termini per ottenere  $B_t$ :

$$(1.4) B_t = (1+r)B_{t-1} + G_t - T_t$$

dalla quale si ricava che il debito alla fine dell'anno  $t$  è uguale a  $(1+r)$  per il debito alla fine dell'anno  $t-1$ , aumentato di  $G_t - T_t$ , ovvero del disavanzo primario. Si noti un dettaglio forse all'apparenza banale e invece cruciale: anche qualora il disavanzo primario rimanga nullo, il debito pubblico continuerà a crescere a ritmo esponenziale. Infatti, lo Stato sarebbe costretto a indebitarsi per pagare gli interessi; questo provocherebbe un aumento del debito pubblico, conseguenzialmente un aumento degli interessi e così via.

Il punto di partenza per la gestione della finanza pubblica è il rapporto tra il debito delle amministrazioni pubbliche e il Prodotto Interno Lordo, meglio conosciuto con l'acronimo Pil. Quest'ultimo rappresenta il valore complessivo dei

beni e servizi finali prodotti all'interno di un dato Paese. È detto "lordo" in quanto è considerato al lordo degli ammortamenti, ossia del deprezzamento intervenuto nel periodo. Il rapporto debito pubblico/Pil è un indicatore di solvibilità e risulta maggiormente significativo rispetto al debito pubblico in termini assoluti; è per questo uno dei fattori di primaria importanza per studiare la sostenibilità del debito pubblico.

In termini matematici:

$$(1.5) B_t/Y_t = (1+r)B_{t-1}/Y_t + (G_t - T_t)/Y_t^5$$

Ottenuta semplicemente dividendo la (1.4) per la produzione reale,  $Y_t$ . Moltiplicando numeratore e denominatore del termine  $B_{t-1}/Y_t$  per  $Y_{t-1}$ , la relazione diventa:

$$(1.6) B_t/Y_t = (1+r) (B_{t-1}/Y_{t-1}) (Y_{t-1}/Y_t) + (G_t - T_t)/Y_t$$

Si facciano ora le seguenti semplificazioni. Il rapporto  $Y_{t-1}/Y_t$  può essere scritto come  $1/(1+g)$ , dove  $g$  indica il tasso di crescita della produzione, mentre il rapporto  $(1+r)/(1+g)$  può essere approssimato ad  $(1+r-g)$ :

$$(1.7) B_t/Y_t = (1+r-g) (B_{t-1}/Y_{t-1}) + (G_t - T_t)/Y_t$$

Riscrivendo sul lato sinistro  $B_{t-1}/Y_{t-1}$ , finalmente si ottiene la variazione del rapporto debito/Pil:

$$(1.8) B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1} = (r-g) B_{t-1}/Y_{t-1} + (G_t - T_t)/Y_t$$

---

<sup>5</sup> La suddetta espressione matematica e le seguenti sono tratte da: Blanchard, O. (4° ed., 2006), *Macroeconomia*, a cura di F. Giavazzi & A. Amighini, Bologna: Il Mulino, pp. 502-503.

Questa espressione permette di osservare l'evoluzione del rapporto debito/Pil in relazione alle variabili  $r$  e  $g$ , nonché al rapporto tra disavanzo primario e Pil. Effettivamente,  $r$  e  $g$  hanno effetti opposti sul rapporto debito/Pil; all'aumentare del tasso di interesse  $r$  rispetto al tasso di crescita  $g$ ,  $B_{t-1}/Y_{t-1}$  cresce. In caso contrario, il rapporto diminuisce di conseguenza. Ma il disavanzo primario ( $G_t - T_t$ ) in rapporto al Pil ha anch'esso un effetto aumentativo o diminutivo sulla crescita del debito; in presenza di un disavanzo ( $G_t - T_t > 0$ ), il debito cresce e dunque, in presenza di un avanzo ( $G_t - T_t < 0$ ), decresce.

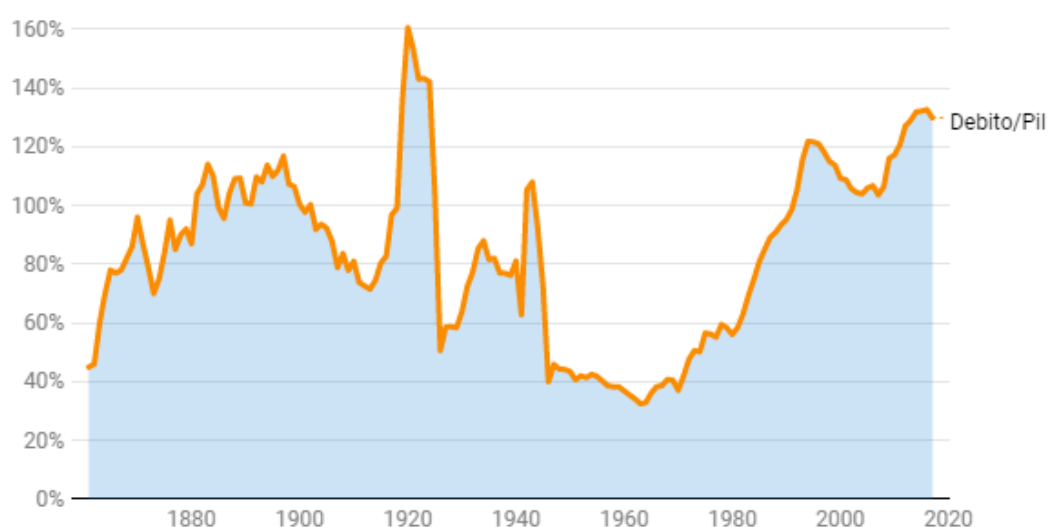
## **1.2 L'evoluzione e le cause del debito pubblico in Italia**

Dopo aver osservato i punti di forza di un ragionamento sul debito in relazione al Pil, è bene anche riflettere con spirito critico sul suo utilizzo. Infatti, un periodo di crisi economica è sufficiente per aumentare il rapporto debito/Pil, pur senza una variazione effettiva del debito (diminuendo il denominatore, il rapporto debito pubblico/Pil aumenta). Affinché il rapporto debito pubblico/Pil possa esprimere pienamente la sua significatività, deve essere confrontato con l'andamento del rapporto stesso nel passato e con quello di altri paesi.

Attualmente, il debito pubblico italiano ha raggiunto un valore superiore al 130 per cento del Pil. È un valore molto alto, sia rispetto agli altri paesi che in relazione alla storia italiana. Per questo, si consideri la figura 1.1, la quale

consente di ripercorrere i momenti cruciali di maggiore espansione del rapporto debito pubblico/Pil in Italia, dal 1861 ad oggi. Lo scopo è quello di mostrare quali fattori sono all'origine dell'enorme debito attuale.

Figura 1.1: Evoluzione del rapporto debito pubblico/Pil dal 1861 al 2017



Fonte: Saccò, P. (27 febbraio 2018), *Il conto: Come si è formato il debito pubblico italiano*, Avvenire<sup>6</sup>.

Nel 1861, anno di nascita del Regno d'Italia, il debito era modesto, pari al 40 per cento del Pil. La crescita del rapporto debito/Pil fu però repentina a causa dell'aumento della spesa pubblica in programmi di opere pubbliche, ma anche a causa dell'incorporazione del debito delle regioni annesse (una delle prime leggi

---

<sup>6</sup> Disponibile in: <https://www.avvenire.it/economia/pagine/come-si-e-formato-il-debito-pubblico-italiano>

riguardò infatti l'istituzione del Gran Libro del debito pubblico). A tutto ciò si aggiunse la guerra contro l'Austria nel 1866. La risposta all'enorme espansione del debito fu, in prima battuta, la vendita di beni demaniali ed ecclesiastici. Ma la crescita del debito si arrestò decisamente solo negli anni Settanta; il 16 marzo 1876, il ministro delle Finanze nonché Presidente del Consiglio, Minghetti, annunciò il pareggio di bilancio. Questo risultato storico fu ottenuto mediante una severa politica fiscale. Si ricordino ad esempio l'imposta sui terreni, l'imposta sui fabbricati, l'imposta sulla ricchezza mobile, nonché tra le imposte indirette, l'impopolare "tassa sul macinato" (1868)<sup>7</sup>. Ma questo fu uno degli ultimi risultati incoraggianti; alla fine degli anni Ottanta il debito superò il 100 per cento. Il ritorno dell'Italia al sistema del *Gold Standard* (standard a cambio aureo)<sup>8</sup> aveva peggiorato la situazione, impedendo di finanziare i disavanzi con emissione di moneta. Il rapporto debito pubblico/Pil continuava ad aumentare e alla fine del secolo raggiunse quasi il 120 per cento.

---

<sup>7</sup> Imposta sulla macinazione del grano e dei cereali. Veniva calcolata grazie ad un contatore meccanico capace di conteggiare il numero di giri effettuati da una ruota macinatrice all'interno dei mulini.

<sup>8</sup> Sistema monetario in cui le singole monete sono convertibili in oro e godono di un rapporto di cambio fisso; ciò implica il vincolo della copertura aurea dei biglietti in circolazione.

L'epoca giolittiana<sup>9</sup> fu florida per l'economia italiana, grazie alla modernizzazione del sistema produttivo e al risanamento bancario e finanziario. Questo permise di raggiungere lievi avanzi di bilancio.

Con la Grande Guerra il debito scoppì; nel 1920 si raggiunse un picco pari al 160 per cento, maggiore anche di quello raggiunto dalla Seconda guerra mondiale (in cui si contò circa il 100 per cento del Pil). La caduta a partire dagli anni Venti visibile a colpo d'occhio dalla figura 1.1 coincide con i primi anni del periodo fascista (il debito/Pil arrivò a poco più del 50 per cento). Questo risultato venne raggiunto attraverso una politica di riduzione del disavanzo messa in atto dal ministro delle finanze De' Stefani. In realtà, contribuirono fortemente anche la forte inflazione e il condono del debito estero da parte di Gran Bretagna e Stati Uniti.

Successivamente, nel 1927, soprattutto grazie al ministro delle finanze Volpi, fu dichiarata la cessazione del corso forzoso della lira, la quale divenne convertibile al cambio di 92 lire per sterlina. L'Italia aderì al regime di *Gold Exchange Standard* (sistema monetario aureo)<sup>10</sup> solo per poco. Fu una manovra coraggiosa ma necessaria a consentire un maggior finanziamento della spesa.

---

<sup>9</sup> Periodo della storia italiana che va dal 1901 al 1914. Prende il nome da G. Giolitti, più volte presidente del Consiglio dei ministri e noto politico liberale.

<sup>10</sup> Il Gold Exchange Standard fu istituzionalizzato con gli accordi di Bretton Woods (1944) e venne abbandonato nel 1973. Questa forma di convertibilità monetaria prevede che le riserve siano

La Seconda guerra mondiale comportò una nuova esplosione del debito (circa il 110 per cento del Pil). Si noti che la riduzione significativa del debito nel Secondo Dopoguerra derivò da un mix di crescita economica e di inflazione; nel 1947 l'inflazione provocò una caduta del rapporto debito pubblico/Pil pari al 40 per cento.

Seguendo i picchi degli anni più recenti, spicca il dato degli anni Novanta in cui il rapporto debito/Pil arrivò a superare il 120 per cento. Il 1992 fu un anno importante per almeno due motivi: l'approvazione del Trattato di Maastricht<sup>11</sup> e l'uscita della lira dal Sistema monetario europeo. Infine, segue un nuovo picco: un aumento di 19 punti percentuali tra il 2007 e il 2010. Nel 2008 scoppia infatti negli Stati Uniti la bolla dei mutui subprime<sup>12</sup>. Erano gli anni della Grande

---

composte non solo da oro ma anche da valute estere. In questo caso, una valuta cartacea è convertibile in un'altra moneta (a sua volta convertibile in oro).

<sup>11</sup> Firmato il 7 febbraio 1992 a Maastricht e in vigore il 1° novembre 1993. Definisce i tre pilastri dell'Unione europea, nonché i parametri di convergenza necessari per l'ingresso dei vari Stati. In particolare, prevede che il rapporto debito pubblico/Pil non superi il 60%.

<sup>12</sup> “Sono chiamati prestiti subprime perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (prime) che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie sufficientemente affidabili”. Tratto da: Borsa italiana (12 ottobre 2007), *Cosa sono i subprime*, FTA Online News, Milano. Disponibile in: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>

Recessione (2008-2012) che misero a dura prova i conti pubblici. Nel 2012 la crisi coinvolse pienamente l'Europa, gravando in modo particolare, sui paesi più esposti (Italia, Grecia, Portogallo, Spagna). Mario Draghi, governatore della Banca Centrale Europea dal 2011 al 2019, pronunciò un discorso nel 2012 riassunto in una locuzione, poi diventata celebre: “whatever it takes” (tutto quello che serve)<sup>13</sup>. Con quelle parole, la Banca Centrale Europea si impegnava ad attuare qualsiasi misura, anche straordinaria, per spegnere la crisi di fiducia che si stava diffondendo in Europa. Bastarono queste parole a ridurre i rendimenti sui titoli di stato, così attenuando le tensioni sui mercati finanziari.

Negli ultimi anni si è assistito dapprima all'aumento del rapporto debito pubblico/Pil, dipeso maggiormente dalla riduzione del denominatore (il Pil) e poi ad una inversione di tendenza che ha portato ad un rapporto pressoché costante. In particolare, da uno studio dell'Osservatorio sui conti pubblici italiani dell'Università Cattolica del Sacro Cuore si legge che: “Il rapporto debito pubblico/Pil nel 2019 è rimasto invariato rispetto al 2018 attestandosi ad un livello pari al 134,8%. Sorprendente è il calo del deficit all'1,6 per cento del Pil dal 2,2 per cento del 2018. Sul lato meno positivo, l'Italia resta uno dei pochi paesi al mondo dove il differenziale tra tasso di interesse medio sul debito pubblico e tasso

---

<sup>13</sup> Draghi: “within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”. Tradotto in italiano: “nell'ambito del nostro mandato, la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro. E credetemi, sarà abbastanza”.



di crescita del Pil, una delle variabili principali che influenza l'andamento del rapporto tra debito pubblico e Pil, resta ampiamente positivo”<sup>14</sup>.

L'enorme debito attuale si attesta quindi ad un livello solo di poco inferiore al picco raggiunto nel primo dopoguerra ed è impressionante se si considera come un tale risultato sia stato raggiunto in tempo di pace, ossia in assenza di uno shock comparabile ad una guerra.

A questo punto, è bene passare ai confronti internazionali. Anche sotto questo punto di vista, è difficile dipingere un quadro positivo per l'Italia. L'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) pubblica, periodicamente, un prospetto di indicatori chiave delle prestazioni e delle politiche del settore pubblico nell'area dei paesi dell'OCSE e dei Paesi partner dell'Organizzazione. Per il 2019 ha pubblicato il “*Government at a Glance*” (uno sguardo al governo). Da tale rapporto, l'Italia risulta il terzo paese più indebitato, dopo il Giappone (il cui debito è maggiore del 220% del Pil) e la Grecia. È un debito, quello italiano, ancora lontano dalla media dei Paesi industrializzati (pari al 110%). Il risultato non cambia se il debito pubblico viene calcolato in termini pro-capite, ovvero per singola persona; l'Italia è ugualmente terza, dopo il

---

<sup>14</sup> Mistura, P., Palomba, R., Paudice, F. (3 marzo 2020), *Dai dati Istat alcune novità sullo stato di salute dei conti pubblici*, Osservatorio conti pubblici italiani, Milano, pag. 1. Disponibile in: <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-dai-dati-istat-alcune-novita-sullo-stato-di-salute-dei-conti-pubblici>

Giappone e gli Stati Uniti. Il caso giapponese però è eccezionale. Infatti, come precisa Carlo Cottarelli: “Il dato del Giappone però non è del tutto significativo: il governo giapponese, infatti, ha anche molte attività finanziarie relativamente liquide (su cui guadagna interessi che possono servire a pagare gli interessi sul debito)”<sup>15</sup>. Al netto di queste, infatti, il debito giapponese non è troppo distante da quello italiano. Diversamente, la Grecia si aggiudica il primo posto in termini di debito netto.

### **1.3 La composizione dei titoli del debito pubblico italiano**

Come un individuo emette e consegna un titolo di credito rappresentativo di un'obbligazione, allo stesso modo fa lo Stato. L'obbligazione garantisce all'investitore il diritto a ricevere la restituzione alla scadenza del capitale sottoscritto, nonché una remunerazione a titolo di interesse. Nel caso in cui il soggetto emittente sia lo Stato, si parla di titoli del debito pubblico. Emettere titoli del debito è una scelta che non include solo il presente: significa vincolare la spesa futura. Se l'ammontare è elevato, come nel caso italiano, il futuro qui inteso

---

<sup>15</sup> Cottarelli, C. (2018), *Il macigno: perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*, Milano: Feltrinelli Editore, Sezione 2. Disponibile in: [https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=IYBKDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT4&dq=debito+pubblico+cottarelli&ots=9Xf9OvPmnT&sig=oGRhcPohYOL6Z6WSIYR8HUFFMQI&redir\\_esc=y#v=onepage&q=debito%20pubblico%20cottarelli&f=false](https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=IYBKDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT4&dq=debito+pubblico+cottarelli&ots=9Xf9OvPmnT&sig=oGRhcPohYOL6Z6WSIYR8HUFFMQI&redir_esc=y#v=onepage&q=debito%20pubblico%20cottarelli&f=false)

può diventare molto esteso. Come spiega Ignazio Musu: “Il debito pubblico viene così a costituire un vincolo e un onere che le generazioni presenti impongono alle generazioni future. Tutto questo agisce in senso limitativo delle possibilità di sviluppo economico”<sup>16</sup>.

I titoli di stato rappresentano la maggior parte del debito pubblico italiano, pari all'84%. In particolare, per l'Italia, Il Ministero dell'Economia e delle Finanze si occupa dell'emissione sul mercato di sei categorie di titoli di stato:

1. Buoni Ordinari del Tesoro (Bot) sono titoli a breve termine che vengono emessi in asta competitiva con scadenza a 3, 6 e 12 mesi, o altra durata compresa entro l'anno (chiamati BOT flessibili);
2. Certificati del Tesoro Zero Coupon (Ctz) sono titoli con durata pari a 24 mesi emessi tramite asta marginale mensilmente in concomitanza con i BOT a sei mesi;
3. Certificati di Credito del Tesoro (Cct/Ccteu) sono titoli con durata di 7 anni (mai di durata inferiore a 5 anni per i Ccteu), emessi tramite asta marginale;
4. Buoni del Tesoro Poliennali (Btp) sono titoli a medio-lungo termine con scadenze a 3, 5, 10 o 15 anni, emessi tramite asta marginale, che garantiscono cedole semestrali a tasso fisso costante;

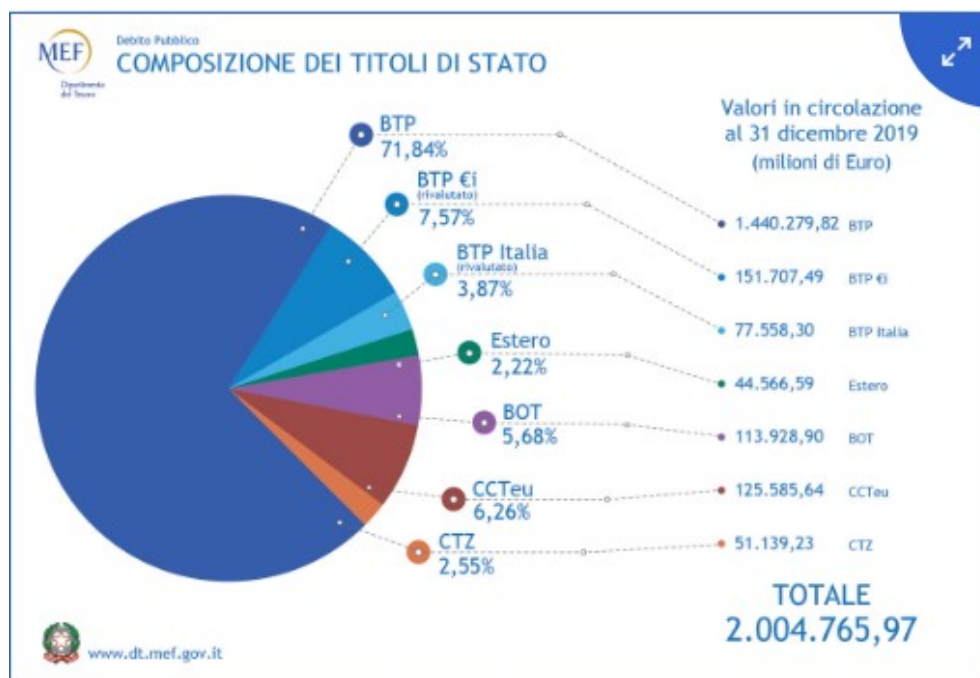
---

<sup>16</sup> Musu, I. (3° ed., 2012), *Il debito pubblico*, Bologna: Il Mulino, pag. 29.

5. Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione europea (Btp€i) sono titoli a medio-lungo termine con scadenze a 5, 10, 15 o 30 anni, emessi mensilmente in concomitanza dell'asta di fine mese, che garantiscono una protezione contro l'aumento del livello dei prezzi in Europa;
6. Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione italiana (Btp Italia) sono titoli con scadenza a 4 anni che garantiscono una protezione contro l'aumento del livello dei prezzi in Italia (sia il capitale sia le cedole sono rivalutati in base all'andamento dell'inflazione italiana).

Per una migliore comprensione della composizione dei titoli di stato, si veda la figura 1.2. Da questa si osserva che i Btp rappresentano il 71,84% del totale, aggiudicandosi quindi la porzione maggiore. A questi seguono i Btp indicizzati con il 7,57%, i Ccteu con il 6,26%, i Bot con il 5,68%, i Btp Italia con il 3,87%, i Ctz con il 2,55% e infine i titoli in valuta con il 2,2%.

Figura 1.2: composizione dei titoli di stato in circolazione al 31.12.2019



Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze-Dipartimento del Tesoro, *Dati Statistici* <sup>17</sup>.

Questa rapida visualizzazione dei titoli di Stato italiani funge da premessa per la riflessione sulle variabili che incidono sul rischio derivante da un elevato ammontare di titoli del debito. Un primo fattore da considerare è la vita media residua di un titolo che, nel caso italiano, è abbastanza elevata (pari a circa 7 anni). L'aumento della vita media residua dei titoli consente una minore frequenza dei finanziamenti; è un obiettivo storico del Tesoro, interrotto dalla crisi, ripreso già nel 2013 e facilitato nel 2015 dagli acquisti di titoli da parte della Banca Centrale Europea sul mercato secondario. Ma il debito italiano è di gran lunga

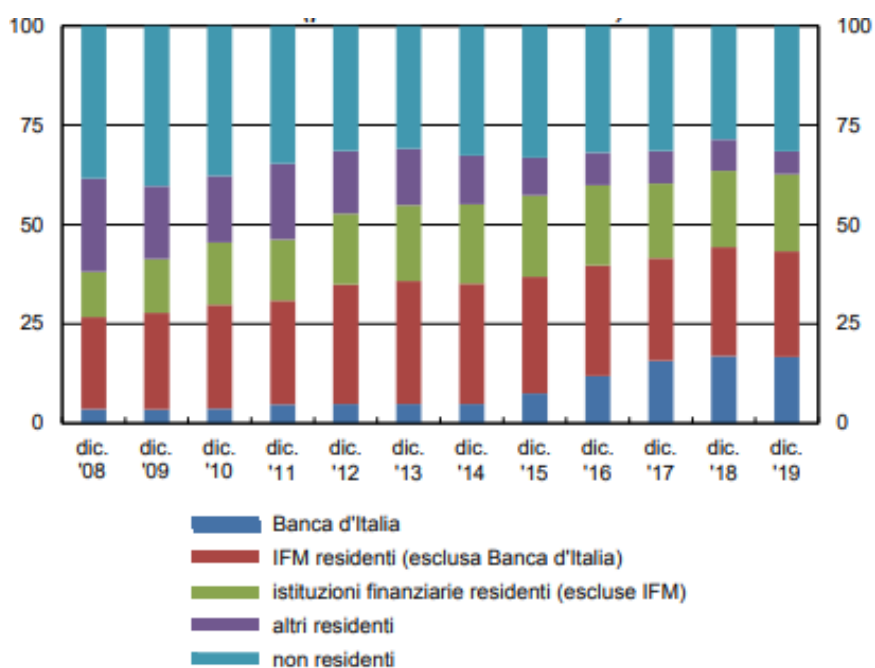
<sup>17</sup> Disponibile in: [http://www.dt.mef.gov.it/debito\\_publico/dati\\_statistici/](http://www.dt.mef.gov.it/debito_publico/dati_statistici/)

maggiore degli altri paesi e questo comporta che l'ammontare dei titoli italiani che scadono periodicamente sia molto più elevato.

C'è almeno un altro fattore che merita attenzione: la composizione degli investitori in titoli del debito pubblico. Per molto tempo, i titoli del debito pubblico italiano sono stati detenuti soprattutto da cittadini italiani. Questo ha configurato un rapporto unico e contraddittorio tra lo Stato e i cittadini, tale per cui questi si sentissero, al contempo, creditori e debitori. È un rapporto a tratti malsano, capace di innescare comportamenti refrattari al contenimento del debito: il cittadino, nonostante sia detentore di diritti in quanto creditore e di doveri in quanto debitore, preferisce sottrarsi alle proprie responsabilità di debitore ed eludere o evadere le imposte. Ma ciò ha inevitabilmente contribuito a “far scorrere in avanti” il debito pubblico.

Con la globalizzazione, la situazione è cambiata. Dai dati di Banca d'Italia dagli anni Novanta a oggi emerge una progressiva riduzione della quota di debito in mano a risparmiatori italiani; si noti dalla figura 1.3 che la quota dei titoli di stato detenuta da investitori esteri è attualmente pari al 32-33%.

Figura 1.3: Detentori del debito delle Amministrazioni Pubbliche (percentuale del totale)



Fonte: Banca d'Italia – Statistiche di Finanza Pubblica (15 aprile 2020), *Finanza pubblica: fabbisogno e debito - febbraio 2020*, Roma, pag. 1<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Disponibile in: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2020-finanza-pubblica/statistiche\\_FPI\\_15042020.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2020-finanza-pubblica/statistiche_FPI_15042020.pdf)

## Capitolo 2

# SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO E PRINCIPALI POLITICHE DI RIENTRO

“Il debito è come qualsiasi altra trappola, abbastanza facile cadervi dentro, ma abbastanza difficile poi uscirne”

HENRY WHEELER SHAW

### 2.1 Quando il debito pubblico è “troppo” alto

La frase ad apertura di questo capitolo è sostanzialmente un’avvertenza per il lettore. Si scoprirà infatti che le classiche misure di contenimento del debito pubblico non sono in realtà vere e proprie “vie di uscita”; se consentono di curare alcuni aspetti, finiscono inevitabilmente per peggiorarne altri.

Non è affatto scontato definire la soglia oltre la quale il debito pubblico diventa insostenibile. Ad esempio, come già osservato, il Giappone presenta un rapporto debito pubblico/Pil non indifferente (superiore al 220% del Pil, stando ai dati del 2019) che, tuttavia, riesce a finanziare senza alcun influsso sulla propria stabilità finanziaria. Quest’ultima, paradossalmente, potrebbe essere compromessa a causa di un rapporto debito pubblico/Pil anche molto basso come inferiore al 50%.



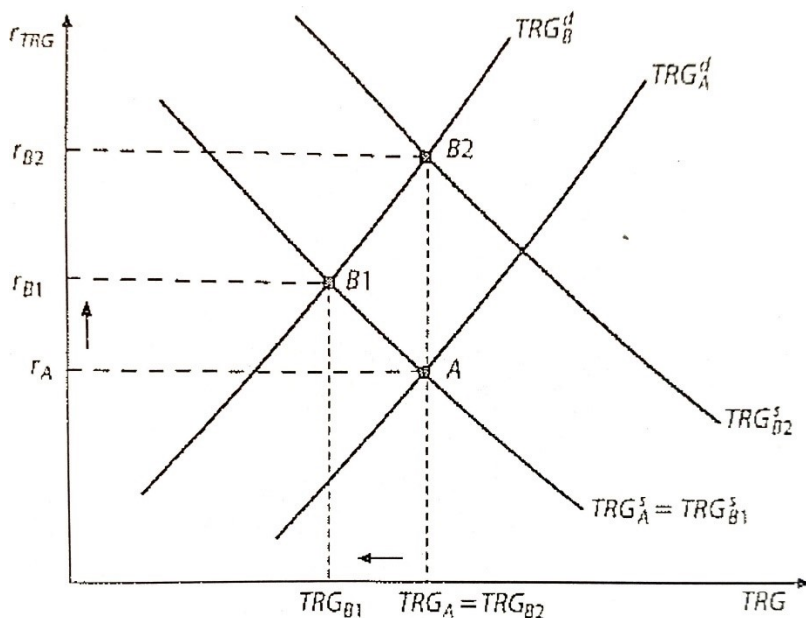
L'obiettivo non è quindi stabilire una soglia critica di sostenibilità che è estremamente dinamica e mutevole ma analizzare gli aspetti determinanti che conducono un paese verso l'insostenibilità del debito. Uno dei primi chiari segni di quest'ultima è un rapporto debito pubblico/Pil elevato ma soprattutto crescente.

Si era già accennato nel Capitolo 1 di come il differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita sia, sotto un profilo teorico, un fattore cruciale per l'andamento del rapporto debito pubblico/Pil. Un tasso di interesse insistentemente superiore al tasso di crescita causa una degenerazione del debito. In questo senso, il tasso di interesse è una misura del costo del debito: minore è il tasso di interesse, minore è l'avanzo primario necessario a sostenerlo e dunque maggiori sono le possibilità di sostenibilità del debito. Ma un paese con un debito pubblico elevato percepito come rischioso è costretto ad acquistare la disponibilità dei mercati finanziari a caro prezzo: il tasso di interesse dovrà aumentare come, appunto, premio per il rischio. Dunque, un debito "troppo" alto causa un elevato tasso di interesse che, a sua volta, aumenta esponenzialmente il debito. È come se la percezione di un debito insostenibile rendesse il debito effettivamente tale.

Attraverso la figura 2.1 si vuole mostrare in modo esemplificativo come il rischio emittente agisca sul costo della raccolta di finanziamenti. Nel grafico che segue si considerano due obbligazioni emesse con la stessa scadenza e nello stesso periodo, ma aventi emittenti con diverso grado di rischio: l'emittente A è percepito come più affidabile di B. Sull'asse delle ordinate sono riportati i

rendimenti delle obbligazioni, mentre sull'asse delle ascisse la quantità scambiata dei titoli a reddito garantito (TRG). Ovviamente, le curve di offerta sono inclinate negativamente ad indicare una relazione inversa tra quantità di obbligazioni e sua remunerazione; il contrario per le curve di domanda che, appunto, sono funzioni crescenti del rendimento dei TRG. Per l'emittente A meno rischioso l'equilibrio tra domanda e offerta viene raggiunto al punto A, in cui la quantità di TRG è pari a  $TRG_A$  al tasso di rendimento  $r_A$ . L'emittente B giudicato più rischioso presenta la propria curva di domanda ( $TRG_B^d$ ) più a destra rispetto ad A: a parità di quantità domandata, gli investitori richiedono un tasso di rendimento pari a  $r_{B1}$  maggiore rispetto all'emittente più affidabile. A questo punto B ha due scelte dal punto di vista dell'offerta: o offre la stessa quantità di TRG di A ( $TRG_A = TRG_{B2}$ ) ma ad un costo incredibilmente maggiore, spostando quindi la propria curva di offerta a  $TRG_{B2}^s$  (in B2 il tasso è pari a  $r_{B2}$ ) oppure mantiene la stessa curva di offerta di A ( $TRG_A^s = TRG_{B1}^s$ ) ma ottenendo così una minore quantità di finanziamento ad un costo maggiore di A ( $r_{B1} > r_A$ ).

Figura 2.1: Domanda e offerta di titoli a reddito garantito



Fonte: Alessandrini, P. (2° ed., 2015), *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, Bologna: Il Mulino, pag. 130.

Il risultato evidente è un forte aumento dello *spread* ossia del differenziale di rendimento tra i titoli, in questo caso i titoli pubblici italiani, e gli analoghi tedeschi, giudicati affidabili. È possibile in questo modo comprendere uno dei canali attraverso i quali l'elevato debito pubblico agisce da ostacolo alla crescita economica. Questo fenomeno è chiamato *doom loop* (letteralmente “spirale catastrofica”) ed indica il legame tra debito degli istituti finanziari e debito pubblico: il valore di mercato delle banche in possesso dei titoli di stato diminuisce all'aumentare del rendimento di questi. Dunque, il grado di

esposizione delle banche nei confronti del rischio sovrano, se alto, può mettere a repentaglio la stabilità finanziaria non solo degli istituti bancari ma anche dell'intero sistema economico. È questo il caso italiano di cui verrà data prova attraverso dati empirici nel paragrafo 2.4 trattando le conseguenze di un ripudio del debito pubblico.

In Italia, la spesa per interessi è pari al doppio rispetto alle altre economie europee. Non è certo un dato sorprendente alla luce di quanto osservato finora. È però preoccupante il fatto che la produttività del lavoro era ed è rimasta troppo bassa. Il tasso di crescita del Pil pro capite (al netto dell'inflazione) è il più basso fra i paesi avanzati, secondo solo alla Grecia. Seguono i dati pubblicati da Fondazione Ergo: “Nel periodo 2004-2018, l'indice della produttività del lavoro, espressa come valore aggiunto per ora lavorata con anno di riferimento il 2010 (100), mostra come l'Italia sia sostanzialmente rimasta ferma nell'arco di 15 anni, passando da 100,3 nel 2004 a 102,7 nel 2018 – anno in cui la produttività del lavoro dell'intera economia decresce dello 0,2% rispetto al 2017 (in contrasto con il +0,8% rispetto al 2016)”<sup>19</sup>. Il pericolo maggiore è che modesta crescita ed elevato debito si alimentino vicendevolmente. Si crea un circolo vizioso che rappresenta il primo passo verso l'insostenibilità.

---

<sup>19</sup> Centro studi Fondazione Ergo, *Bollettino Statistico Produttività del lavoro N.2/2019*.  
Disponibile in: <https://www.fondazionergo.it/centro-studi/bollettino-statistico>

È quindi molto importante che vengano prese le giuste misure e soprattutto che queste siano ritenute efficaci da parte dei mercati. A questo scopo, seguono le tre principali strategie volte al contenimento del debito.

## **2.2 Avanzo primario: riduzione delle spese o aumento delle entrate**

L'obiettivo della riduzione del deficit primario o, meglio ancora, della produzione di un avanzo primario sembrerebbe la scelta ideale. L'avanzo primario, come già descritto in precedenza, deriva dalla differenza tra entrate e spese pubbliche, al netto degli interessi. Le strade percorribili in tal senso sono sostanzialmente due: riduzione delle spese o aumento delle entrate. Una terza opzione consisterebbe, invece, in una combinazione delle prime due. L'effetto comune è una contrazione dell'attività economica almeno nel breve periodo, sebbene con intensità differente.

La riduzione della spesa pubblica in Italia, spesso, si concretizza in un taglio delle spese di investimento (spesa in conto capitale), privilegiando la spesa corrente. Questo deriva anche dal fatto che buona parte della spesa pubblica è tale da essere considerata imm modificabile o estremamente rigida (spesa per il personale e spesa previdenziale). Sacrificare la spesa in conto capitale non è affatto desiderabile: è questa che genera progresso e potenziale crescita economica.

La tesi che si intende sostenere è che più che ai tagli della spesa pubblica, si dovrebbe provvedere a una razionalizzazione delle spese volta all'aumento del loro grado di efficienza. Questo scopo potrebbe essere perseguito in svariati modi: promozione e incentivazione di comportamenti virtuosi, diffusione di una cultura volta alla responsabilizzazione ed ancora scrupoloso monitoraggio delle performance ottenute.

Un punto di partenza potrebbe essere rappresentato da una revisione della composizione della spesa. Se il livello di spesa pubblica in Italia (pari a circa il 46% del Pil nel 2018) non differisce sostanzialmente dalla media dei paesi europei, le differenze sono notevoli per quanto riguarda la composizione; in particolare, è elevatissima sia la spesa per interessi (come osservato poc'anzi) che la spesa pensionistica. È opportuno evidenziarlo in quanto permette di riflettere su come alcune criticità italiane siano incredibilmente interconnesse. È illuminante quanto scritto nel "Libro verde sulla spesa pubblica": "Assumendo un livello della spesa pubblica invariato rispetto al PIL e non volendo offrire nessuna prescrizione di politica economica, è un fatto che se solo la spesa per interessi e quella pensionistica fossero in linea con le altre grandi economie europee, l'Italia avrebbe ogni anno circa 50-60 miliardi di euro (circa 4 punti di PIL) da destinare ad altre finalità quali un più rapido raggiungimento del pareggio di bilancio,

l'investimento in infrastrutture e in ricerca, lo sviluppo degli ammortizzatori sociali e la riduzione del prelievo fiscale”<sup>20</sup>.

L'aumento delle tasse, oltre a produrre un effetto distorsivo, provoca un effetto recessivo sul Pil anche maggiore della riduzione delle spese pubbliche. Sarebbe ancora più grave se venissero tassati proprio i fattori produttivi che rappresentano il motore propulsore degli investimenti, quindi dell'innovazione e della crescita economica nel medio-lungo periodo. Inoltre, una politica di tal genere è certamente impopolare ed inefficace se il livello di pressione fiscale è già considerevole<sup>21</sup>.

Con riguardo alle entrate fiscali, un altro aspetto che merita attenzione è l'evasione fiscale nella misura in cui le minori entrate contribuiscono all'aumento del debito pubblico. Uno studio dell'Osservatorio sui conti pubblici italiani

---

<sup>20</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze-Commissione Tecnica per la Finanza Pubblica (6 settembre 2007), *Libro verde sulla spesa pubblica*, Roma, capitolo 1, pag. 14. Disponibile in: [http://www.mef.gov.it/ministero/commissioni/ctfp/documenti/Libro\\_verde\\_spesa\\_pubblica.pdf](http://www.mef.gov.it/ministero/commissioni/ctfp/documenti/Libro_verde_spesa_pubblica.pdf)

<sup>21</sup> Arthur Laffer rappresentò la relazione tra pressione fiscale ed entrate fiscali attraverso una curva a campana in un diagramma cartesiano in cui sull'asse delle ascisse viene mostrata l'aliquota di imposta media e sull'asse delle ordinate il gettito fiscale. Laffer sostenne in questo modo l'esistenza di un punto limite oltre il quale l'aumento della pressione fiscale finisce per ridurre l'ammontare complessivo delle entrate. In realtà, questa teoria non è sostenuta universalmente perché è influenzata dalla tipologia e dalla durata dell'aumento della pressione fiscale.

dell'Università Cattolica del Sacro Cuore<sup>22</sup> simula come sarebbe cambiato il rapporto debito pubblico/Pil grazie alle mancate entrate derivanti dall'evasione fiscale. A dimostrazione del fatto che un lieve miglioramento dell'evasione gioverebbe notevolmente alla finanza pubblica, nello studio viene stimato che anche solo un ottavo delle mancate entrate cioè aumenti di un punto percentuale di Pil all'anno a partire dal 1980 avrebbero modificato in modo sostanziale il rapporto debito pubblico/Pil che, quindi, a fine 2017 (anno in cui si è svolta l'analisi) sarebbe stato intorno al 70 per cento; un valore praticamente inferiore a 60 punti percentuali rispetto a quello effettivo.

Si noti l'effetto redistributivo causato dal fatto che alcuni individui riescono facilmente ad eludere o evadere<sup>23</sup> il pagamento degli oneri tributari e altri come i lavoratori dipendenti non possano sottrarsi a quest'obbligo e, nonostante questo, debbano continuare a contribuire alle manovre di rientro del debito pubblico.

---

<sup>22</sup> Gatteschi S. (13 dicembre 2017), *Il peso dell'evasione fiscale sul debito pubblico*, Osservatorio conti pubblici italiani, Milano, pag. 2. Disponibile in: [https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-Il\\_peso\\_dell\\_evasione\\_fiscale\\_sul\\_debito\\_pubblico.pdf](https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-Il_peso_dell_evasione_fiscale_sul_debito_pubblico.pdf)

<sup>23</sup> L'elusione fiscale è il comportamento del contribuente che tenta di aggirare un certo presupposto di imposta facendone nascere un altro oppure nessuno allo scopo di ridurre l'obbligazione tributaria. L'evasione è un comportamento consapevole, omissivo o attivo, posto in essere in violazione della legge al fine di ridurre il carico fiscale mediante l'occultamento di imponibili e/o di imposta.



Alla politica di produzione di un avanzo primario, sarebbe opportuno associare azioni volte a favorire la crescita del tasso di sviluppo reale dell'economia (g). L'azione combinata consentirebbe di attivare i cosiddetti "stabilizzatori fiscali automatici" che, a loro volta, faciliterebbero il raggiungimento dell'avanzo primario e contrasterebbero gli effetti recessivi sul Pil di un aggiustamento del bilancio. La crisi economica seguita alla crisi finanziaria del 2007 ha reso evidente l'importanza degli "spazi fiscali" di cui hanno goduto i governi che hanno diminuito il debito nel periodo di espansione ed in questo modo sono stati in grado di arginare gli effetti negativi della crisi sull'economia.

### **2.3 Monetizzazione del debito: una scelta (non) alternativa alla tassazione**

Per "monetizzazione del debito" si intende la strategia di politica monetaria espansiva consistente nel finanziamento del debito pubblico attraverso l'emissione di moneta. È attuabile qualora il governo abbia una influenza piuttosto decisiva sulle decisioni della Banca centrale, tale da imporre l'acquisto di titoli del debito pubblico.

La Banca centrale ha la facoltà di stampare banconote il cui valore intrinseco è notevolmente inferiore rispetto al valore nominale di scambio. È questo il vantaggio del signoraggio: attraverso l'emissione di banconote (il cui costo è quasi nullo), la Banca Centrale può acquistare attività finanziarie con rendimento

maggiore di zero (come i titoli del debito pubblico). Il reddito da signoraggio è ottenuto dalle banche centrali come somma di interessi generata dalle attività finanziarie detenute in contropartita delle banconote in circolazione.

La “soluzione” della monetizzazione del debito è considerata quindi invitante almeno per un altro motivo: gli interessi sul debito ottenuti dalla Banca Centrale sono recuperati attraverso il signoraggio. Infatti, questo reddito è trasferito alla Banca Centrale Europea che, a sua volta, lo redistribuisce alle banche centrali nazionali (BCN) in maniera proporzionale alle *capital keys* (quote azionarie) ma le BCN una volta fatti gli accantonamenti a riserva, lo retrocedono al Tesoro.

C'è un'altra componente del signoraggio da tenere costantemente in osservazione: è la cosiddetta “tassa da inflazione”. In effetti, l'aumento dell'offerta di moneta produce inflazione che erode il potere di acquisto del debito rimborsato; in altri termini, se i prezzi aumentano, la capacità di acquistare beni e servizi diminuisce. In aggiunta, il timore di constatare in seguito un'effettiva riduzione del potere d'acquisto induce ad un aumento della domanda di beni e servizi, contribuendo ad un fatale aumento dell'inflazione. Il valore reale del debito pubblico, in questo modo, diminuisce ma il prezzo viene pagato dai cittadini che hanno prestato allo Stato un capitale superiore rispetto a quanto verrà loro restituito: l'inflazione finisce per avvantaggiare il debitore che, in questo caso, è lo Stato.

Il senso del titolo del paragrafo è a questo punto chiaro: la monetizzazione porterebbe comunque ad un aumento delle tasse se si considera appunto l'inflazione come una vera e propria tassa. Milton Friedman evidenziò un altro aspetto caratteristico della tassa da inflazione: "L'inflazione è quella forma di tassazione che può essere imposta senza legislazione". Infatti, diversamente dalle altre tasse, questa verrebbe attuata senza consenso del Parlamento. L'effetto, similmente ad un ripudio, è una forte lacerazione del rapporto di fiducia tra Stato e cittadini.

Anzi, rispetto alle altre tasse, l'inflazione è la più iniqua poiché colpisce gli operatori con minore potere contrattuale. La soluzione a questo potrebbe essere rappresentata da meccanismi di indicizzazione che consentano un adeguamento automatico alle variazioni del livello generale dei prezzi. Questa non è una vera e propria soluzione perché come argomenta Ignazio Musu: "Ma in questo modo è evidente che si introdurrebbe nell'economia un sistema generalizzato di autopertuazione dell'inflazione che potrebbe espandersi continuamente"<sup>24</sup>.

Nell'Eurosistema è vietato il finanziamento monetario diretto dei disavanzi dei paesi membri; in questo modo, le Banche centrali vengono protette dalla perdita di reputazione antinflazionistica (indipendenza delle Banche centrali).

L'unico modo quindi per attuare una tale politica sarebbe l'uscita dall'euro, questione che sembra costantemente riaffiorare nel dibattito dell'opinione

---

<sup>24</sup> Musu, I. (3° ed., 2012), *Il debito pubblico*, Bologna: Il Mulino, pag. 38.

pubblica ma che spesso suona come “capro espiatorio” dei problemi che, da sempre, affliggono l’Italia. In ogni caso, un paese europeo dovrebbe valutare la convenienza di una simile scelta alla luce dei costi dell’iperinflazione. In effetti, la svalutazione potrebbe anche consentire un aumento di competitività, favorendo così le esportazioni. Ma si tratta di un effetto puramente di breve periodo; nel medio-lungo periodo la svalutazione avrebbe un effetto anche sui prezzi interni che crescerebbero a causa dell’aumento del costo delle importazioni. Questo discorso vale ancor di più se il paese in questione è fortemente dipendente dalle importazioni di materie prime. In aggiunta, non è corretto nemmeno dare per scontato che la svalutazione avvantaggerebbe le esportazioni dal momento in cui non si avrebbe più accesso al mercato europeo che rappresenta uno dei principali luoghi di scambio. Quindi al posto di uno “sperato” surplus, vi sarebbe un deficit nella bilancia dei pagamenti con l’estero; si innescherebbe così un circolo vizioso svalutazione-inflazione-svalutazione.

Alcuni sono convinti che l’inflazione non sia poi un male in quanto, in fin dei conti, potrebbe alleggerire il peso di un enorme debito pubblico e avvantaggiare lo Stato coerentemente a quanto spiegato poche righe fa. C’è però un “dettaglio” da considerare: i tassi di interesse sul nuovo debito potrebbero aumentare per tenere conto di un premio all’inflazione. Anche solo il timore di un’uscita dall’euro porterebbe all’aumento massiccio delle vendite dei titoli: al rischio di controparte si aggiungerebbe l’aspettativa del rischio tasso di cambio. In definitiva, un paese

europeo dovrebbe essere consapevole di questi rischi prima di dichiararsi pronto ad affrontare un tale passo.

#### **2.4 Ripudio del debito: una scelta (non) alternativa alla monetizzazione**

Il ripudio del debito è sicuramente la soluzione più estrema. Ripudiare il debito significa rifiutarsi di adempiere ai propri doveri di debitore. A una tale scelta segue implicitamente un'altra: lo Stato non potrà emettere ulteriore debito, se non correndo il rischio che questo non venga sottoscritto. Infatti, come accennato nel caso della monetizzazione, l'esito di un ripudio sarebbe drastico: il Governo perderebbe totalmente credibilità nei confronti degli investitori. Le conseguenze sono più o meno gravi a seconda dei casi; come anticipato in precedenza, una delle determinanti del rischio di un elevato debito pubblico è la composizione dei suoi investitori. Riprendendo la figura 1.3 aggiornata ai dati di Aprile 2020 si osserva che, nel caso italiano, gli investitori esteri in titoli del debito pubblico sono poco più del 30%. Una quota consistente (più del 40%) è detenuta da istituzioni finanziarie quali banche, fondi comuni monetari, assicurazioni. Per il resto, una quota relativamente piccola (pari a circa il 6%) è detenuta da famiglie e il rimanente 20% è detenuta da Banca d'Italia. Le conseguenze di un ripudio, quindi, ricadrebbero principalmente sugli intermediari finanziari provocando gravi fallimenti bancari e questo si ripercuoterebbe su famiglie e imprese: la crisi del

sistema finanziario, ineluttabilmente, farebbe collassare l'economia reale. L'ultima spiaggia sarebbe allora quella di imboccare la strada della monetizzazione, con tutti i costi già osservati.

## CONCLUSIONI

Alla luce dello studio svolto, si reputa indifferibile la questione del debito pubblico, soprattutto per un paese come quello italiano. All'interno di un rapporto finanziario c'è un delicatissimo legame di fiducia tra le controparti che non dovrebbe mai essere compromesso: un elevato debito pubblico, invece, lo lacera profondamente. Instilla incertezze e paure nei mercati finanziari, annienta la credibilità del Paese e si ripercuote sull'economia reale sotto le vesti di scarsità di credito per imprese e famiglie (si parla di *crowding out* o effetto spiazzamento).

Constatare la grandezza del debito pubblico quando questo cominci a manifestare la sua dannosità è la conseguenza di una miopia dei governi che li induce ad ignorare il vincolo di bilancio. Riordinare i conti pubblici richiede sacrifici e spesso il modo attraverso il quale si tenta di farlo è il risultato di pressioni politiche: ciascun gruppo sociale cerca di scaricare su altri l'onere dell'aggiustamento. È chiaro, ad esempio, che i detentori del debito pubblico eviterebbero volentieri il ripudio e giudicherebbero con favore la monetizzazione del debito (ma solo se hanno la possibilità di proteggersi dall'aumento dell'inflazione).

Le tre politiche di rientro mostrate non sono di certo le uniche proposte di risanamento del debito. Un'alternativa interessante potrebbe riguardare la

privatizzazione di asset pubblici. Questo procedimento consentirebbe di reperire risorse preziose per il bilancio dello Stato ed inoltre una gestione pubblica orientata al conseguimento del profitto potrebbe aumentare l'efficienza del sistema produttivo. Un'altra soluzione di cui spesso si parla è l'imposta patrimoniale. Questa sarebbe un'imposta straordinaria e molto elevata, calcolata appunto sul patrimonio delle famiglie. Ma, anche compiendo lo sforzo di costruirla secondo criteri di equità e mostrata "a sorpresa", non sarebbe efficace per la risoluzione del debito pubblico italiano. Anzi le fughe di capitali conseguenti a questa, sarebbero fatali per la stabilità finanziaria del paese. Tra l'altro, guardando la storia italiana la riforma Amato<sup>25</sup> sembra somigliare molto a questo tipo di imposta e quando venne attuata generò un'entrata piuttosto modesta, pari allo 0,8% del Pil. Ma d'altronde, ad effetti limitati sul debito giungerebbe anche una ristrutturazione. Essa necessiterebbe di un difficile accordo con i creditori per modificare le condizioni originarie del prestito e, in ogni caso, richiederebbe un avanzo primario al fine di evitare nuovamente l'aumento incontrollato del debito.

La conclusione è che un governo dovrebbe fare il possibile per evitare l'esplosione del debito pubblico perché non solo esso stesso in quantità elevate nuoce all'economia ma anche perché gli effetti delle manovre per un suo

---

<sup>25</sup> Decreto legislativo n. 503 del 30 dicembre 1992 pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 305 del 30 dicembre 1992, Supplemento ordinario n. 137.



risanamento rischiano di essere perverse: la terapia potrebbe aggravare le condizioni generali del malato.

Per una maggiore completezza, si ritiene doveroso precisare che l'elaborato non tratta dell'attuale emergenza sanitaria dovuta a Covid-19; un impatto sul debito pubblico è inevitabile ma si ritiene eccessivamente prematuro trattarne le conseguenze economiche. Tuttavia, i dati a disposizione mostrano che il Fondo Monetario Internazionale (FMI) prevede per il 2020 una contrazione del Pil italiano superiore al 9% confermando, in questo modo, l'Italia come uno dei paesi più colpiti e avvertendo che sono possibili dati futuri anche peggiori. Il direttore generale del FMI, Kristalina Georgieva, parla della crisi attuale come più severa della Grande Depressione del 1929. Standard's and Poor ha riconfermato il rating<sup>26</sup> dell'Italia a BBB ossia solo due gradini al di sopra dei titoli considerati *junk* (spazzatura) e ha mantenuto un *outlook* (previsione) negativo. Fitch Investors Service le ha invece assegnato un rating pari a BBB-. A questi dati, è bene aggiungerne un altro: il debito pubblico italiano è ritenuto ancora sostenibile.

---

<sup>26</sup> Il rating è un giudizio sul grado di rischio degli emittenti espresso da entità indipendenti rispetto a questi. Tale giudizio, espresso attraverso un punteggio sulla base di una scala di valutazione, è sottoposto a revisione periodica. Le principali agenzie di rating sono Fitch Investors Service, Moody's e Standard & Poor's. L'*outlook* è un altro strumento di valutazione che indica una previsione a medio e lungo termine di tipo positivo, negativo o stabile. In questo caso, in quanto negativo, è prevedibile un peggioramento e un ulteriore declassamento del giudizio di rating.

Quest'affermazione deriva dall'analisi sulla sostenibilità del debito fatta dalla Commissione Europea che dichiara, appunto, la sostenibilità nel medio periodo in tutti i paesi dell'area euro.

## BIBLIOGRAFIA

Alessandrini, P. (2° ed., 2015). *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, Bologna: Il Mulino.

Banca d'Italia – Statistiche di Finanza Pubblica (15 aprile 2020). *Finanza pubblica: fabbisogno e debito - febbraio 2020*, Roma.

Bini Smaghi, L. (2013). *Morire di austerità: Democrazie europee con le spalle al muro*, Bologna: Il Mulino.

Blanchard, O. (4° ed., 2006). *Macroeconomia*, a cura di F. Giavazzi & A. Amighini, Bologna: Il Mulino.

Borsa italiana (12 ottobre 2007). *Cosa sono i subprime*, FTA Online News, Milano.

Cottarelli, C. (2018). *Il macigno: perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*, Milano: Feltrinelli Editore.

Centro studi Fondazione Ergo. *Bollettino Statistico Produttività del lavoro N.2/2019*.

Eurostat (22 Aprile 2020). *Government finance statistics*.

Gatteschi, S. (13 dicembre 2017). *Il peso dell'evasione fiscale sul debito pubblico*, Osservatorio conti pubblici italiani, Milano.

Ministero dell'Economia e delle Finanze-Commissione Tecnica per la Finanza Pubblica (6 settembre 2007). *Libro verde sulla spesa pubblica*, Roma.

Ministero dell'Economia e delle Finanze-Dipartimento del Tesoro. *Dati Statistici: Ammontare Titoli e Debito Pubblico*.

Ministero dell'Economia e delle Finanze-Dipartimento del Tesoro. *Dati Statistici*.

Mistura, P., Palomba, R., Paudice, F. (3 marzo 2020). *Dai dati Istat alcune novità sullo stato di salute dei conti pubblici*, Osservatorio conti pubblici italiani, Milano.

Musu, I. (3° ed., 2012). *Il debito pubblico*, Bologna: Il Mulino.

Saccò, P. (27 febbraio 2018). *Il conto: Come si è formato il debito pubblico italiano*, Avvenire.

## SITOGRAFIA

<https://avvenire.it>

<https://www.bancaditalia.it>

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.confindustria.it](http://www.confindustria.it)

<http://ec.europa.eu/eurostat/>

[www.fondazionergo.it](http://www.fondazionergo.it)

[www.istat.it](http://www.istat.it)

[www.mef.gov.it](http://www.mef.gov.it)

[www.oecd.org](http://www.oecd.org)

<https://osservatoriocpi.unicatt.it>

<https://scholar.google.com/>

[www.treccani.it](http://www.treccani.it)