UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA: EVOLUZIONE STORICA E SOSTENIBILITÀ

PUBLIC DEBT IN ITALY: HISTORICAL EVOLUTION AND SUSTAINABILITY

Relatore:

Prof. Davide Ticchi

Rapporto Finale di:

Marco Menghini

Anno Accademico 2025/2026

A mia nonna Silvana,

A mio nonno Mario, che sono sicuro sarebbe stato orgoglioso di questo traguardo,

Alla mia famiglia.

RINGRAZIAMENTI

Giunto alla fine di questo percorso, durato ben tre anni, ci terrei a ringraziare particolarmente la mia famiglia e specialmente i miei genitori che mi hanno supportato nei momenti in cui ne avevo più bisogno e nei quali, preso dall'ansia che ha da sempre caratterizzato, almeno in parte, la mia personalità, temevo che non ce l'avrei fatta a raggiungere questo importante traguardo.

Un ringraziamento particolare va anche a tutti i miei amici e specialmente ai miei compagni di corso Nicolò, Diego e Valeria. Siete stati un supporto fondamentale, soprattutto nei momenti difficili, e questo è stato davvero molto importante. Grazie per la vostra vicinanza, per le belle esperienze vissute insieme e, più in generale, per ciò che avete rappresentato e continuerete a rappresentare per me. Questo traguardo è in parte anche merito vostro.

Infine, vorrei ringraziare anche il mio relatore, il professor Davide Ticchi, che mi ha guidato durante la realizzazione di questo elaborato e che mi ha trasmesso sin dal primo giorno di lezione la passione per la sua materia.

ABSTRACT

Il presente elaborato analizza il tema del debito pubblico italiano, esaminandone l'evoluzione storica, i principali fattori che ne influenzano la sostenibilità e le strategie adottate per gestirlo. Dopo aver illustrato il concetto di debito pubblico e le determinanti macroeconomiche che ne condizionano l'andamento, la tesi ricostruisce l'evoluzione del rapporto debito pubblico/PIL in Italia dagli anni Settanta fino ai giorni nostri, soffermandosi sugli effetti delle principali crisi economico-finanziarie, tra cui la crisi finanziaria globale del 2008 e la crisi del debito sovrano europeo. L'ultima parte del lavoro è dedicata all'analisi della gestione del debito pubblico nel 2024, con particolare riferimento agli obiettivi perseguiti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, all'andamento dei titoli di Stato italiani nel contesto europeo, alle misure adottate per contenere il rischio e ai risultati conseguiti. Dall'analisi emerge che la sostenibilità del debito pubblico dipende non solo dall'entità dello stock di debito, ma anche dalla crescita economica, dalla credibilità delle istituzioni, dalle condizioni dei mercati finanziari e dall'efficacia delle politiche di gestione adottate nel medio-lungo periodo.

INDICE

INTRODUZIONE 1
CAPITOLO 1 3
Il debito pubblico in ambito macroeconomico 3
1.1 Che cos'è il debito pubblico e di cosa si compone 3
1.2 La sostenibilità del debito pubblico 5
1.3 Il debito pubblico in termini di equilibrio macroeconomico 8
1.4 Le misure impiegate per la riduzione del debito 10
CAPITOLO 2 13
Il debito pubblico dagli anni '70 a oggi 13
2.1 La dinamica del rapporto debito pubblico/PIL 13
2.2 L'andamento del debito italiano dal 1970 ai giorni nostri 14
2.3 La grande crisi finanziaria del 2008-2010 e i suoi effetti sul debito italiano .. 18
2.3.1 Una panoramica generale sulla crisi 18
2.3.2 La situazione del debito pubblico italiano 18
2.4 La crisi del debito sovrano e gli effetti sul debito pubblico italiano 20
2.4.1 Cenni generali sulla crisi 20
2.4.2 Gli effetti sul debito italiano e le misure adottate per contrastare la crisi 21
CAPITOLO 3 25
La situazione del debito pubblico in Italia nel 2024 25
3.1 Gli obiettivi per il 2024 25
3.2 L'andamento dei titoli pubblici italiani nel contesto internazionale 27
3.3 Le misure di gestione adottate e i risultati ottenuti 30
3.3.1 Le misure 30
3.3.2 I risultati conseguiti 32
CONCLUSIONE 34
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA 37

INTRODUZIONE

Il debito pubblico rappresenta uno dei temi più importanti nella macroeconomia e nella politica economica poiché esercita un'influenza significativa sulla stabilità finanziaria di uno Stato, sulla crescita economica e sulle prospettive di sviluppo di lungo periodo. La sua evoluzione non dipende soltanto dalle decisioni di bilancio adottate dai governi, ma è condizionata anche dall'andamento del ciclo economico, delle condizioni dei mercati finanziari, delle politiche monetarie delle banche centrali e del contesto internazionale. Per tale motivo, il debito pubblico è un indicatore fondamentale per valutare la sostenibilità delle finanze pubbliche e la capacità di uno Stato di finanziare le proprie attività mantenendo la fiducia degli investitori.

Nel caso dell'Italia, il tema risulta essere ancora più rilevante. Il nostro Paese, infatti, presenta uno dei rapporti debito pubblico/PIL più alti tra le principali economie avanzate, situazione che rende delicato il processo di gestione del debito e implica un continuo equilibrio tra il finanziamento della spesa pubblica, il contenimento del costo dell'indebitamento e la garanzia della sostenibilità dei conti pubblici. Negli ultimi decenni il debito italiano è stato influenzato da diversi eventi economici e finanziari, tra cui la crisi finanziaria globale del 2008, la crisi del debito sovrano europeo, la pandemia di COVID-19 e il rialzo dell'inflazione e dei tassi di interesse che si è avuto di recente. Questi avvenimenti hanno dimostrato che la gestione del debito pubblico non può essere ritenuta soltanto una questione di politica fiscale nazionale, ma deve essere analizzata tenendo conto anche delle dinamiche internazionali e dell'appartenenza dell'Italia all'Unione Economica e Monetaria.

L'obiettivo principale di questo lavoro consiste nell'analizzare il debito pubblico italiano sia dal punto di vista teorico sia esaminando la sua evoluzione storica e le strategie impiegate più recentemente per la sua gestione. In particolare, verranno approfonditi i principali fattori che incidono sulla sostenibilità del debito, si procederà poi alla ricostruzione delle dinamiche che hanno portato all'attuale livello di indebitamento e infine si analizzeranno le misure impiegate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel 2024 per perseguire un equilibrio tra il contenimento del costo dell'indebitamento e la riduzione dei principali rischi finanziari.

Venendo ora alla struttura della tesi, essa si articola in tre capitoli.

All'interno del primo capitolo vengono introdotti gli aspetti teorici del debito pubblico. Dopo averne dato una definizione e aver trattato i principali strumenti tramite i quali lo Stato finanzia il proprio fabbisogno, l'attenzione viene concentrata sulla sostenibilità del debito pubblico, analizzando i principali fattori che la influenzano, tra cui il livello dei tassi di interesse, il saldo di bilancio, la composizione dei creditori, la valuta di emissione dei titoli e l'appartenenza a un'unione monetaria. Successivamente vengono esaminati gli effetti del debito pubblico sull'equilibrio macroeconomico e vengono illustrate le principali strategie che i governi possono impiegare per contenerne la crescita e migliorarne la sostenibilità.

Il secondo capitolo è incentrato sull'evoluzione del debito pubblico italiano dagli anni Settanta fino ai giorni nostri. Dopo aver descritto i principali fattori che determinano la dinamica del rapporto debito pubblico/PIL, viene ricostruita l'evoluzione storica dell'indebitamento italiano attraverso l'analisi delle principali fasi economiche che hanno caratterizzato il Paese. Particolare attenzione viene data agli effetti della crisi finanziaria internazionale del 2008 e della successiva crisi del debito sovrano europeo, mettendo in luce il ruolo delle politiche economiche nazionali e degli interventi della Banca Centrale Europea nel contenimento delle tensioni finanziarie.

Il terzo e ultimo capitolo, infine, tratta il tema della gestione del debito pubblico italiano nel corso del 2024. Dopo aver illustrato gli obiettivi perseguiti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, l'attenzione si concentra sull'andamento dei titoli di Stato italiani nel contesto europeo, sulle principali strategie adottate per la gestione del debito e sui risultati ottenuti. In particolar modo, ci si concentra sulle politiche finalizzate alla riduzione del rischio di rifinanziamento, alla gestione del costo medio del debito, all'allungamento della vita media dei titoli e all'utilizzo di strumenti innovativi come i BTP Green e i BTP Valore, valutandone il contributo al miglioramento della sostenibilità del debito pubblico italiano.

CAPITOLO 1

Il debito pubblico in ambito macroeconomico

Il primo capitolo di questa tesi ha l'obiettivo di dare una definizione generale di che cos'è il debito pubblico per poi passare ad analizzare la questione della sua sostenibilità, concludendo con un approfondimento in merito alle principali misure che possono essere generalmente impiegate per contenerlo. In primo luogo, verrà data una definizione di debito pubblico che sarà poi utile per approfondire le dinamiche che spingono i soggetti economici come famiglie e imprese a finanziarlo. Successivamente si analizzeranno i titoli di Stato tramite i quali si finanzia il debito per poi passare ad esaminare la questione della sua sostenibilità con riferimento ai fattori che la influenzano e ai suoi effetti a livello macroeconomico. Infine, come collegamento al discorso della sostenibilità, saranno illustrate le principali misure che i governi possono impiegare per tentare di contenere il rapporto debito pubblico/PIL e di ridurne la crescita.

1.1 Che cos'è il debito pubblico e di cosa si compone

Il debito pubblico è costituito dall'insieme dei rapporti di debito-credito che sono intrattenuti tra due soggetti, lo Stato e i privati, e fa riferimento anche alle passività delle Amministrazioni pubbliche e ai diversi possibili creditori. È molto importante perché permette di finanziare la crescita economica, i servizi per i cittadini e gli investimenti pubblici.

In particolare, lo Stato è colui che necessita di un prestito e per questo motivo vende questi rapporti sul mercato promettendo, per ognuno, un interesse. I privati cittadini, invece, sono tutti quei soggetti che hanno la libertà di scegliere se investire la propria ricchezza in queste attività offerte dallo Stato oppure in attività alternative.

Le dinamiche che stanno alla base di questa scelta, però, meritano particolare attenzione. Infatti, quando i privati scelgono di prestare denaro allo Stato (e quindi di finanziare il suo debito), non lo fanno soltanto in funzione del rendimento di questi prestiti (poiché tali investimenti hanno rendimenti generalmente bassi rispetto alle altre attività finanziarie) ma effettuano questa scelta tenendo conto principalmente del fatto che

queste attività sono generalmente considerate strumenti con un rischio relativamente basso e caratterizzate, soprattutto per i titoli più negoziati, da una liquidità elevata. A questo punto, lo Stato è interessato al fatto che i soggetti privati concedano questi prestiti e quindi, se aumenta il rischio che questi si attendono, sarà necessario aumentare il tasso di interesse garantito come remunerazione al fine di invogliare i privati a investire ancora in queste attività.

Poiché gli investimenti in titoli di debito pubblico sono liberi, essi seguono le dinamiche di ogni altro investimento. In particolare, un aumento della domanda di queste attività finanziarie comporta un aumento del prezzo, per effetto della relazione diretta che esiste tra queste due variabili, e tale aumento fa a sua volta ridurre il rendimento rappresentato dal costo che lo stato deve sostenere per il suo indebitamento. In altri termini, è il tasso di interesse garantito come remunerazione per gli investitori (Cafiso, 2020).

Per quanto riguarda la composizione del debito pubblico, nel caso dell'Italia esso è costituito sia da titoli a breve termine sia da titoli a medio-lungo termine. I principali strumenti a breve termine emessi dallo Stato italiano sono i BOT (Buoni Ordinari del Tesoro), ossia titoli con scadenza che varia dai 3 ai 12 mesi, mentre tra i principali titoli di Stato internazionali figurano i Treasury statunitensi e i Bund tedeschi. I titoli italiani a medio-lungo termine più importanti, invece, sono i BTP (Buoni del Tesoro Poliennali) che hanno una scadenza variabile dai 2 ai 50 anni a seconda della tipologia specifica di titolo, e i CCTeu (Certificati di Credito del Tesoro).

In conclusione di questa panoramica generale sulla composizione del debito pubblico è opportuno specificare che in tempi recenti la grande categoria dei BTP è stata ulteriormente dettagliata e diversificata in diverse tipologie di titoli che sono le seguenti: BTP€i, ossia i Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione europea; BTP Green, ossia quelli legati al settore della finanza sostenibile; BTP Italia, ossia quelli indicizzati all'inflazione italiana; BTP Futura e BTP Valore, ossia quelli che garantiscono una remunerazione rappresentata da cedole crescenti nel corso del tempo (Fonte: Borsa Italiana, s.d.).

1.2 La sostenibilità del debito pubblico

Quando si parla di debito pubblico, una questione di fondamentale importanza è rappresentata dalla sua sostenibilità, ossia la capacità del settore pubblico di rifinanziare il proprio debito nel tempo e a costi ridotti, evitando di attuare politiche fiscali correttive drastiche o irrealistiche.

Entrando maggiormente nei dettagli, la sostenibilità del debito è condizionata da una serie di fattori che meritano di essere analizzati dettagliatamente.

Anzitutto, una prima variabile determinante è rappresentata dai tassi di interesse. Il tasso di interesse, in particolare, rappresenta il costo dell'indebitamento e quindi ha degli effetti importanti sulla sua sostenibilità perché più il tasso assume valori elevati, maggiore sarà il costo dell'indebitamento. Questa questione è molto delicata poiché può portare anche al default. Infatti, se gli investitori richiedono un tasso di interesse maggiore per acquistare titoli pubblici di nuova emissione, per pagare tali interessi lo Stato necessita ovviamente di una quantità maggiore di risorse economiche che, nelle situazioni di crisi, vengono reperite emettendo ulteriori titoli (e quindi a debito). Questi prestiti, però, vengono emessi a un tasso che è ancora più elevato e così si instaura un circolo vizioso di espansione dell'entità e del costo del debito che prende il nome di "spirale del debito" (Cafiso, 2020).

Un ulteriore aspetto che influenza la sostenibilità del debito pubblico è rappresentato dal deficit, ossia una grandezza flusso che va ad incrementare il debito complessivamente accumulato negli anni. Esso, in altre parole, è il saldo negativo tra entrate e spese delle pubbliche amministrazioni in un determinato periodo. A questo proposito occorre specificare che nel momento in cui il bilancio dello Stato è in surplus, tale surplus rappresenta un risparmio del settore pubblico che consente di ridurre lo stock di debito in circolazione perché un numero di titoli pari a tale surplus non sarà emesso. In merito a questo punto particolare, la Tabella 1 mostra il saldo complessivo (deficit se negativo oppure avanzo, o accreditamento netto se positivo) di alcuni Paesi europei, tra cui anche l'Italia, tra il 2008 e il 2012 mentre la tabella 2 mostra il rapporto debito pubblico/PIL sempre per gli stessi Paesi e nello stesso periodo di riferimento.

Tabella 1. **Saldo complessivo (% del PIL) nei principali Paesi Ue (2008-2012)**

Paese	2008	2009	2010	2011	2012
Germania	-0.3	-3.2	-4.4	-0.8	-0.1
Grecia	-10.3	-15.4	-11.4	-10.5	-9.3
Francia	-3.5	-7.4	-7.2	-5.3	-5.2
Spagna	-4.6	-11.2	-9.5	-9.7	-11.5
Italia	-2.6	-5.1	-4.2	-3.5	-3.0

Nota: Il saldo complessivo del bilancio pubblico è la differenza tra entrate finali e spese finali delle pubbliche amministrazioni, considerate al netto delle operazioni finanziarie. In altri termini, rappresenta la differenza tra gettito fiscale e spesa pubblica.

Fonte: elaborazione dell'autore su dati Eurostat.

Tabella 2. **Rapporto debito pubblico/PIL nei principali Paesi UE (2008-2012)**

Paese	2008	2009	2010	2011	2012
Germania	65.2	72.4	81.0	78.5	79.8
Grecia	110.9	128.5	147.8	175.1	164.1
Francia	69.8	84.1	86.3	88.7	91.7
Spagna	39.6	53.1	60.3	69.5	89.6
Italia	105.8	116.1	118.8	119.1	125.9

Nota: I dati riportati all'interno della tabella sono intesi come valori percentuali

Fonte: elaborazione dell'autore su dati Eurostat

Inoltre, un elemento importante che ha un'influenza significativa sulla sostenibilità del debito è rappresentato dalla composizione dei creditori. Nello specifico, esistono due distinzioni di possibili tipologie di investitori e la prima di queste è quella che si fa tra investitori nazionali e investitori esteri. Per quanto riguarda gli investitori esteri, essi dovrebbero rappresentare una parte minoritaria perché essi sono molto spesso investitori istituzionali e molto dinamici. Per questo motivo, il finanziamento del debito dall'estero potrebbe interrompersi in modo repentino e inaspettato facendo sì che una parte della domanda di titoli di Stato rimanga scoperta. A questo punto, a meno che non intervengano altri investitori per colmare questo vuoto, si avrebbe un inevitabile aumento del tasso di interesse da dover pagare per collocare tali titoli sui mercati. La seconda distinzione, invece, è quella che viene fatta tra piccoli investitori e investitori istituzionali. In particolar modo, la presenza di investitori istituzionali con strategie orientate al medio-

lungo periodo può rappresentare un elemento di stabilizzazione per il mercato dei titoli di Stato. La loro maggiore propensione, rispetto ad altri investitori, a mantenere i titoli in portafoglio per periodi prolungati può infatti contribuire a limitare oscillazioni eccessive dei prezzi e, di conseguenza, a contenere la volatilità dei rendimenti.

Successivamente, un aspetto che merita di essere trattato quando si parla di sostenibilità del debito è rappresentato dalla valuta di emissione che può essere quella nazionale oppure una valuta estera. In particolare, ci sono due differenze principali tra emettere titoli di Stato in valuta nazionale oppure in valuta estera. La prima consiste nel fatto che se i titoli sono emessi in valuta estera, allora lo Stato che li emette deve avere a disposizione risorse sufficienti per pagare gli interessi e rimborsare i titoli in quella determinata valuta. Questo aspetto diventa particolarmente critico nel momento in cui ci si trova in un regime di cambi flessibili e si ha un deprezzamento della valuta nazionale. In tal caso, infatti, sarebbero necessarie più risorse economiche per ripagare il debito con la valuta in cui è stato emesso e questo, a lungo andare, potrebbe generare problemi di sostenibilità. Per quanto riguarda la seconda differenza, invece, è data dal fatto che se i titoli vengono emessi in valuta estera, la Banca Centrale nazionale può sostenere quella quota di debito impiegando soltanto le riserve ufficiali. In altri termini, il problema generato dall'emissione dei titoli di debito pubblico in valuta estera è rappresentato dal fatto che tali titoli sono emessi in una valuta che la banca centrale nazionale non può creare da zero.

Da ultimo, un fattore che ha un'incidenza sulla sostenibilità del debito pubblico è dato dall'appartenenza ad un'unione monetaria. In particolar modo, l'appartenenza ad un'aggregazione sovranazionale non è di per sé negativa perché tale unione potrebbe intervenire per aiutare i singoli Stati membri nel momento in cui essi si trovino in difficoltà. Nonostante ciò, però, è necessario tenere a mente anche che l'intervento di tali aggregazioni va spesso a limitare la capacità d'azione dei singoli Paesi. Ad esempio, nel caso dell'Unione Monetaria Europea (UME) le banche centrali nazionali non possono adottare autonomamente politiche monetarie nazionali né finanziare direttamente il proprio Stato tramite l'acquisto dei titoli di debito sul mercato primario. Eventuali interventi sul mercato secondario dei titoli pubblici possono invece avvenire nell'ambito dell'Eurosistema, attraverso programmi comuni definiti dalla Banca Centrale Europea e attuati secondo regole condivise.

Infine, un ulteriore aspetto negativo dell'UME è rappresentato dal fatto che l'obiettivo prioritario è il mantenimento della stabilità dei prezzi, mentre la questione di salvare i Paesi in caso di eventuale default passa in secondo piano. Questo, ovviamente, rappresenta un rischio molto alto soprattutto per i Paesi dell'area Euro che hanno un debito molto alto (Cafiso, 2020).

1.3 Il debito pubblico in termini di equilibrio macroeconomico

Negli ultimi anni la questione della sostenibilità del debito pubblico è divenuta una problematica rilevante non soltanto per le economie dei Paesi in via di sviluppo ma anche per i Paesi più avanzati, come dimostrato dalle recenti esperienze di alcuni Paesi dell'Eurozona, tra cui anche l'Italia. Quanto appena affermato è un aspetto molto importante perché porta inevitabilmente a riflettere sulle condizioni nelle quali la sostenibilità del debito rappresenta un problema per le economie più sviluppate.

Approfondendo ulteriormente questo aspetto, si può affermare che la questione riguarda principalmente tutti quei Paesi sviluppati che fanno parte di unioni monetarie considerate non ottimali. In questi casi, la sostenibilità del debito può essere messa in pericolo dalla presenza di due fattori: il primo è dato dall'introduzione di una moneta unica che fa sì che gli Stati perdano il controllo sulla valuta nella quale viene emesso il debito e il secondo è dato da una scarsa integrazione economica e istituzionale che può far emergere squilibri macroeconomici tra i vari Paesi dell'unione. Se queste circostanze dovessero verificarsi contemporaneamente, anche le economie più sviluppate potrebbero trovarsi in una situazione di gestione del debito pubblico molto simile a quella dei Paesi in via di sviluppo.

Entrando nel merito di tali Paesi, questi sono caratterizzati da mercati finanziari e dei capitali generalmente poco sviluppati. In questo caso, le difficoltà connesse alla gestione del debito pubblico sono portate principalmente dalla tendenza a contrarre prestiti in valuta estera. In particolare, questa scelta viene fatta perché così facendo si possono ottenere prestiti a tassi di interesse più bassi e quindi il costo dell'indebitamento sarà ridotto. D'altro canto, però, questa pratica lega profondamente il Paese alla valuta di un altro Stato e quindi potrebbero esserci rischi rilevanti in caso di eventi economici negativi. Infatti, l'impossibilità di controllare la moneta nella quale viene contratto il debito

va a ridurre notevolmente le possibilità di intervento dell'autorità monetaria nazionale in caso di crisi finanziarie.

Quanto appena detto è quello che accade anche un po' all'interno dell'Eurozona. In particolar modo, quando uno Stato contrae debito in una valuta che non è controllata autonomamente dalla propria Banca Centrale nazionale risulta molto complicato affrontare eventuali crisi di liquidità proprio per il fatto che la Banca Centrale ha possibilità di intervento molto limitate. Questa situazione può generare una perdita di fiducia da parte degli investitori che così saranno incentivati a vendere i titoli del debito pubblico sul mercato. Questo, in altri termini, si traduce in un aumento dell'offerta il quale fa diminuire il prezzo dei titoli e tale diminuzione, per effetto della relazione inversa che lega prezzo e tasso di interesse dei titoli, fa aumentare i tassi, ossia il costo dell'indebitamento e quindi anche la probabilità di default (ossia di non riuscire più a sostenere il pagamento degli interessi) dello Stato.

Quindi, volendo fare una sintesi di quanto detto finora, si può affermare che i paesi appartenenti a un'unione monetaria si possono ritrovare in situazioni simili a quelle dei Paesi in via di sviluppo che contraggono debito in valuta estera perché in entrambi i casi non c'è un controllo diretto sulla moneta e quindi non è possibile utilizzare a pieno la politica monetaria per rendere stabile il sistema finanziario.

Dato che inizialmente si è parlato di Paesi che aderiscono ad unioni monetarie non ottimali, è necessario andare a comprendere che cosa si intende con l'espressione "unione monetaria ottimale". In particolare, un'unione monetaria funziona in modo corretto se sussistono due condizioni fondamentali che sono un'elevata mobilità dei fattori produttivi (con particolare riferimento al fattore lavoro) e l'esistenza di un'integrazione fiscale adeguata tra i Paesi membri dell'unione. Infatti, un'elevata mobilità del lavoro permette ai lavoratori di muoversi liberamente verso le aree in cui ci sono maggiori opportunità occupazionali mentre l'integrazione fiscale consente di distribuire risorse alle diverse aree dell'unione tramite il bilancio pubblico centrale. In questo senso, gli Stati Uniti d'America costituiscono un'unione monetaria che rispetta queste due condizioni mentre l'Eurozona ha ancora una mobilità del lavoro fortemente limitata, a causa principalmente delle differenze linguistiche e normative tra i paesi, e un'integrazione fiscale non ancora ultimata. Per tale motivo, l'assorbimento di shock economici negativi risulta essere molto lungo e costoso.

Infine, dato che i paesi dell'unione monetaria non hanno la possibilità di svalutare autonomamente la propria valuta, se vogliono riacquisire una maggiore competitività essi devono effettuare quella che viene definita come svalutazione interna. In altre parole, è necessario ridurre i costi interni come i salari e i prezzi tramite una politica fiscale restrittiva. Questo, però, è difficile da mettere in pratica se ci si ritrova in una situazione di bassa inflazione o perfino di deflazione.

Inoltre, la riduzione della domanda e quindi del prodotto interno lordo portata dalla politica fiscale restrittiva può far aumentare il rapporto debito pubblico/PIL andando quindi a peggiorare la sostenibilità del debito.

In conclusione, alla luce di quanto appena detto si può dire che le aree monetarie non ottimali come l'Eurozona possono far sì che anche Paesi avanzati si possano ritrovare ad avere difficoltà di sostenibilità del debito pubblico molto simili a quelle che incontrano le economie emergenti che non fanno parte di nessuna unione monetaria (Teobaldelli, 2018).

1.4 Le misure impiegate per la riduzione del debito

Per il contenimento del debito pubblico si possono impiegare due tipi di strategie: le strategie convenzionali, che sono costituite dal consolidamento fiscale e dalla crescita economica, e le strategie non convenzionali che invece sono date dalla politica monetaria e dalla regolamentazione.

Per quanto riguarda il consolidamento fiscale, al fine di ridurre (o quantomeno contenere) il debito pubblico è necessario che l'avanzo primario[1] del bilancio dello Stato sia sufficientemente elevato da compensare l'effetto del differenziale tra tasso di interesse e crescita e gli eventuali aggiustamenti stock-flussi.

Considerando una situazione di partenza rappresentata da un disavanzo, il saldo primario positivo si può ottenere aumentando le entrate oppure riducendo la spesa pubblica. Tra le due opzioni, però, è generalmente preferibile un aggiustamento fiscale

[1] Il saldo primario è la differenza tra le entrate pubbliche e le spese pubbliche al netto della spesa per interessi. In particolare, la spesa pubblica comprende le spese correnti (necessarie per erogare i servizi pubblici), le spese per investimenti e anche i trasferimenti a imprese, cittadini e amministrazioni locali. Le entrate, invece, sono costituite dalle imposte dirette e indirette e anche da quelle derivanti dalla gestione dei servizi e dei beni pubblici.
Viene definito avanzo quando le entrate superano le spese primarie e disavanzo nel caso opposto, ossia quando le spese superano le entrate.

costituito da una diminuzione della spesa poiché l'incremento della tassazione avrebbe effetti negativi in ottica di crescita economica.

Per quanto riguarda la crescita economica, essa è il metodo migliore per la riduzione del rapporto debito pubblico/PIL[2] poiché genera un aumento del reddito aggregato il quale, trovandosi al denominatore del rapporto, provoca una riduzione dello stesso. Il problema principale di questa misura, però, è dato dal fatto che la crescita economica non può essere controllata dagli Stati. Infatti, le autorità possono soltanto limitarsi a adottare politiche per favorire lo sviluppo ma non è detto che esse producano gli effetti desiderati. Però, nonostante tale problematica, la crescita economica è lo strumento di riduzione del RDP (Rapporto Debito/PIL) sicuramente più interessante per la collettività perché la crescita, come detto inizialmente, genera un aumento del reddito per tutti gli individui.

Un altro aspetto interessante da considerare è la riduzione del RDP tramite il concetto di moltiplicatore della spesa pubblica. In particolare, se quando si aumenta il deficit tramite un aumento della spesa pubblica o riduzione della tassazione (e quindi si adotta una politica fiscale espansiva) l'incremento del debito pubblico generato da questo maggior deficit è minore dell'aumento del PIL, allora si avrà una riduzione del RDP. L'adozione di questa misura, però, deve comunque essere decisa in modo molto ponderato e soprattutto in base alle possibili reazioni dei mercati finanziari. Infatti, se l'aumento del deficit fa aumentare anche il costo del debito, allora nel medio periodo si potrebbero avere degli effetti negativi.

Per quanto riguarda l'intervento della Banca Centrale, la stabilizzazione e il contenimento del debito pubblico non fanno parte dei compiti principali delle Banche Centrali e quindi queste finalità possono essere perseguite soltanto se hanno, come scopo principale, il mantenimento della stabilità dei prezzi. A titolo di esempio, la BCE ha

[2] Il rapporto debito pubblico/PIL è un vincolo introdotto dal Trattato di Maastricht del 1992 come condizione fondamentale per divenire membri dell'Unione Economica Monetaria (UEM). In particolare, tale rapporto non dovrebbe eccedere il 60% e si ha anche un altro importante vincolo che è il rapporto deficit/PIL che invece non dovrebbe superare il 3%. Questa parte del Trattato di Maastricht è stata integrata con il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) stipulato nel 1997 allo scopo di stabilire procedure per risolvere situazioni caratterizzate da disavanzi troppo elevati.
Inoltre, nel 2024 è entrata in vigore la riforma delle regole fiscali europee che ha introdotto una maggiore flessibilità nell'ambito di questi vincoli, prevedendo ad esempio la facilitazione di investimenti nella transizione verde, nel digitale e nella difesa. Tale riforma prevede anche piani di bilancio di medio termine con la possibilità per gli Stati membri di concordare con la Commissione Europea percorsi di rientro del debito a 4 o 7 anni per effettuare riforme e investimenti.

adottato un programma di acquisto di titoli pubblici con l'obiettivo di generare un aumento del livello dei prezzi per farlo stabilizzare attorno all'obiettivo del 2%.

Entrando maggiormente nel dettaglio, la Banca Centrale è l'istituzione responsabile dell'emissione della moneta e, in linea teorica, può creare nuova moneta da impiegare nell'acquisto di titoli pubblici, influenzandone il valore di mercato. Tuttavia, un'espansione dell'offerta di moneta può, in determinate circostanze, alimentare pressioni inflazionistiche e incidere sul livello generale dei prezzi. Per tale ragione, il ricorso a questo strumento è generalmente limitato e non rappresenta una modalità ordinaria di gestione del debito pubblico.

Per quanto riguarda la regolamentazione, in tal senso si fa riferimento ad un quadro normativo che ha l'obiettivo di incentivare l'acquisto di titoli pubblici, da parte degli intermediari finanziari nazionali ed eventualmente anche del pubblico, attraverso la riduzione delle possibili alternative a tali titoli.
Questa misura può essere molto importante perché consente di tenere i tassi di interesse su livelli bassi e questo si traduce in una riduzione del costo dell'indebitamento dello Stato.

Per concludere, a livello europeo si è recentemente avuto un dibattito che ha visto alcuni sostenitori esprimersi in modo favorevole nei confronti di un alleggerimento della regolamentazione che incentiva l'acquisto di titoli pubblici da parte degli intermediari nazionali. Nonostante ciò, però, ci sono alcuni dubbi sul fatto che anche le alternative ai titoli di Stato potrebbero essere ugualmente molto rischiose per gli stessi intermediari e questo provocherebbe gravi conseguenze sulla stabilità del sistema finanziario (Cafiso, 2020).

CAPITOLO 2

Il debito pubblico dagli anni ’70 a oggi

Dopo aver fatto una panoramica generale sul debito pubblico all’interno del primo capitolo, il secondo viene dedicato al caso italiano. In particolar modo, in questo capitolo viene analizzato l’andamento del debito pubblico italiano in un periodo che va dagli anni ’70 del secolo scorso fino a oggi, con particolare approfondimento in merito alle principali crisi che si sono susseguite in questi decenni, e che hanno avuto importanti effetti sulla dinamica del debito pubblico, e anche alle misure adottate per fronteggiarle.

2.1 La dinamica del rapporto debito pubblico/PIL

Per riuscire a comprendere al meglio la dinamica del debito pubblico italiano dal 1970 ad oggi si può utilizzare la seguente formula:

$$\Delta d_t = pd + \frac{i-g}{1+g} d_{t-1} + SFA$$

Per quanto riguarda il significato delle singole variabili, anzitutto Δd_t indica la variazione del rapporto debito pubblico/PIL dell’anno *t* rispetto al rapporto dell’anno precedente.

Per quanto riguarda la voce pd, essa indica il rapporto tra il deficit primario e il PIL dell’anno *t*.

Per quanto riguarda la variabile *i*, essa rappresenta il tasso di interesse medio che lo Stato paga come remunerazione sui titoli pubblici e si calcola come il rapporto tra la spesa per interessi dell’anno *t* e lo stock di debito pubblico esistente alla fine del periodo precedente a quello di riferimento.

Per quanto riguarda la variabile *g*, essa rappresenta il tasso di crescita del PIL nominale sempre con riferimento all’anno *t*.

Infine, l’acronimo SFA indica l’aggiustamento stock-flussi, ossia la differenza tra la variazione del debito pubblico e il deficit complessivo, rapportato al PIL dell’anno *t*.

Tra tutti i termini della formula, però, quello che ha gli effetti maggiormente rilevanti è rappresentato dal rapporto $\frac{i-g}{1+g} d_{t-1}$ che prende il nome di “effetto snowball” e che mostra la parte della variazione del debito influenzata da fattori su cui i governi non

possono intervenire in modo diretto, vale a dire il tasso di interesse medio sul debito (i) e il tasso di crescita del PIL nominale (g).

Per quanto riguarda il significato di tale formula, se il livello medio del tasso di interesse sul debito (i) è maggiore del tasso di crescita del PIL nominale (g), il rapporto debito/PIL (d_t) aumenterà anche in presenza di un saldo primario del bilancio pubblico pari a 0. Invece, se il tasso di crescita del PIL nominale supera il tasso di interesse medio sul debito, anche con un saldo primario nullo il rapporto debito/PIL tenderà a diminuire (Osservatorio CPI, 2025, pp. 2-3).

2.2 L'andamento del debito italiano dal 1970 ai giorni nostri

Una prima fase significativa è rappresentata dal periodo 1970-1981. In questo intervallo temporale, il rapporto debito/PIL è aumentato dal 36% del 1969 al 58% del 1981. Tale incremento è stato determinato principalmente dalla presenza di elevati deficit primari, mediamente pari al 4,2% del PIL, nonché da elevati aggiustamenti stock-flussi, stimati tra il 5% e il 10% del PIL. Tuttavia, la crescita del rapporto debito/PIL in questo periodo è stata relativamente contenuta grazie al fatto che il tasso di crescita del PIL nominale (g) risultava significativamente superiore al tasso di interesse medio sul debito (i). Questa dinamica favorevole non derivava tanto da una crescita reale sostenuta, quanto piuttosto da un elevato livello di inflazione. In particolare, la politica monetaria adottata dalla Banca d'Italia era caratterizzata dal cosiddetto finanziamento monetario del disavanzo pubblico: l'istituto centrale acquistava i titoli di Stato rimasti invenduti nelle aste, contribuendo a mantenere bassi i tassi di interesse. In tal modo, il costo del debito non rifletteva pienamente le pressioni inflazionistiche, consentendo allo Stato di sostenere disavanzi primari elevati senza un corrispondente aumento del rapporto debito/PIL. L'elevata inflazione, infatti, riduceva il valore reale del debito esistente.

Nel corso degli anni Ottanta si assistette ad un cambiamento significativo dell'assetto di politica economica. In particolare, con il cosiddetto "divorzio" tra Tesoro e Banca d'Italia del 1981, quest'ultima cessò di acquistare automaticamente i titoli di Stato invenduti. Tale decisione comportò un aumento dei tassi di interesse e una progressiva riduzione dell'inflazione, che passò dal 19% del 1981 al 6,4% del 1989, accompagnata da un rallentamento della crescita economica. In questo contesto, il differenziale tra tasso di interesse e crescita (i – g) divenne sfavorevole, risultando positivo

a partire dalla metà del decennio. In presenza di deficit primari ancora elevati, ciò determinò un marcato incremento del rapporto debito/PIL, che passò dal 58% del 1981 al 92% del 1989.

Il periodo 1990-1994 rappresenta la fase di più intensa crescita del rapporto debito/PIL, che raggiunse il 120% nel 1994, nonostante un significativo miglioramento del saldo primario. Tale dinamica è riconducibile alla crisi del Sistema Monetario Europeo (SME), che determinò la svalutazione della lira, un aumento dei tassi di interesse e una contrazione dell'attività economica. Il differenziale (i – g) raggiunse livelli particolarmente elevati, prossimi al 13%, mentre gli aggiustamenti stock-flussi furono influenzati dall'aumento del valore del debito denominato in valuta estera.

Nel periodo successivo, 1995-2000, si osserva una parziale inversione di tendenza. Grazie a consistenti avanzi primari, mediamente pari al 4,6% del PIL, il rapporto debito/PIL iniziò a ridursi. Sebbene il differenziale tra tasso di interesse e crescita rimanesse positivo, esso si ridusse rispetto al periodo precedente, anche in virtù di politiche di bilancio più restrittive e di una moderata ripresa economica.

Con l'ingresso nell'Unione Economica e Monetaria, tra il 2001 e il 2007, gli avanzi primari si mantennero positivi ma su livelli inferiori (circa 1,8% del PIL in media). In questa fase, il rapporto debito/PIL continuò a diminuire, sebbene a un ritmo più contenuto, fino a raggiungere circa il 103% nel 2007. L'avanzo primario, tuttavia, mostrò una tendenza alla riduzione, avvicinandosi allo zero nei primi anni Duemila.

La crisi finanziaria globale del 2008 segnò un nuovo punto di svolta. Tra il 2008 e il 2014, il rapporto debito/PIL aumentò significativamente, di circa 31 punti percentuali. Tale incremento è imputabile principalmente alla forte contrazione della crescita economica, mentre i tassi di interesse beneficiarono, almeno inizialmente, delle politiche espansive della Banca Centrale Europea.

Nel periodo 2010-2012, la crisi del debito sovrano europeo, innescata dal caso greco, determinò un aumento della percezione del rischio sui titoli di Stato dei Paesi ad alto debito, tra cui l'Italia. Lo spread[3] rispetto ai titoli tedeschi raggiunse livelli molto elevati, comportando un aumento del costo del debito. Nel 2012, la combinazione di tassi di interesse più elevati e crescita negativa determinò un aumento del rapporto

[3] Lo spread è, in generale, il differenziale tra due tassi di interesse, rendimenti o prezzi di strumenti finanziari. In questo caso specifico si fa riferimento allo spread BTP-Bund, ossia la differenza tra il rendimento dei titoli decennali italiani e tedeschi.

debito/PIL di circa 7 punti percentuali in un solo anno, nonostante un avanzo primario positivo.

A partire dal 2015, le politiche monetarie non convenzionali della Banca Centrale Europea, in particolare il programma di Quantitative Easing[4], hanno contribuito ad una significativa riduzione dei tassi di interesse. Tuttavia, la persistente debolezza della crescita economica ha mantenuto il differenziale (i – g) su valori poco favorevoli. In questo contesto, la stabilizzazione del rapporto debito/PIL è stata possibile principalmente grazie alla presenza di avanzi primari moderati, in media pari a circa l'1,5% del PIL.

Passando agli sviluppi più recenti, nel 2020 il rapporto debito/PIL ha registrato un incremento eccezionale, aumentando di circa 20 punti percentuali in un solo anno fino a raggiungere il 154%. Tale dinamica è stata determinata principalmente dalla forte contrazione del PIL causata dalla pandemia di COVID-19 e dal contemporaneo aumento del deficit pubblico dovuto alle misure straordinarie di sostegno all'economia adottate dal Governo.

Negli anni successivi, nonostante il permanere di disavanzi pubblici elevati, il rapporto debito/PIL è progressivamente diminuito, tornando su livelli prossimi a quelli precedenti alla pandemia e attestandosi attorno al 135% nel 2023. Questa riduzione è stata favorita sia dalla ripresa della crescita economica, sostenuta anche dall'aumento dell'inflazione, sia da un aggiustamento stock-flussi particolarmente favorevole. In particolare, le misure legate al Superbonus 110% e agli altri incentivi hanno inciso inizialmente sul deficit pubblico senza produrre un immediato aumento del debito. Ciò è avvenuto perché i crediti fiscali connessi a tali agevolazioni sono stati contabilizzati nel deficit nel momento della loro maturazione, mentre il relativo impatto sul debito è stato rinviato agli anni successivi, quando lo Stato dovrà reperire le risorse necessarie attraverso nuove emissioni di titoli pubblici.

Nel 2024 il bilancio pubblico ha registrato un avanzo primario pari allo 0,5% del PIL. Nonostante ciò, il rapporto debito/PIL è tornato ad aumentare raggiungendo il 134,7%. Tale aumento è riconducibile principalmente all'aggiustamento stock-flussi, pari a circa lo 0,94% del PIL, che ha iniziato a riflettere gli effetti finanziari del Superbonus. Inoltre, il rallentamento dell'inflazione ha contribuito a rendere nuovamente positivo, seppur in misura contenuta, il differenziale tra tasso di interesse e crescita

[4] Il Quantitative Easing (QE) è uno strumento di politica monetaria non convenzionale che le banche centrali, ad esempio BCE e Fed, utilizzano per acquistare grandi quantità di titoli di Stato con l'obiettivo di immettere liquidità nel sistema finanziario e abbassare i tassi di interesse.

economica (i – g), pari a circa lo 0,13% del PIL, determinando un effetto snowball meno favorevole rispetto agli anni precedenti.

Per quanto riguarda il 2025, secondo i dati ISTAT relativi alla notifica del debito pubblico secondo il Trattato di Maastricht, il debito delle Amministrazioni pubbliche italiane ha raggiunto il 137,1% del PIL. Il rapporto debito/PIL ha quindi evidenziato un lieve aumento rispetto agli anni precedenti confermando così la permanenza di un elevato livello di indebitamento nel confronto europeo.

Nel documento di finanza pubblica pubblicato nell'aprile 2025 il Governo prevede che il rapporto debito/PIL sia destinato ad aumentare ulteriormente nei prossimi anni, raggiungendo il 137,6% nel 2026. Tale aumento sarebbe attribuibile principalmente agli effetti differiti del Superbonus, che continueranno ad incidere sul fabbisogno finanziario dello Stato. Parallelamente, il graduale miglioramento dell'avanzo primario dovrebbe essere parzialmente compensato da un effetto snowball ancora sfavorevole.

Le stime prevedono che l'impatto del Superbonus tenda progressivamente ad esaurirsi nel 2027, anno in cui il rapporto debito/PIL dovrebbe ridursi lievemente fino al 137,4%. Tuttavia, tale valore risulterebbe comunque superiore sia al livello registrato nel 2024 sia a quello del 2025, confermando la persistenza di significative criticità nella dinamica del debito pubblico italiano (Osservatorio CPI, 2025, pp. 3-8).

2.3 La grande crisi finanziaria del 2008-2010 e i suoi effetti sul debito italiano

2.3.1 Una panoramica generale sulla crisi

Secondo Alessandrini (2021, p.340-341), la crisi finanziaria del 2007-2008 ebbe origine nel mercato dei mutui subprime statunitensi. L'aumento dei tassi di interesse rese progressivamente insolventi molti debitori caratterizzati da elevato rischio di credito, mentre la contemporanea riduzione dei prezzi degli immobili determinò una svalutazione delle garanzie detenute dagli istituti bancari.

Da questa iniziale crisi di illiquidità derivarono effetti sistemici su tutto il settore finanziario: le banche incontrarono crescenti difficoltà sia nella vendita dei titoli detenuti in portafoglio, ormai fortemente svalutati, sia nella raccolta di nuova liquidità. La conseguente perdita di fiducia nella stabilità degli intermediari finanziari alimentò fenomeni di corsa agli sportelli, con un rapido ritiro dei depositi da parte dei risparmiatori.

Il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 aggravò ulteriormente la crisi, trasformando una fase inizialmente caratterizzata da "credito facile" e forte diffusione di prodotti derivati in una crisi di "credito difficile", contraddistinta da una restrizione sia della domanda sia dell'offerta di credito.

La crisi di fiducia si diffuse lungo l'intera catena dell'intermediazione finanziaria, evidenziando un elevato rischio di contagio generato da un modello di distribuzione del rischio tra numerosi operatori finanziari; modello che mostrò profonde fragilità strutturali e contribuì ad amplificare gli effetti della crisi sull'economia reale.

2.3.2 La situazione del debito pubblico italiano

La crisi economico-finanziaria internazionale ha avuto effetti particolarmente rilevanti sui conti pubblici dei Paesi dell'area euro, determinando un generale peggioramento delle finanze statali e trasformandosi, in alcuni casi, in una vera e propria crisi del debito sovrano. In tale contesto l'Italia, che già nel 2007 presentava uno dei più elevati livelli di debito pubblico dell'Eurozona – superiore a 1.600 miliardi di euro e pari al 27% del debito complessivo dell'area – è riuscita ad evitare una crisi di fiducia sulla propria

solvibilità, come invece avvenuto in Grecia, grazie al contenimento della dinamica del debito stesso.

Dall'analisi sulla sostenibilità del debito italiano risulta che gli effetti della crisi sulle finanze pubbliche italiane sono stati meno gravosi rispetto a quelli osservati in molti altri Paesi europei. Ciò può essere ricondotto principalmente a due fattori. In primo luogo, le determinanti dell'aumento del debito in Italia risultano maggiormente legate alla congiuntura economica e quindi potenzialmente riassorbili con il miglioramento delle condizioni macroeconomiche. In altri Paesi, invece, l'incremento del debito è stato alimentato anche da interventi discrezionali di carattere permanente, in particolare dai trasferimenti al sistema bancario. In secondo luogo, il sistema italiano non presentava significativi rischi derivanti dall'assunzione di passività finanziarie garantite dallo Stato a favore del settore finanziario, a differenza di quanto accaduto in diversi altri Paesi europei.

La componente che ha contribuito maggiormente alla crescita del rapporto debito/PIL in Italia è stata l'effetto snowball (vedi par. 2.1). Nel 2010 il contributo di tale componente si è ridotto sensibilmente rispetto all'anno precedente, passando da 8 a 2,5 punti percentuali, con una diminuzione superiore a quella registrata negli altri paesi dell'area euro. Tuttavia, il suo peso è rimasto elevato a causa della consistente entità del debito accumulato nel corso degli anni. Parallelamente, il costo medio del debito italiano si è ridotto nel 2010 di circa nove decimi di punto rispetto al 2007, in linea con la media dell'Eurozona. Riduzioni analoghe si sono osservate anche in Germania e Francia.

Un ulteriore elemento rilevante è rappresentato dalla componente ciclica del saldo di bilancio al netto della spesa per interessi, collegata al funzionamento degli stabilizzatori automatici. In Italia, tale componente ha contribuito all'aumento del rapporto debito pubblico/PIL per circa 2,2 punti percentuali, uno dei valori più elevati tra i Paesi dell'area euro. Questo incremento riflette principalmente gli effetti della recessione economica sul bilancio pubblico e, pertanto, è destinato a ridursi con il miglioramento del ciclo economico. Dinamiche analoghe si sono verificate nella maggior parte dei Paesi europei, con l'eccezione di Grecia e Portogallo, dove la componente ciclica ha avuto un effetto opposto.

Per quanto riguarda le misure discrezionali di politica economica, rappresentate dal saldo primario strutturale al netto della componente ciclica e della spesa per interessi, l'Italia ha adottato un orientamento restrittivo. Nel triennio considerato, infatti, tale componente ha contribuito a ridurre il rapporto debito pubblico/PIL di circa 3,9 punti percentuali. Le politiche adottate sono state quindi relativamente prudenti rispetto a quelle di altri Paesi europei che hanno implementato ampi programmi di sostegno all'economia e al sistema bancario.

Un' ulteriore fonte di incremento del debito è stata costituita dall'aggiustamento stock-flussi (vedi par. 2.1). In Italia questa componente ha inciso per circa 2,9 punti percentuali di PIL, principalmente a causa dell'aumento di circolante e depositi detenuti a fini precauzionali. In altri Paesi europei, invece, tale componente è stata influenzata soprattutto dagli interventi pubblici di sostegno al settore bancario. In Germania, Finlandia e Belgio, ad esempio, si sono registrate significative acquisizioni di attività finanziarie da parte dello Stato, mentre Irlanda e Grecia hanno accumulato consistenti riserve di liquidità.

Infine, occorre considerare anche tutte quelle misure che, pur non incidendo immediatamente sui conti pubblici, possono tradursi in aumenti del debito o del fabbisogno statale in un secondo momento. Tra queste rientrano le garanzie pubbliche concesse sui titoli emessi dalle banche in difficoltà. Alla fine del 2010, tali garanzie ammontavano complessivamente al 6,5% del PIL dell'area euro, sebbene con notevoli differenze tra i vari Paesi. In questo contesto, Italia e Finlandia risultano gli unici Paesi a non aver fatto ricorso a queste tipologie di interventi (Istat, 2011).

2.4 La crisi del debito sovrano e gli effetti sul debito pubblico italiano

2.4.1 Cenni generali sulla crisi

Nel gennaio 2010 emerse che il debito pubblico della Grecia risultava significativamente superiore rispetto ai dati precedentemente comunicati. Tale circostanza contribuì a trasferire il centro della crisi direttamente all'interno dell'Eurosistema.

La crisi del debito sovrano, però, si manifestò rapidamente come un fenomeno di portata ben più ampia rispetto al solo caso greco, evidenziando la forte connessione tra crisi bancaria e deterioramento delle finanze pubbliche. I governi dei paesi membri

furono infatti costretti ad intervenire sia per sostenere gli istituti bancari in difficoltà sia per contrastare gli effetti recessivi della crisi economica. Di conseguenza, anche nei Paesi considerati più solidi, come la Germania, il rapporto debito pubblico/PIL registrò un incremento significativo, superando il limite del 60% previsto dal Trattato di Maastricht.

Le aspettative dei mercati circa la capacità di ripresa economica e la sostenibilità dei debiti sovrani risultarono tuttavia eterogenee. In particolare, i Paesi caratterizzati da una crescita economica più debole e da livelli di indebitamento più elevati furono maggiormente penalizzati, poiché il rischio di controparte venne percepito come un elemento di particolare vulnerabilità per la stabilità dei conti pubblici.

La conseguenza immediata fu una massiccia vendita dei titoli di Stato dei Paesi ritenuti fiscalmente più fragili, comunemente identificati con l'acronimo PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna). Tale dinamica si tradusse in un marcato ampliamento degli spread rispetto al Bund tedesco, fenomeno che rifletteva l'aumento della sfiducia dei mercati finanziari nei confronti della sostenibilità dei debiti sovrani dei Paesi maggiormente esposti alla crisi.

2.4.2 Gli effetti sul debito italiano e le misure adottate per contrastare la crisi

In base a quanto riportato dalla Consob, la crisi del debito sovrano raggiunse la sua fase più critica dal luglio 2011, coinvolgendo direttamente anche l'Italia, terza economia dell'Unione europea, e, in misura minore, anche la Spagna. Nel caso italiano, il rendimento dei titoli di Stato decennali (BTP) aumentò rapidamente fino a raggiungere il 7%, determinando un importante aumento del costo di rifinanziamento del debito pubblico.

Parallelamente lo spread, ossia il differenziale di rendimento tra i BTP italiani e i Bund tedeschi a dieci anni, passò in pochi mesi da livelli inferiori ai 200 punti base a valori maggiori di 500 punti base, raggiungendo un massimo di 570 punti nel novembre 2011. Tale ampliamento fu il risultato di una combinazione di differenti fattori. Da un lato, i mercati finanziari attribuirono un rischio crescente alla sostenibilità del debito pubblico italiano; dall'altro, gli investitori manifestarono una maggiore propensione

verso attività considerate più sicure, come i titoli di Stato tedeschi, dando luogo al cosiddetto fenomeno del *flight to quality*[5].

Un altro elemento di fondamentale importanza fu rappresentato dal cosiddetto *effetto contagio*, ossia la componente dello spread non direttamente riconducibile ai fondamentali macroeconomici e fiscali del singolo Paese, ma piuttosto al deterioramento della fiducia degli operatori finanziari e all'aumento dell'avversione al rischio nei confronti dei Paesi periferici dell'area euro. Secondo uno studio della Consob (2012), a partire dalla crisi finanziaria globale del 2007-2008, diversi Paesi europei subirono una crescente penalizzazione sui mercati obbligazionari, con differenziali di rendimento rispetto al Bund tedesco sempre meno spiegabili dai fondamentali economici e sempre più influenzati da dinamiche di contagio finanziario. Nel caso italiano, tale fenomeno determinò una progressiva e persistente maggiorazione del premio per il rischio richiesto dagli investitori. Nella prima metà del 2012, la componente dello spread attribuibile all'effetto contagio era stimata in circa 180 punti base, evidenziando come una parte significativa dell'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato italiani fosse riconducibile a fattori di natura sistemica e a una generalizzata crisi di fiducia nei confronti dei debiti sovrani dell'area euro.

Per quanto riguarda le misure adottate per fronteggiare la crisi, le istituzioni dell'Unione europea intervennero attraverso una serie di strumenti straordinari volti a preservare la stabilità finanziaria dell'area euro. In particolare, nel 2010 venne istituito il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) con l'obiettivo di assistere paesi membri in difficoltà attraverso la concessione di prestiti e l'acquisto di titoli del debito sovrano. Tuttavia, tali interventi produssero soltanto un temporaneo allentamento delle tensioni sui mercati finanziari, poiché furono percepiti dagli operatori come misure insufficienti a risolvere in modo strutturale la crisi.

Le forti pressioni sui titoli bancari europei e il crescente deterioramento delle condizioni di mercato interbancario indussero la Banca Centrale Europea (BCE) ad adottare una serie di misure non convenzionali di politica monetaria finalizzate a sostenere la liquidità del sistema finanziario e a preservare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Accanto ai tradizionali strumenti di rifinanziamento, la BCE introdusse anche operazioni di rifinanziamento a lungo termine

[5] Il flight to quality è un fenomeno finanziario che si verifica quando gli investitori spostano i propri capitali dagli asset più rischiosi ad altri che vengono considerati più sicuri, durante periodi di incertezza economica oppure di forte volatilità.

con piena aggiudicazione della liquidità richiesta[6] e avviò l'acquisto di titoli di Stato dell'area euro sul mercato secondario.

Con il protrarsi della crisi, gli interventi della BCE divennero progressivamente più incisivi. Le due operazioni di rifinanziamento a lungo termine (Long Term Refinancing Operations, LTROs) contribuirono a ridurre le tensioni sui mercati finanziari, pur avendo effetti limitati prevalentemente orientati al contenimento della crisi. Un passaggio decisivo fu rappresentato dall'introduzione, nel settembre 2012, del programma Outright Monetary Transactions (OMT), che prevedeva la possibilità di acquisti di titoli di Stato condizionati nell'ambito di programmi di aggiustamento macroeconomico, rafforzando significativamente la credibilità dell'azione della BCE.

Successivamente, nel settembre 2014, la BCE adottò ulteriori misure straordinarie, tra cui le Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTRO)[7] e i programmi di acquisto di Asset-Backed Securities (ABS)[8]. Tali interventi evidenziarono la crescente consapevolezza, da parte delle istituzioni europee e internazionali, della gravità e della persistenza della crisi.

Nonostante l'ampio ricorso a strumenti di politica monetaria espansiva, le condizioni eccezionali generate dalla crisi del debito sovrano continuarono ad ostacolare la trasmissione degli impulsi monetari all'economia reale. In particolare, la frammentazione del mercato finanziario europeo impedì un miglioramento uniforme delle condizioni di finanziamento, penalizzando soprattutto le banche dei Paesi maggiormente esposti alla crisi. Inoltre, il deterioramento della redditività bancaria, le difficoltà di raccolta e il peggioramento della qualità del credito contribuirono a ridurre la propensione degli intermediari finanziari a diminuire il costo dei prestiti concessi a famiglie e imprese.

In questo contesto, nel gennaio 2015 la BCE annunciò l'avvio dell'Expanded Asset Purchase Programme (EAPP), comunemente noto come Quantitative Easing (QE). Il programma prevedeva l'acquisto su larga scala di titoli pubblici e privati, per un ammontare iniziale di circa 60 miliardi di euro al mese, con l'obiettivo di contrastare le

[6] Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono strumenti di politica monetaria che mettono a disposizione delle banche la liquidità attraverso aste.
Vengono definite come "operazioni con piena aggiudicazione" perché le banche partecipanti all'asta ottengono tutta la liquidità richiesta, a patto che presentino adeguate garanzie chiamate "collaterali".
[7] Le TLTRO sono prestiti di lungo termine erogati dalla BCE alle banche commerciali dell'area euro e hanno l'obiettivo di immettere liquidità nel sistema bancario a condizioni agevolate, a patto che le banche utilizzino i fondi per concedere prestiti a famiglie e imprese.
[8] Le operazioni ABS sono strumenti obbligazionari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione.

pressioni deflazionistiche, sostenere la crescita economica e riportare il tasso di inflazione su livelli coerenti con il target di medio periodo della BCE, pari a un valore prossimo ma inferiore al 2 per cento. A differenza delle precedenti misure, che erano principalmente orientate al sostegno del sistema bancario, il QE agiva direttamente sui mercati finanziari attraverso la riduzione dei tassi di interesse e il miglioramento delle aspettative degli operatori economici. L'annuncio del programma contribuì infatti a rafforzare la fiducia degli investitori e a determinare un significativo calo dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area euro.

Infine, per i Paesi caratterizzati da elevati livelli di debito pubblico, tra cui l'Italia, la riduzione dei rendimenti sovrani ebbe effetti particolarmente rilevanti. La diminuzione del costo di finanziamento del debito contribuì infatti a contenere la spesa per interessi e a rendere più sostenibile il processo di consolidamento dei conti pubblici. Inoltre, il miglioramento delle condizioni finanziarie e la riduzione della percezione del rischio sovrano favorirono un graduale recupero della fiducia nei confronti delle economie dell'area euro, creando condizioni più favorevoli per la ripresa economica.

CAPITOLO 3

La situazione del debito pubblico in Italia nel 2024

Dopo aver trattato il debito pubblico a livello generale nel primo capitolo e aver illustrato l'andamento del debito pubblico italiano dal 1970 all'epoca contemporanea, il terzo e ultimo capitolo della tesi analizza gli obiettivi in termini di gestione del debito che il Ministero dell'Economia e delle Finanze si è posto per il 2024, qual è stato l'andamento dei titoli di Stato italiani rispetto a quelli dei principali Paesi europei, quali misure sono state adottate per gestire il debito e infine anche i risultati che sono stati effettivamente conseguiti.

3.1 Gli obiettivi per il 2024

Anzitutto, prima di definire quali sono stati gli obiettivi della gestione del debito pubblico italiano per il 2024, è opportuno ricordare che il debito pubblico italiano si compone delle passività delle Pubbliche Amministrazioni, includendo quindi le Amministrazioni centrali, gli enti territoriali e gli istituti di previdenza pubblica. La componente più rilevante, invece, è costituita dai titoli di Stato emessi dal Tesoro sia sul mercato interno che sui mercati internazionali.

Secondo quanto riportato all'interno del Rapporto sul Debito Pubblico 2024 del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), l'obiettivo strategico del Tesoro è stato quello di assicurare una gestione efficace ed efficiente del debito pubblico, perseguendo un equilibrio tra il contenimento del costo dell'indebitamento e il mantenimento di un livello di rischio adeguato. In particolare, il Decreto Cornice per il 2024 ha stabilito che le nuove emissioni di titoli pubblici dovessero garantire sia la copertura di quelli in scadenza sia il finanziamento del fabbisogno del settore statale, prestando attenzione alla sostenibilità del debito nel medio-lungo termine e alla protezione dai rischi di rifinanziamento e dalle variazioni dei tassi di interesse.

Entrando nel dettaglio, l'attività del Tesoro nel 2024 si è svolta in un contesto economico caratterizzato dal rallentamento della crescita, dalle tensioni geopolitiche internazionali e dal progressivo calo dell'inflazione favorito dalle politiche monetarie restrittive attuate dalla Banca Centrale Europea. In questo scenario, le esigenze di

finanziamento dello Stato ammontavano a circa 265 miliardi di euro di titoli in scadenza e a 130 miliardi di euro di fabbisogno di cassa, ridotto poi a 125 miliardi. A queste risorse, poi, si erano sommati anche i finanziamenti europei nell'ambito del programma Next Generation Eu. Alla luce di tali condizioni, il Tesoro ha individuato quattro obiettivi principali: garantire la copertura del fabbisogno finanziario a costi coerenti con le condizioni di mercato; consolidare i risultati ottenuti nella riduzione dei rischi di tasso di interesse e di rifinanziamento; migliorare la liquidità del mercato secondario dei titoli di Stato, e gestire in modo efficiente le disponibilità liquide. Per raggiungere tali obiettivi, la strategia di gestione del debito si è basata su alcune linee di intervento fondamentali: assicurare regolarità e prevedibilità delle emissioni, orientare i collocamenti verso i segmenti di mercato più liquidi e caratterizzati da una maggiore domanda, favorire la partecipazione degli investitori retail, sviluppare ulteriormente il mercato dei BTP Green, utilizzare operazioni di liability management[9] (ad esempio, riacquisti di titoli) e monitorare le opportunità di emissione su mercati esteri, in particolare in dollari, nel caso in cui le condizioni di finanziamento siano favorevoli.

Con riferimento alla gestione del debito pubblico italiano, negli anni più recenti essa è stata orientata a ridurre i principali rischi finanziari. Più precisamente, il Tesoro cerca di limitare il rischio connesso ai tassi di interesse, ossia l'effetto che le variazioni dei tassi di mercato possono avere sulla spesa per interessi che lo Stato deve sostenere. Questo obiettivo viene perseguito tentando di contenere l'impatto delle condizioni di mercato sui tassi a cui vengono emessi i titoli di Stato.

Dopodiché, un secondo obiettivo riguarda il rischio di rifinanziamento, cioè la necessità di rinnovare il debito in scadenza. Per ridurre tale rischio, le scadenze dei titoli vengono distribuite nel modo più regolare possibile, così da evitare concentrazioni eccessive di titoli da rinnovare in periodi ravvicinati.

Questi obiettivi illustrati nei due precedenti paragrafi sono comuni anche ad altri enti che gestiscono il debito pubblico dei diversi Paesi. Nonostante ciò, però, nel caso dell'Italia l'elevato livello di debito rende particolarmente importante un ulteriore

[9] Le operazioni di liability management sono operazioni che hanno l'obiettivo di allungare le scadenze, ridurre i costi di finanziamento, contenere i rischi di tasso ed evitare squilibri tra entrate e uscite. Nel caso dell'esempio citato nel testo, le operazioni di riacquisto titoli sono una tipologia di operazioni di liability management con cui l'emittente (lo Stato o anche un'impresa privata) riacquista i suoi titoli in circolazione prima della scadenza, solitamente quando i tassi di mercato sono favorevoli.

fattore rappresentato dal premio per il rischio di credito richiesto dagli investitori. Tale premio riveste un ruolo fondamentale perché riflette la percezione della sostenibilità del debito pubblico e influenza direttamente il livello dei tassi di interesse richiesti al momento dell'emissione dei titoli.

Infine, un elemento cruciale è rappresentato poi dalla necessità di garantire una spesa per interessi stabile e prevedibile nel tempo perché questo permette di evitare aumenti improvvisi della pressione fiscale in caso di shock sui mercati finanziari e facilita anche il rispetto delle regole europee che pongono attenzione al controllo del deficit e del livello del debito pubblico.

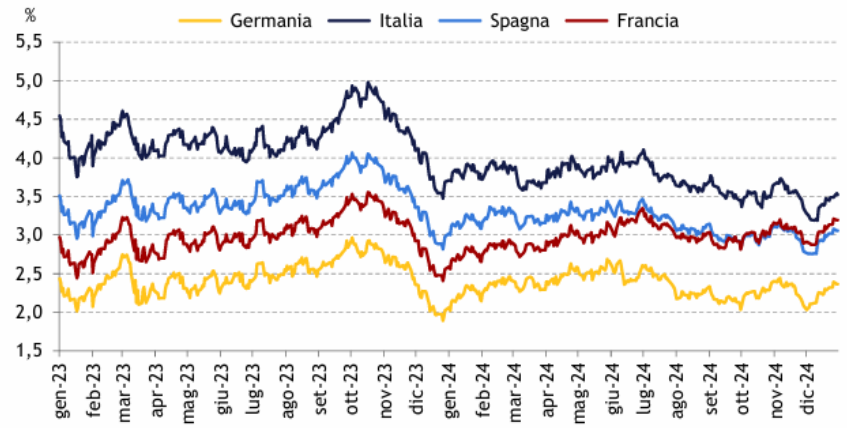
3.2 L'andamento dei titoli pubblici italiani nel contesto internazionale

Secondo quanto riportato nel Rapporto del MEF sul debito pubblico del 2024, i mercati obbligazionari dell'area euro hanno beneficiato del graduale rientro dell'inflazione verso l'obiettivo di stabilità dei prezzi perseguito dalle banche centrali. Tale evoluzione ha consentito l'avvio di un progressivo allentamento della politica monetaria attraverso una riduzione dei tassi di interesse ufficiali.

In questo contesto, i mercati obbligazionari hanno registrato un miglioramento delle condizioni finanziarie, con una diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato italiani. Parallelamente, si è osservata una progressiva riduzione del differenziale di rendimento (spread) tra i BTP italiani e i Bund tedeschi, indicatore comunemente utilizzato per valutare il premio per il rischio richiesto dagli investitori sui titoli del debito pubblico italiano rispetto a quelli tedeschi.

Più precisamente, lo spread ha raggiunto i livelli più contenuti a metà dicembre, per poi registrare un lieve incremento nelle ultime settimane dell'anno, in seguito alla revisione delle aspettative degli operatori di mercato circa l'entità e la tempistica dei futuri tagli dei tassi di interesse da parte della BCE.

Figura 1. Evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato europei con scadenza decennale (2023-2024)



Fonte: Elaborazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze su dati Bloomberg, Rapporto sul Debito Pubblico 2024, p.18

Analizzando più nel dettaglio l'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato dei principali Paesi dell'area euro tramite la figura 1, occorre precisare che l'Italia è stato l'unico Paese a registrare una lieve riduzione del rendimento del titolo decennale, pari a circa 19 punti base. Al contrario, i rendimenti dei titoli di Stato spagnoli sono rimasti pressoché invariati, mentre quelli di Germania e Francia hanno mostrato un incremento rispettivamente di circa 30 e 60 punti base.

Nel corso dell'anno, i rendimenti hanno raggiunto i livelli più elevati tra i mesi di giugno e luglio, in un contesto caratterizzato da una maggiore volatilità dei mercati finanziari. Successivamente, il progressivo miglioramento delle condizioni di mercato e il graduale allentamento delle aspettative sui tassi di interesse hanno favorito una riduzione dei rendimenti, che hanno raggiunto i livelli minimi nel mese di dicembre.

Per concludere questa breve analisi, un ulteriore elemento di rilievo riguarda il mercato francese. L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato francesi ha infatti determinato, nell'ultimo trimestre del 2024, un'inversione dello spread rispetto ai corrispondenti titoli decennali spagnoli, evidenziando un temporaneo peggioramento della percezione del rischio associato al debito sovrano francese.

Con riferimento all'Italia, il miglioramento registrato dal mercato dei titoli di Stato italiani nel corso del 2024 non può essere ricondotto esclusivamente all'evoluzione della politica monetaria della BCE. Le valutazioni degli investitori sono infatti influenzate anche dalle prospettive di crescita dell'economia e dalla credibilità delle politiche economiche adottate dal Paese.

A tale riguardo, la Commissione Europea evidenzia come l'Italia abbia conseguito, negli ultimi anni, significativi progressi grazie all'attuazione delle riforme e degli investimenti previsti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR). Sotto questo profilo, sono stati compiuti interventi volti al rafforzamento della pubblica amministrazione, alla riforma del sistema giudiziario, alla promozione della concorrenza e alla riforma del sistema degli appalti pubblici. Tali misure hanno contribuito a migliorare il contesto istituzionale ed economico del Paese, rafforzandone la credibilità nei confronti dei mercati finanziari.

La Commissione sottolinea, tuttavia, che permangono alcuni fattori di debolezza strutturale che continuano a limitare il potenziale di crescita dell'economia italiana. Tra questi figurano la ridotta capacità amministrativa, il livello ancora contenuto degli investimenti in ricerca e sviluppo e la complessità del sistema fiscale, elementi che rappresentano tuttora importanti criticità per la competitività del Paese.

In definitiva, sebbene tali valutazioni non riguardino direttamente l'andamento dei mercati finanziari, esse contribuiscono a spiegare le dinamiche che influenzano le decisioni degli investitori. La sostenibilità del debito pubblico, infatti, non dipende soltanto dagli indicatori di finanza pubblica, ma anche dalla capacità di un Paese di conseguire una crescita economica stabile nel medio-lungo periodo. In questo contesto, l'attuazione di riforme strutturali e credibili e il miglioramento dell'efficienza delle istituzioni rafforzano la fiducia degli operatori economici, contribuendo a contenere il premio per il rischio richiesto sui titoli di Stato e, di conseguenza, il costo del finanziamento del debito pubblico.

3.3 Le misure di gestione adottate e i risultati ottenuti

3.3.1 Le misure

Nel corso del 2024, la gestione del debito pubblico italiano si è sviluppata in coerenza con gli indirizzi delineati dal MEF nelle Linee Guida per la Gestione del Debito Pubblico (2024). L'obiettivo principale della strategia è stato quello di garantire la sostenibilità del debito nel medio-lungo periodo, assicurando al contempo un accesso efficiente ai mercati finanziari attraverso un equilibrato bilanciamento tra contenimento del costo del finanziamento e riduzione dei rischi connessi alla struttura del debito.

Una delle priorità individuate dal MEF ha riguardato la riduzione del rischio di rifinanziamento, ossia il rischio derivante dalla concentrazione di elevate scadenze in un limitato arco temporale. A tal fine, il Tesoro ha programmato una distribuzione equilibrata delle emissioni lungo l'intera curva delle scadenze, evitando un'eccessiva concentrazione dei titoli in rimborso nello stesso periodo. In particolare, le Linee guida prevedevano il mantenimento di volumi di emissione sostanzialmente stabili per i BTP a sette anni, una lieve riduzione delle emissioni sul segmento decennale e il proseguimento di una regolare attività di collocamento sui titoli a lungo termine, al fine di garantire adeguata liquidità a tutti gli strumenti disponibili.

Coerentemente con tali obiettivi, nel corso del 2024 il Tesoro ha perseguito una strategia orientata all'allungamento della vita media del debito mediante un maggiore ricorso a titoli con scadenze medio-lunghe, quali i BTP a 7, 10, 15 e 30 anni. Tale impostazione ha consentito di distribuire nel tempo gli impegni di rimborso, contribuendo a ridurre il rischio di rifinanziamento e a stabilizzare il costo medio del debito.

La politica di gestione del debito ha continuato inoltre a basarsi sul tradizionale equilibrio tra costo e rischio. Sebbene le emissioni a breve termine comportino generalmente meno costi sotto il profilo del costo di finanziamento, esse espongono lo Stato a una più elevata frequenza di rifinanziamento. Al contrario, le emissioni a lungo termine comportano un costo iniziale più elevato, ma consentono di limitare l'esposizione alle future variazioni dei tassi di interesse e di garantire una maggiore stabilità nella gestione del debito. Per tale ragione, il Tesoro ha perseguito una composizione equilibrata delle

emissioni, adattandola alle condizioni dei mercati finanziari e agli obiettivi di sostenibilità del debito.

Le Linee Guida del MEF hanno inoltre attribuito particolare rilievo alla diversificazione degli strumenti di finanziamento, con l'obiettivo di ampliare la base degli investitori e soddisfare differenti esigenze di mercato. In tale contesto, è stato confermato il programma di emissione dei BTP Green, strumenti destinati al finanziamento di investimenti pubblici con finalità ambientali e coerenti con gli obiettivi della transizione ecologica. Parallelamente, il Tesoro ha previsto la possibilità di effettuare nuove emissioni di BTP Valore, rivolte prevalentemente ai risparmiatori individuali, riservandosi la possibilità di definirne le caratteristiche finanziarie in funzione delle condizioni di mercato e delle esigenze di finanziamento.

Nel corso del 2024 tali indirizzi hanno trovato concreta attuazione. I BTP Green hanno contribuito ad ampliare la platea degli investitori, intercettando la crescente domanda di strumenti finanziari sostenibili e consolidando il ruolo dell'Italia nel mercato della finanza verde. Allo stesso tempo, i BTP Valore hanno favorito una maggiore partecipazione degli investitori retail al finanziamento del debito pubblico, contribuendo alla diversificazione della base dei sottoscrittori e riducendo, almeno in parte, la dipendenza dagli investitori istituzionali.

In conclusione, il MEF ha confermato l'utilizzo delle operazioni di concambio[10] e di riacquisto come strumenti funzionali alla gestione attiva del debito pubblico, con l'obiettivo di migliorare il profilo delle scadenze, sostenere la liquidità del mercato e contenere il rischio di rifinanziamento. In linea con tali indicazioni, nel corso del 2024 il Tesoro ha effettuato operazioni di concambio attraverso la sostituzione di titoli prossimi alla scadenza con nuove emissioni caratterizzate da una durata maggiore. Tali interventi hanno contribuito a distribuire in maniera più equilibrata i rimborsi futuri, migliorando il profilo temporale del debito e rafforzando l'efficienza complessiva della gestione del debito.

[10] Le operazioni di concambio sono operazioni che consentono di riacquistare o scambiare titoli di Stato in scadenza con altri di durata pluriennale, come i BTP, allo scopo di rimodulare le scadenze e ridurre il rischio di rifinanziamento.

3.3.2 I risultati conseguiti

In base a quanto riportato nel Rapporto sul debito pubblico del MEF, nel corso del 2024 l'attività di emissione del Tesoro ha determinato soltanto modifiche marginali nella composizione dello stock dei titoli di Stato. I BTP nominali hanno continuato a rappresentare la componente principale del debito pubblico, con un'incidenza pari al 72,30% del totale, in leggera diminuzione rispetto al 72,77% registrato nel 2023. Parallelamente, è aumentato il peso dei BTP Green, passato dall'1,48% all'1,87%, a conferma della crescente attenzione verso strumenti di finanziamento destinati a sostenere investimenti con finalità ambientali.

Relativamente ai titoli indicizzati all'inflazione[11], si è osservata una riduzione complessiva della loro incidenza sul totale del debito. In particolare, la quota dei BTP Italia[12] è scesa dal 3,23% al 2,54%, principalmente a causa delle scadenze intervenute nel corso dell'anno e dell'assenza di nuove emissioni. Tale diminuzione è stata solo in parte compensata dall'incremento dei BTP€i, la cui quota è salita al 7,63% dello stock complessivo.

Anche tra gli strumenti rivolti principalmente ai risparmiatori individuali si sono registrate alcune variazioni. I BTP Futura[13], per i quali non sono state effettuate nuove emissioni nel 2024, hanno evidenziato una lieve riduzione del proprio peso sul totale del debito, passando dallo 0,86% allo 0,82%. Al contrario, i BTP Valore hanno mostrato una crescita significativa, aumentando dall'1,48% al 2,59%, segno del positivo riscontro ottenuto presso la clientela retail.

Per quanto riguarda gli strumenti a tasso variabile, la quota dei CCTeu si è leggermente ridotta, passando dal 5,82% al 5,42% dello stock complessivo. I BOT, invece, hanno registrato un modesto incremento, raggiungendo il 5,24% rispetto al 5,10% dell'anno precedente. È diminuita anche la consistenza del debito emesso sui mercati esteri, la cui incidenza si è attestata all'1,60%, riflettendo emissioni nette negative.

---

[11] I titoli indicizzati all'inflazione sono obbligazioni (BTP Italia o BTP€i) che proteggono il potere d'acquisto del capitale poiché sia il loro rendimento che il loro valore di rimborso aumentano proporzionalmente all'aumento dei prezzi.

[12] I BTP Italia sono titoli indicizzati all'inflazione nazionale e vengono emessi dal MEF per proteggere il potere d'acquisto dei piccoli risparmiatori.

[13] I BTP Futura sono una tipologia di Buoni del Tesoro Poliennali dedicati esclusivamente ai piccoli risparmiatori individuali e che garantiscono cedole crescenti nel tempo e anche un premio fedeltà rappresentato da un rendimento aggiuntivo erogato a chi acquista il titolo all'emissione e lo detiene fino alla scadenza.

Inoltre, la parte di debito denominata in valuta estera e non coperta dal rischio di cambio mediante strumenti derivati rappresenta ormai una quota del tutto marginale.

Dal punto di vista del costo del finanziamento, il progressivo calo dei tassi di mercato registrato nel corso del 2024 ha favorito una riduzione del costo medio ponderato delle nuove emissioni, sceso dal 3,76% del 2023 al 3,415%. Diversamente, il costo medio dell'intero stock di debito, calcolato secondo il criterio di cassa come rapporto tra gli interessi corrisposti e lo stock di titoli dell'anno precedente, è aumentato dal 2,49% al 2,93%. Considerando anche l'effetto delle operazioni in strumenti derivati, il costo si è attestato al 2,928%, contro il 2,53% del 2023.

La diversa evoluzione dei due indicatori è riconducibile al fatto che il costo delle nuove emissioni riflette immediatamente l'andamento dei tassi di interesse di mercato, mentre il costo medio dell'intero debito dipende dalla graduale sostituzione dei titoli in scadenza con nuove emissioni. Nel 2024 sono infatti giunti a scadenza numerosi titoli collocati negli anni precedenti con tassi particolarmente contenuti, che sono stati rifinanziati mediante nuove emissioni caratterizzate da rendimenti più elevati, sebbene inferiori rispetto a quelli osservati nel 2023.

La gestione del portafoglio dei derivati ha inoltre contribuito ad aumentare l'Average Refixing Period (ARP), indicatore che misura il tempo medio necessario affinché le variazioni dei tassi di interesse si riflettano sul costo complessivo del debito. Un ARP più elevato consente infatti di attenuare gli effetti di eventuali oscillazioni dei tassi di mercato nel breve periodo.

Da ultimo, con riferimento al rischio di rifinanziamento, il principale indicatore utilizzato è rappresentato dalla vita media del debito. Nel 2024 essa è salita a 7 anni, rispetto ai 6,97 del 2023, grazie alla strategia del Tesoro di privilegiare emissioni con scadenze medio-lunghe, in particolare i BTP nominali, titoli indicizzati all'inflazione europea e strumenti a tasso variabile. Anche le operazioni straordinarie di gestione del debito hanno favorito l'allungamento delle scadenze, riducendo il peso dei titoli con vita residua più breve e incrementando la quota di quelli più a lunga maturità.

CONCLUSIONE

L'analisi portata avanti all'interno di questo elaborato ha messo in evidenza come il debito pubblico costituisca una delle variabili più importanti della politica economica e della macroeconomia, in grado di influenzare non soltanto la stabilità delle finanze pubbliche, ma anche le prospettive di crescita economica e la credibilità di uno Stato nei confronti dei mercati finanziari. Il caso italiano assume una particolare importanza, poiché il nostro Paese presenta da molti anni uno dei più alti rapporti debito pubblico/PIL tra le economie avanzate, e questo rende la sua gestione un aspetto particolarmente complesso e strategico.

All'interno del primo capitolo si è trattato di come la sostenibilità del debito non dipenda solo dal suo valore assoluto, bensì dall'interazione di molti fattori, quali il livello dei tassi di interesse, il ritmo di crescita dell'economia, il saldo primario di bilancio, la composizione dei creditori e il contesto istituzionale in cui il debito è gestito. In particolare, l'appartenenza dell'Italia all'Unione Economica e Monetaria porta vantaggi importanti a livello di stabilità monetaria, ma allo stesso tempo limita l'autonomia delle politiche economiche nazionali, e questo rende ancora più importante il mantenimento della fiducia degli investitori e dei mercati finanziari.

L'analisi storica effettuata nel secondo capitolo ha messo in evidenza il fatto che l'attuale livello di indebitamento deriva da un lungo processo sviluppatosi nel corso di diversi decenni. In particolar modo, dalla crescita del debito avutasi negli anni Ottanta fino agli effetti delle principali crisi economiche degli ultimi anni, emerge in modo chiaro come il rapporto debito pubblico/PIL sia fortemente condizionato sia dalle scelte di politica economica sia dagli shock esterni. La crisi finanziaria internazionale del 2008, la crisi del debito sovrano europeo e, più di recente, la pandemia di COVID-19 hanno mostrato quanto gli equilibri della finanza pubblica possano deteriorarsi rapidamente e quanto sia di fondamentale importanza l'intervento di istituzioni europee capaci di agire per garantire la stabilità dell'intera area euro.

L’approfondimento in merito al 2024 ha inoltre consentito di osservare come la gestione del debito pubblico non riguardi soltanto il semplice finanziamento del fabbisogno dello Stato, ma rappresenti un’attività complessa che ha l’obiettivo di bilanciare il contenimento del costo dell’indebitamento con la riduzione dei principali rischi finanziari. Le misure adottate dal Ministero dell’Economia e delle Finanze, quali l’allungamento della vita media dei titoli, una distribuzione più equilibrata delle scadenze, l’utilizzo di strumenti innovativi come i BTP Green e i BTP Valore e le operazioni di liability management, hanno contribuito a rafforzare la struttura del debito pubblico, riducendone l’esposizione alle variazioni delle condizioni dei mercati finanziari. I risultati conseguiti nel corso del 2024 suggeriscono che tali interventi abbiano contribuito a mantenere elevata la fiducia degli investitori e a contenere i principali rischi connessi alla gestione del debito, pur rimanendo in un contesto di elevata incertezza economica e geopolitica.

Nonostante questi risultati positivi, rimangono tuttavia elementi di criticità che non possono essere ignorati. L’elevato livello del rapporto debito pubblico/PIL continua, infatti, ad essere un importante fattore di vulnerabilità per l’economia italiana, specialmente in una fase caratterizzata da tassi di interesse più elevati rispetto al decennio precedente e da prospettive di crescita economica ancora contenute. Inoltre, gli effetti di lungo termine di alcune misure adottate negli scorsi anni, come quelli legati al Superbonus, continueranno a manifestare le loro conseguenze sulla dinamica del debito anche nei prossimi anni, rendendo così necessaria una gestione prudente delle finanze pubbliche.

Alla luce di tali considerazioni, emerge come la sostenibilità del debito pubblico non possa essere perseguita esclusivamente tramite politiche di contenimento della spesa o di aumento della pressione fiscale. Una riduzione stabile del rapporto debito pubblico/PIL richiede soprattutto il rafforzamento della crescita economica, l’aumento della produttività, il miglioramento della competitività del sistema economico e l’attuazione di investimenti capaci di accrescere il potenziale di sviluppo del Paese. Soltanto in presenza di una crescita economica solida e duratura sarà infatti possibile diminuire progressivamente il peso del debito senza incidere negativamente sulla qualità dei servizi pubblici e sulle prospettive di sviluppo.

In conclusione, il debito pubblico non deve essere visto solamente come un vincolo per la politica economica, bensì come una variabile che richiede una gestione attenta, credibile e orientata al lungo periodo. L'esperienza italiana dimostra come la sostenibilità del debito dipenda non soltanto dalla dimensione dello stock accumulato, ma anche dalla capacità delle istituzioni di adottare strategie efficaci, mantenere la fiducia dei mercati e favorire condizioni favorevoli alla crescita economica. In questo contesto, le politiche di gestione del debito continueranno ad essere una parte essenziale della politica economica italiana, chiamata a combinare l'equilibrio dei conti pubblici con le esigenze di sviluppo e di stabilità finanziaria del Paese.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Alessandrini, P. (2021). *Economia e politica della moneta.* Bologna. Il Mulino.

Borsa Italiana. (s.d.). *Quali sono i titoli di Stato del Debito Pubblico.* Tratto da: https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/debito-pubblico.htm

Cafiso, G. (2020). *Capire il debito pubblico per riuscire a sostenerlo.* Osservatorio Coesione Sociale. Tratto da: https://osservatoriocoesionesociale.eu/wp-content/uploads/2020/03/SCP1_2020_Cafiso.pdf

CONSOB. (s.d.). *La crisi del debito sovrano del 2010-2011.* Tratto da: https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011

Cottarelli, C., & Olmastroni, G. (2025). *Le cause dell'aumento del debito pubblico dal 1970 ad oggi*. Osservatorio CPI. Tratto da: https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-le-cause-dell-aumento-del-debito-pubblico-dal-1970-a-oggi

European Commission. (2025). *Country Report Italy 2025.* Tratto da: https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/b1061802-4b9c-4ecb-9a38-d6fa9d7ef64d_it?filename=IT_SWD_2025_212_1_IT_autre_document_travail_service_part1_v4.pdf

Eurostat. (s.d.). *Government deficit/surplus, debt and associated data*. Tratto da: https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_edpt1__custom_21125677/default/table

ISTAT. (2011). *La crescita del debito pubblico durante la crisi 2008-2010: cause e sostenibilità.* Tratto da: https://www.istat.it/it/files/2011/07/dossier2.pdf

ISTAT. (2026). *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni pubbliche, secondo il trattato di Maastricht – Anni 2022/2025.* Tratto da: https://www.istat.it/wp-content/uploads/2026/04/Notifica_22_04_2026.pdf

Ministero dell'Economia e delle Finanze. Dipartimento del Tesoro. (2023). *Linee guida per la gestione del Debito Pubblico 2024.* Tratto da: https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Linee-Guida-della-Gestione-del-Debito-Pubblico-Anno-2024.pdf

Ministero dell'Economia e delle Finanze. Dipartimento del Tesoro. (2025). *Rapporto sul Debito Pubblico 2024.* Tratto da: https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Rapporto-sul-Debito-Pubblico-2024.pdf

Teobaldelli, D. (2018). *Debito pubblico e stabilità macroeconomica.* In ECONOMIA, POLITICA E CULTURA NELL'ITALIA DEL XX SECOLO. Attualità del pensiero critico di Sergio Steve, a cura di Stefano Gorini, Ernesto Longobardi e Giuseppe Vitaletti. Franco Angeli, 2018, pp. 285-296. ISBN: 9788891771018