Dipartimento di Impresa & Management

LA MISURAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO

Relatore
Prof. Chiara Oldani

Candidato
Giuseppe Romeo
Matr. 196741

Anno Accademico 2017/2018

A nonna Lina…
Luce del mio cammino.

La Misurazione del Debito Pubblico

Indice

Capitolo I- Debito pubblico lordo

1) Debito pubblico lordo
2) Andamento del debito lordo nei paesi del G7 dal 1980 ad oggi

Capitolo II- Il debito pubblico netto

1) La proposta per la misurazione del debito netto
2) Le proposte di misurazione
   2.1) Banca Centrale Europea (BCE)
   2.2) Unione Europea (UE)
   2.3) Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE)
   2.4) Fondo Monetario Internazionale (FMI)
3) Andamento del debito pubblico netto tra i paesi del G7 dal 1980 ad oggi

Capitolo III- Impatto debito netto

1) Impatto dal punto di vista macroeconomico dell'introduzione del debito netto
2) Impatto in Europa dell'introduzione del debito netto
3) Pro e contro
4) Conclusioni

Introduzione

Attorno al concetto di debito pubblico gravita un'ampia letteratura, specialistica di settore e giornalistica, soprattutto negli ultimi anni a causa dello scoppio della crisi economica mondiale. Ogni giorno, in tutti i campi, da quello economico a quello socio-politico, si parla di questa variabile macroeconomica che viene spesso associata a quello che è il benessere o la situazione finanziaria di un paese; nell'opinione comune, un paese con un alto debito pubblico viene considerato un paese a rischio crisi, ma la realtà è ben diversa e più complicata di come appare.

Lo scopo di questa analisi è quello di chiarire il concetto di debito pubblico, presentandone le definizioni, le interpretazioni e gli ambiti di utilizzo.

Si prenderanno in esame le definizioni di Istituzioni internazionali, quali Eurostat, Fondo Monetario Internazionale e Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, si analizzeranno i dati sull'andamento del debito pubblico dal 1980 ad oggi, grazie alle tabelle visibili sul sito del Fondo Monetario Internazionale, come sarà approfondito nel Capitolo I e nel Capitolo II.

Infine, nel Capitolo III si consulteranno paper di riviste economico-finanziarie per comprendere gli ambiti di utilizzo correnti e futuri per tutte le definizioni di debito pubblico. Soprattutto verrà analizzato un concetto nuovo, ossia quello di debito pubblico netto, sulla cui definizione e applicazione sono tuttora in corso dibattiti, vista la novità e la rilevanza dell'argomento.

L'obiettivo principale è proprio quello di comprendere, non solo in teoria, l'impatto che questo nuovo concetto ha avuto, sia su alcune variabili macroeconomiche, ma soprattutto in Europa, in particolare nell'Unione Europea.

Capitolo I- Debito pubblico lordo

Il debito pubblico è il valore nominale di tutti i debiti in essere alla fine dell'anno e consolidato tra e nei settori della pubblica amministrazione.

È definito come comprendente lo stock di passività (di strumenti finanziari quali depositi, valute e prestiti) alla fine del periodo preso in considerazione (cfr. Eurostat).

Nel tempo da Ricardo a Keynes e Barro si è cercato di interpretarlo e capire quali fossero i suoi scopi. In generale il debito pubblico viene definito come la somma totale dei debiti del settore governativo e il debito appartenente alle imprese pubbliche finanziarie e non finanziarie.

Nella teoria economica, il debito assolve quattro funzioni (cfr. BOSI P.):

- La capacità di influenzare le variabili economiche e/o i prezzi;
- La funzione di redistribuire l'onere di spesa pubblica fra le generazioni;
- Evitare fluttuazioni troppo elevate delle aliquote in presenza di shock;
- Eliminare alcuni dei fallimenti di mercato.

Già con il Trattato di Maastricht (1993), rafforzato con il Trattato di Amsterdam (1998), l'indebitamento pubblico veniva considerato un punto focale tanto da essere considerato, in rapporto col Prodotto interno lordo (PIL), uno dei pilastri fondamentali per l'ingresso e il mantenimento della posizione di Stato Membro nell'UE.

Secondo la normativa: il rapporto $\frac{Debito}{PIL} \leq 60\%$.

Questa espressione è di difficile interpretazione a causa dell'impossibilità di trovare, al momento, un contesto normativo unico per l'UE e ogni Stato Membro utilizza nel calcolo del proprio debito diverse macro-variabili e diversi strumenti. A tal proposito la *Bank for International Settlements* (BIS) nella sua relazione del 2015 ha cercato di introdurre informazioni e strumenti che possano essere simili in tutti i paesi, in modo da uniformare la disciplina inerente il debito.

In maniera concorde al *System of National Accounts* (SNA), il BIS ha cercato di trovare una *definizione comune* di debito che si esprime come tutte le passività che richiedono un pagamento, o il pagamento di un interesse tra un creditore e un debitore ad una certa data, definibile anche come un sottoinsieme specifico di passività identificate secondo i tipi di strumenti finanziari inclusi ed esclusi. Tra le passività più comuni si possono trovare titoli di

Stato a breve e lungo termine, prestiti e depositi che corrispondo quasi alla totalità delle passività statali.

Il nuovo set proposto dal BIS misura l'andamento del debito sia al *market value* che al *nominal value.*

Il primo fa riferimento all'ammontare per cui un creditore può scambiare in qualsiasi momento un'attività o estinguere una passività. Può fluttuare nel tempo a causa di cambiamenti nel tasso di interesse su titoli privi di rischio. Il secondo invece rimane costante per tutta la durata, dalla stipula al pagamento totale.

La totalità dei dati sui debiti pubblici al *nominal value* viene fornita dalle agenzie responsabili o istituti nazionali di statistica. Nel caso dell'Europa, l'istituto di riferimento è l'Eurostat, che fornisce dati che corrispondono con le definizioni e i criteri dettati dal BIS.

1. Debito pubblico lordo

Si è soliti considerare e analizzare il debito pubblico nella forma del debito pubblico *lordo.*

Si evidenziano due definizioni riconducibili a:

- *Maastricht debt*: definito dalla regolamentazione del Consiglio Europeo n°479/2009 come il debito pubblico lordo del governo espresso al valore nominale in essere alla fine dell'anno. È conosciuto anche come il debito per la Procedura per disavanzi eccessivi (PDE), e viene presentato semestralmente dai Paesi Membri dell'UE (ad Aprile e ad Ottobre), mentre l'Eurostat ne pubblica i risultati quadrimestralmente. Il debito lordo così definito comprende tutte le seguenti passività: valute e depositi (AF.2), certificati che indicano la proprietà di obbligazioni (AF.33) e presiti (AF.4). $Maastricht\ Debt = AF.2 + AF.33 + AF.4.$

  Essendo calcolato al valore nominale degli strumenti di debito questo non risente delle fluttuazioni di mercato come invece succede al debito definito dall'SNA che viene valutato al valore di mercato, quindi quello di *Maastricht* risulta più basso rispetto al secondo (come si può notare in Figura 1).

Debito pubblico lordo secondo la definizione di Maastricht e quella dell'OCSE (SNA)

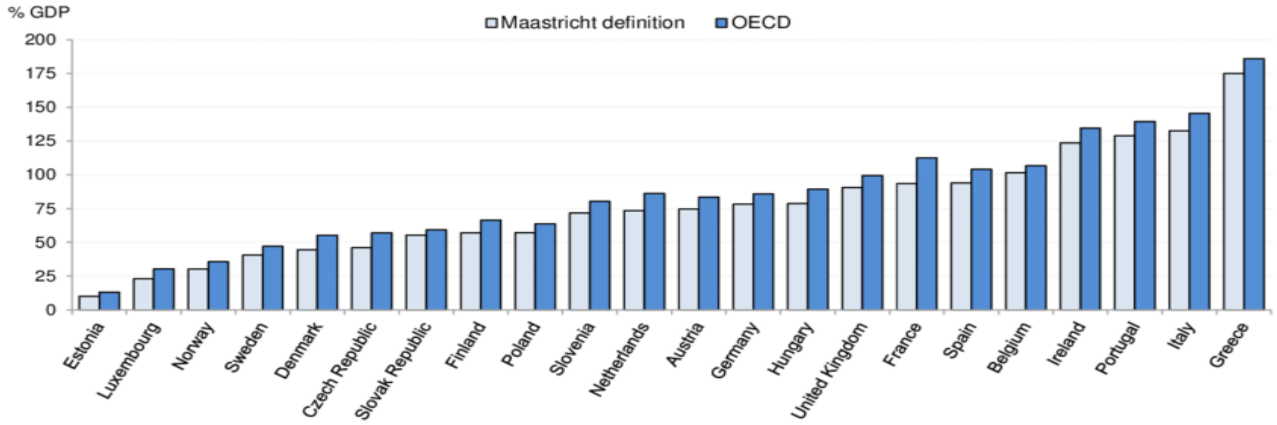


Figura 1 (OCSE Wolrd Economic Outlook, 2013)

Il debito lordo secondo la definizione di Maastricht ha assunto importanza rilevante tra i paesi UE in quanto viene utilizzato per verificare se un determinato paese rispetta la regola del debito e del deficit del Patto di Stabilità e Crescita (PSC). Tuttavia a causa dell'esclusione di alcune importanti tipi di passività, quali i versamenti per le pensioni e altri debiti, il calcolo del debito per ogni paese può dar luogo ad una pluralità di risultati diversi.

- *European System of Accounts* (ESA) 1995 *debt*: questa definizione si basa sulla regolamentazione del Consiglio Europeo (CE) n°2223/96 del 25 giugno 1996 dell'ESA 95, che stabiliva un nuovo quadro per la contabilizzazione dei dati nell'UE. La definizione di debito pubblico lordo proposta non è altro che un'espansione della definizione di Maastricht, andando ad includere altri strumenti, quali riserve tecniche di assicurazione (AF.6) e altre passività (AF.7). Analiticamente l'ESA *debt* sarà espresso come:

  $ESA\ 95\ Debt = AF.2 + AF.33 + AF.4 + AF.6 + AF.7.$

  Questo è stato successivamente aggiornato tramite lo *European System of Accounts 2010* (ESA 2010).

Le differenze tra le due definizioni sono evidenti: il *Maastricht debt* differisce dall'ESA 95 *debt* non solo per le passività considerate ma per la valutazione delle passività stesse. Nel primo infatti avvengono al valore nominale, costante nel tempo e quindi meno volatile, e altro non è che l'ammontare stabilito che il governo dovrà pagare al creditore a scadenza. Il secondo viene invece valutato al valore di mercato, che è il prezzo per cui un'attività può essere scambiata in qualsiasi momento tra venditore e acquirente in cambio di liquidità.

2. Andamento del debito lordo nei paesi del G7 dal 1980 al 2018

Nell' analisi il gruppo di riferimento è il *Gruppo dei Sette* (G7), ossia il summit che riunisce i capi di Stato dei sette paesi che sono considerate dall'FMI come le sette maggiori economie: Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Stati Uniti.

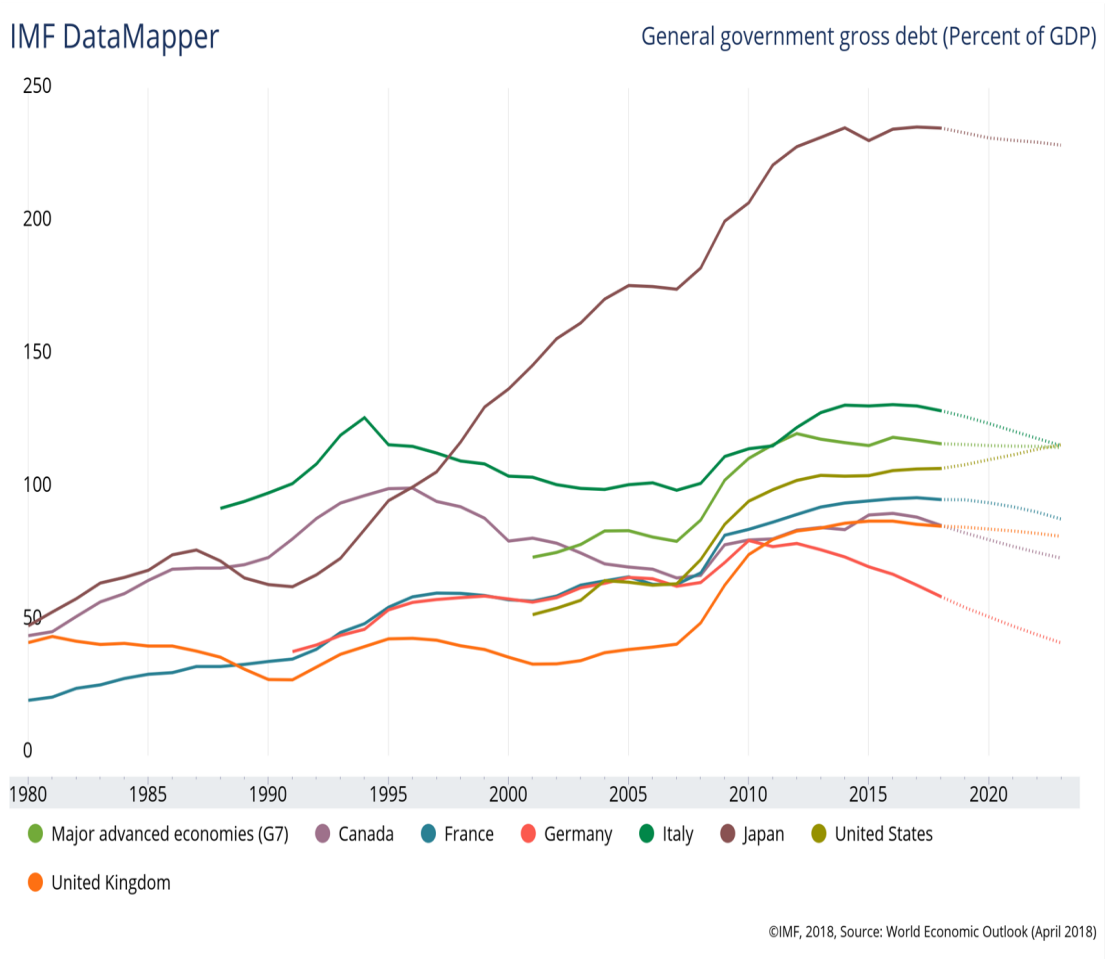


Figura 2 (IMF, World Economic Outlook 2018), Chart.

In figura 2 è raffigurato l'andamento del debito pubblico lordo in relazione al PIL dal 1980 con previsione fino al 2023, dei paesi componenti il G7, in maniera collettiva e presi singolarmente. Come è riscontrabile dalla figura vi sono paesi che hanno avuto una crescita esponenziale del debito, come la Francia, e chi invece ha avuto un alternarsi di fasi di aumento e diminuzione, come il Canada. Al 1980, periodo del quale non sono disponibili i dati su tutti i paesi in considerazione, il paese con il debito minore risultava essere la Francia, seguita dal Regno Unito, Canada e Giappone. Per poter confrontare i sette paesi, l'anno di riferimento è il 2001, periodo in cui il Regno Unito era il paese meno indebitato, mentre Italia e Giappone erano i paesi col maggior debito. Per questi ultimi la situazione rimane la stessa anche nel 2018, con il debito italiano che si prevede in diminuzione nel 2023.

Analizzando i vari decenni è possibile ricavare e commentare i dati relativi al debito lordo:

- Il decennio che va dal 1980 al 1989 è caratterizzato dalla crescita esponenziale del debito in tre dei quattro paesi di cui si dispongono i dati, con il Regno Unito che è l'unica a registrare un abbassamento del debito che, ad esclusione del 1981 e del 1984, è stato quasi costante. La crescita di debito più rilevante è registrata dal Canada (+26,7 punti percentuale) e dal Giappone (+18 punti percentuale). Il Regno Unito invece registra una decrescita del debito nell'arco del decennio abbastanza significativa (-10 punti percentuale), sintomo di un'economia stabile e una moneta forte. Si registrano i primi dati sul debito italiano, pari a "93" nel 1988.
- Nell'arco temporale che va dal 1990 al 1999, si nota come il primo lustro si caratterizzi per la crescita del debito di tutti i paesi considerati, mentre nella seconda metà del decennio Canada, Italia e Regno Unito assistono ad una diminuzione del loro debito, che può essere considerata sintomo di ripresa. Il Giappone chiude il decennio con la crescita dell'indebitamento più alta rispetto al decennio precedente (+66 punti percentuale). Dal 1993 viene analizzato anche il debito tedesco, pari a "39", e che vede una crescita costante (+20,9 punti percentuale).

- Il decennio tra il 2000 e il 2009 può essere suddiviso nel periodo pre-crisi (2000-2007) e il periodo della crisi. Nel primo periodo si nota come il Canada sia in una fase di decrescita del debito praticamente costante, gli altri paesi registrano fluttuazioni verso l'alto e verso il basso, ma nessuno spostamento significativo, tranne il Giappone che

risulta essere sempre il più indebitato e con una crescita vertiginosa (+37,5 punti percentuale rispetto al decennio precedente). Dal 2001 emergono i dati relativi agli Stati Uniti che seguono l'andazzo di Francia, Germania, Italia e Regno Unito. A seguito della crisi, dal 2008 si evidenziano solo fasi crescenti del debito, che aumenta in modo esponenziale per tutti i paesi del G7 (area di cui, dal 2001, si dispone dei dati).

Tabella 1 (Andamento debito lordo 2000-2004) International Monetary Fund, World Economic Outlook, Table

General government gross debt (Percent of GDP)	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Canada	80,7	81,8	79,9	76,2	72,1
France	58,6	58,1	60	64,1	65,7
Germany	58,9	57,7	59,4	63,1	64,8
Italy	105,1	104,7	101,9	100,5	100,1
Japan	137,9	146,8	156,8	162,7	171,7
United Kingdom	37	34,4	34,5	35,7	38,7
United States	no data	53	55,4	58,4	65,8
Major advanced economies (G7)	no data	74,6	76,4	79,4	84,5

Tabella 2 (Andamento debito lordo 2005-2009) International Monetary Fund, World Economic Outlook, Table

General government gross debt (Percent of GDP)	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
Canada	70,9	70,1	66,8	67,8	79,3
France	67,2	64,4	64,4	68,7	82,9
Germany	67	66,5	63,7	65,1	72,6
Italy	101,9	102,6	99,8	102,4	112,5
Japan	176,8	176,4	175,4	183,4	201
United Kingdom	39,9	40,8	41,9	49,9	64,1
United States	65,2	64,1	64,6	73,7	87

Major advanced economies (G7)	84,6	82,2	80,6	88,6	103,6

- Nel periodo tra il 2010 e il 2017 si è in piena crisi, con i paesi che fanno sempre più ricorso all'indebitamento, che cresce come mai prima d'ora e a livelli altissimi. Ad esclusione della Germania, con una decrescita costante (-16,8 punti percentuale), tutti gli altri paesi hanno registrato aumenti: il Giappone risulta il più indebitato e con la crescita più elevata (+28,5 punti percentuale), l'Italia è il secondo più indebitato (+16,1 punti percentuale), a seguire Stati Uniti (+12,1 punti percentuale), Francia (+11,9 punti percentuale), Regno Unito (+11,4 punti percentuale) e infine Canada (+8,6 punti percentuale). Il Gruppo dei Sette ha seguito lo stesso andamento (+6,8 punti percentuale). Tutto ciò segnala come l'esplodere della crisi abbia avuto effetti devastanti sui paesi considerati.

Tabella 3 (Andamento debito lordo 2010-2014) Internation Monetary Fund, World Economic Outlook, Table

General government gross debt (Percent of GDP)	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Canada	81,1	81,5	84,8	85,8	85
France	85,1	87,8	90,7	93,5	95
Germany	80,9	78,6	79,8	77,4	74,7
Italy	115,4	116,5	123,4	129	131,8
Japan	207,9	222,1	229	232,5	236,1
United Kingdom	75,6	81,3	84,5	85,6	87,4
United States	95,7	100	103,5	105,4	105,1
Major advanced economies (G7)	111,8	116,9	121,1	119	117,7

- L'analisi del Fondo Monetario Internazionale fornisce anche i dati e le previsioni future per nell'arco tra il 2019 e il 2023. Si evidenzierebbero in questo periodo una fase di diminuzione del debito per tutti i paesi ad eccezione degli Stati Uniti che registrerebbero una crescita costante (+7.5 punti percentuale). La Germania registrerebbe un indebitamento sempre più basso (-13,3 punti percentuale), seguita dall'Italia (-10,9 punti percentuale), poi dal Canada (-9,5 punti percentuale), Francia

(-7,2 punti percentuale), Giappone (-4,2 punti percentuale), il cui debito però resterebbe il più alto, e infine il Regno Unito (-3,4 punti percentuale).

L'analisi della sostenibilità finanziaria di un paese tramite il debito lordo, preso in rapporto con il PIL, non fornisce però una visione chiara della situazione, che invece potrebbe essere meglio compresa considerando altri indicatori per l'analisi dello stato finanziario e per la sostenibilità nel lungo periodo. Questo perché il debito pubblico lordo non tiene conto del lato delle attività nel bilancio del governo. Le attività, infatti, possono essere fonte di utili o essere vendute per risanare il debito. Non necessariamente un governo con alte passività è a rischio se a far fronte ha un numero equivalente o superiore di attività.

Capitolo II- Il debito pubblico netto

Il debito pubblico netto è il debito meno il tutte le attività finanziarie del settore governativo. "Ogni attività del settore governativo ha una corrispondente passività esistente al di fuori del settore" (cfr. Eurostat).

1) La proposta di misurazione del debito netto

Nonostante il debito di lordo (o di Maastricht) venga ritenuto sempre il più importante, molti analisti guardano anche il debito netto che, come sopracitato, considera le attività possedute dal Governo.

Il significato di debito pubblico netto viene spiegato dal "*Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users"* (PSDSG), che funge da guida internazionale sulle statistiche del debito del settore pubblico. Questa guida è stata redatta da nove organizzazioni internazionali: la Banca per i Regolamenti Internazionali *(BIS)*, il Segretariato del *Commonwealth,* la Banca Centrale Europea (BCE), la Commissione Europea; il Fondo Monetario Internazionale (FMI); l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), il Club di Parigi, le Nazioni Unite e la Banca Mondiale.

Ciò è stato fatto per poter creare dei criteri di comparazione tra i settori pubblici dei vari paesi. Secondo il PSDSG il debito pubblico netto è definito come: $Debito\ pubblico\ lordo - Attività\ finanziarie$.

Non vengono però considerate tutte le attività, infatti, come nel debito lordo, il debito netto non considera attività inerenti ad azioni, altre partecipazioni e altri strumenti derivati. Viene, inoltre, riconosciuto che le informazioni possono cambiare da paese a paese, in base alle attività e passività considerate, e alla loro valutazione, che devono comunque essere indicate nel documento in questione.

Il numero di definizioni del debito netto può aumentare vertiginosamente, pensando che la valutazione di attività e passività può avvenire al valore nominale o a quello di mercato. Vengono evidenziati due tipi di definizioni:

1) Il debito netto come un'approssimazione del valore finanziario netto, dove vengono prese in considerazione *tutte* le passività e *tutte* le attività. Il valore finanziario netto viene valutato, in accordo con l'ESA 95 al valore di mercato; questo gli conferisce la capacità di identificare i cambiamenti nei tassi di interesse del mercato che influenzano

sia attività e passività. C'è da notare, però, come le passività, nel loro totale, considerano anche strumenti non debitori. Alla luce di ciò il valore finanziario netto non può essere associato al debito pubblico netto.

2) Il debito netto visto come un concetto di liquidità, dove solo le attività liquide vengono dedotte dalle passività. Il problema alla base di questa definizione sta nella difficoltà nel trovare un concetto uniforme di attività liquide. Questo perché il grado di liquidità di un'attività varia per alcune categorie; mentre per azioni e titoli di debito la conversione è quasi immediata e, in condizioni di mercato stabili, priva di grosse variazioni di prezzo, il discorso è diverso per quello che sono i prestiti. Un'attività per poter essere considerata liquidabile necessita di un mercato in cui essere venduta, e i prestiti spesso non godono di questa proprietà.

Nel 2014 l'Eurostat è intervenuto nella discussione inerente il debito netto affermando che potrebbe essere la base per l'armonizzazione dei dati dei i paesi dell'Unione Europea. Ciò avverrebbe considerando il *Maastricht Debt*, in particolare le sue passività che sono ridotte delle loro corrispondenti attività finanziarie in valute e depositi (AF.2), titoli diversi dalle azioni, non considerando i derivati (AF.33) e prestiti (AF.4). Questo concetto si esprime nella definizione:

$$Net\ Government\ Debt\ Based\ on\ Maastricht\ Debt = Maastricht\ Debt - AF.2 - AF.33 - AF.4\ .$$

Preso il debito lordo di Maastricht come punto di partenza, si prosegue con la scelta delle attività finanziarie e della loro valutazione. All'interno di queste attività trovano spazio sicuramente depositi e valute, ossia attività che hanno una stessa valutazione in quasi tutti i paesi, e attività che in condizioni normali non risentono di fluttuazioni importanti sui prezzi. Anche la maggior parte dei titoli di debito sono attività liquide, molto facili da misurare, anche se alcuni strumenti negoziati sui mercati *over the counter* (OTC)[1] potrebbero essere difficili da convertire in liquidità. Tuttavia, potrebbe risultare complicato, ai fini della misurazione, distinguere tra gli strumenti non regolamentati e quelli regolamentati. Questi, spesso, sono trattenuti dal Governo fino alla scadenza.

Alla luce di ciò, il debito pubblico netto si definisce come quel debito dove solo le attività più liquide sono sottratte al debito lordo di Maastricht. Ma, secondo la proposta dell'Eurostat,

[1] Mercati Over the Counter: sono quei mercati nei quali avviene la negoziazione di strumenti non regolamentati.

dovrebbero essere considerati i prestiti, oltre alle valute, i depositi e ai titoli di debito. Infatti, prendendo in considerazione i prestiti sul lato delle attività, si raggiunge un equilibrio tra le passività e le attività. Inoltre, questa misurazione prende in considerazione, sul lato delle attività, anche i prestiti intergovernativi, con specifico riferimento a quelli dello *European Financial Stability Facility* (EFSF)[2]. Quando questo organismo concede un prestito ad uno Stato Membro dell'Eurozona, questo vedrebbe incrementare sia attività che passività di uno stesso ammontare. Questo porterebbe ad un aumento del debito pubblico lordo di Maastricht, ma il debito pubblico netto rimarrebbe inalterato[3]. Non mancano a tal propositi i contro di questa introduzione dei prestiti, anzitutto dovuto all'assenza di un vero mercato dove negoziare e quindi alla relativa difficoltà di conversione in liquidità. Inoltre, alcuni di questi prestiti sono *Non-Performing Loans* (NPL) che quindi non verranno mai ripagati completamente. Una delle soluzioni sarebbe quella di eliminare i prestiti NPL, soprattutto quelli di ammontare significativo, anche se, al momento, non è possibile farlo a causa della scarsezza dei dati su questi prestiti.

Comunque, oltre ai prestiti, la definizione di debito netto può essere estesa anche agli strumenti, quali azioni quotate, quote di fondi comuni o, soprattutto per alcuni paesi, la riserva pensionistica (considerando anche titoli di debito e strumenti di capitale).

È importante notare come la proposta in questione non fa alcuna distinzione tra i prestiti e titoli (escluse le azioni) a breve e lungo termine, perché nel breve gli strumenti potrebbero essere meno liquidi di quelli a lungo.

Per quanto concerne la valutazione delle attività e delle passività, le prime vengono valutate con i principi dell'ESA 95, mentre le seconde al valore nominale del debito Maastricht. Questa differenza di valutazione viene usata appositamente per permettere una comparazione tra il debito di Maastricht di uno stesso paese negli anni, ma allo stesso tempo per confrontarsi con più paesi.

In altri termini, il debito pubblico netto proposto va oltre un semplice concetto di liquidità, che prende in considerazione solo il grado di liquidità di uno strumento. Infatti si prendono in considerazione tutti gli strumenti sui quali si disponga di dati e informazioni complete, dal lato delle attività e delle passività, in maniera concorde alla definizione di debito netto. E

[2] European Financial Stability Facility: Istituto creato nel 2010 con lo scopo di fornire assistenza ai paesi dell'Eurozona.
[3] Questo effetto è particolarmente rilevante a partire dal 2010, quando l'EFSF era molto attivo.

infine la stessa diversità nella valutazione funge da riflettore sulla natura degli strumenti considerati.

2) Le proposte di misurazione

Nonostante, come sopracitato, il PSDSG dia la definizione di debito netto, internazionalmente riconosciuta, allo stesso tempo riconosce che la pratica possa differire tra i vari paesi e tra le diverse istituzioni.

2.1) Banca Centrale Europea (BCE)

La Banca Centrale Europea non pubblica una definizione né informazioni sul debito pubblico nella sua banca dati. Anche se la stessa Banca Centrale ha pubblicato un articolo sul suo sito che fornisce un concetto di debito pubblico netto sulla base dell'ESA 95, dove viene definito come la differenza tra lo stock delle passività del governo, e lo stock delle attività del governo, il tutto espresso con la valutazione dell'ESA 95.

2.2) Unione Europea (UE)

Per quanto riguarda l'Unione Europea, l'Eurostat non pubblica dati o informazioni riconducibili alla definizione di debito netto, anche se nelle sue tabelle statistiche delle finanze governative mostra un concetto definito come "attività finanziarie al netto del debito". Infatti l'Eurostat pubblica ogni quadrimestre i dati sul debito pubblico lordo e sul debito netto estero[4] di ogni paese. Tuttavia la Direzione Generale degli Affari Economici e Finanziari (DG ECFIN), per i paesi che sono soggetti alla Procedura per Eccesivo Debito, può richiedere la presentazione di una misura simile al debito pubblico netto, ossia il debito finanziario netto, definito come: $Debito\ Finanziario\ Netto = Debito - Attività\ liquide$.

Per queste attività liquide vengono considerati: diritti speciali di prelievo, valute, depositi, titoli di debito diversi dalle azioni, azioni quotate e quote di fondi comuni.

2.3) Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE)

L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, insieme col Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale, raccoglie e pubblica i dati quadrimestralmente

[4] Conosciuto anche solo come debito estero, è la parte di debito pubblico di un paese che è stata presa in prestito da creditori, banche commerciali o altri governi al di fuori di quelli nazionale (cfr. Eurostat).

sul settore del debito pubblico. L'OCSE fornisce sia una definizione di debito lordo e debito netto, che sono definiti in maniera concorde a quando scritto nel PSDSG. Il debito netto viene concepito come la differenza tra tutte le passività finanziarie e le attività finanziarie governative, concetto non dissimile a quello di valore finanziario netto.
L'OCSE in questa sua misura non tiene conto degli oneri pensionistici senza copertura, che per paesi come Canada e Stati Uniti hanno una certa importanza. Ecco perché la stessa OCSE nelle sue tabelle finanziarie propone un'altra definizione di valore finanziario netto, che include gli oneri pensionistici non coperti.
Viene proposta anche una definizione di debito finanziario netto, che risulta dalla differenza tra il debito lordo (escludendo azioni e strumenti derivati) e tutte le attività finanziarie, il tutto valutato al valore di mercato.

2.4) Fondo Monetario Internazionale (FMI)

Anche il Fondo Monetario Internazionale pubblico sul suo "*Principal of Global Indicator*" informazioni sia sul debito lordo sia sul netto. Quest'ultimo viene visto, nel "*Government Finance Statistics* (GFS)", come parte chiave nel bilancio. Secondo quanto detto nel documento, gli strumenti di indebitamento dovrebbero essere valutati al valore nominale, mentre il valore di mercato e anche il valore nominale dovrebbero valutare le obbligazioni. Per quanto riguarda la definizione, essa è in linea con quanto affermato nel PSDSG.
L'FMI nella sua pubblicazione "*External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users"* (EDSG) definisce quello il debito estero lordo, in maniera concorde al PSDSG e all'SNA 2008: questo debito si descrive come l'importo in essere delle attuali passività correnti che richiede un pagamento di interessi ad un certo punto nel tempo ad un creditore che non risiede nello Stato Nazionale in considerazione.
Sempre nell'EDSG, si presenta anche il debito estero netto, visto come il debito estero lordo ridotto dei crediti dei non residenti nella forma di strumenti di indebitamento, valutati arbitrariamente al valore nominale o di mercato, anche se viene esplicitamente consigliato il secondo metodo di valutazione.

3) Andamento del debito pubblico netto tra i paesi del G7 dal 1980 ad oggi

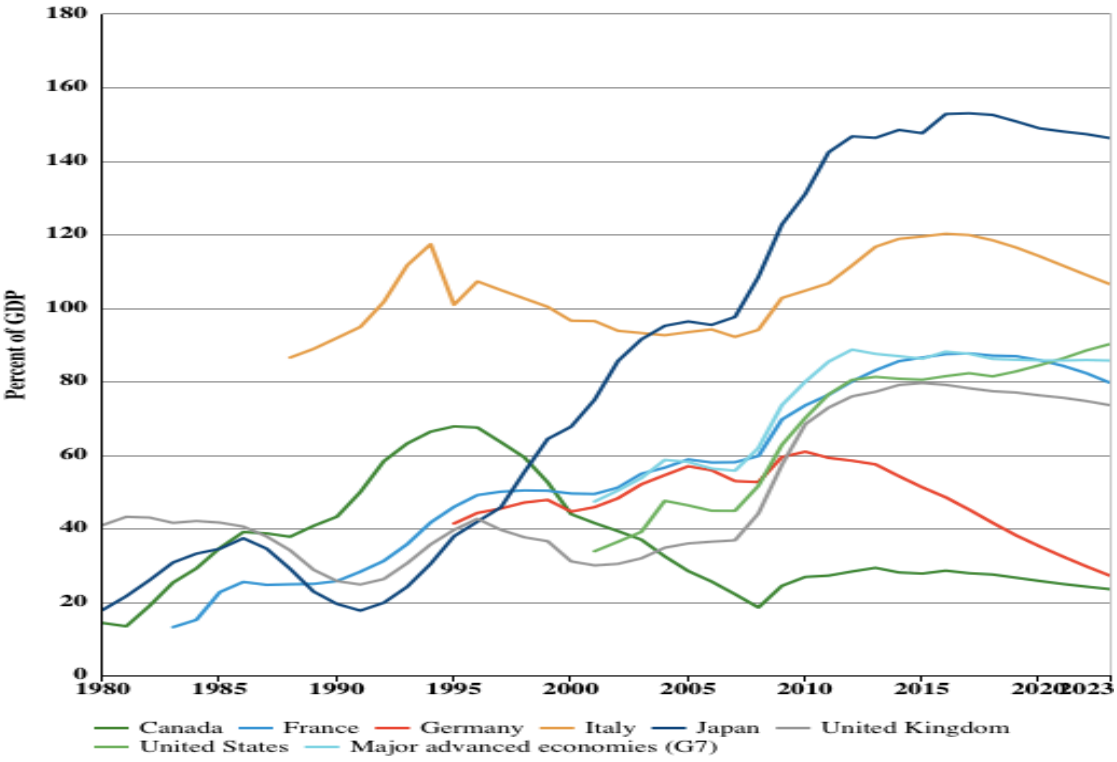


Figura 3 (IMF, World Economic Outlook 2018), Chart

La Figura 3 viene mostrato l'andamento del debito pubblico netto nei paesi del G7 dal 1980 al 2018, analogamente al debito lordo analizzato al capitolo I.

Come visto per il debito lordo, i dati su tutti i paesi sono disponibili a partire dal 2001. Dalla figura 3 si riscontra come il trend del debito sia quasi identico a quello del debito lordo, ma la dimensione è ben diversa. Nel debito netto consideriamo le attività possedute dal governo dello Stato che possono essere vendute o scambiate, generando liquidità e abbassando considerevolmente il valore dell'indebitamento. Considerando, come per il debito lordo, i vari decenni a partire dal 1980, possiamo ricavare e commentare i dati relativi al debito netto[5]:

- Il decennio che va dal 1980 al 1989 è caratterizzato dalla crescita costante e vertiginosa del debito canadese (+26,453 %) con la Francia a seguire, a partire dal 1983 (+11,78 %). Per quanto riguarda Giappone e Regno Unito, nonostante nel primo quinquennio anche loro siano soggetti ad una crescita di debito importante, nella seconda metà del

[5] Ogni paragone viene fatto confrontando l'indebitamento alla fine del decennio considerato e all'inizio del decennio.

decennio si assiste ad un'importante diminuzione: Giappone (+4,994 %); Regno Unito (-12,171 %).

- Il decennio tra il 1990 e il 1999 si apre con una crescita vertiginosa dei debiti netti di tutti e cinque i paesi sui quali possediamo le informazioni. Crescita che, a partire dal secondo lustro del decennio, rallenterà fino ad una leggera diminuzione: Canada (+9,361 %); Francia (+24,613 %); Germania (+6,461 %), con dati disponibili dal 1995; Italia (+8,478 %); il Giappone (+44,935 %) risulta il paese con la crescita più alta; Regno Unito (+10,859 %).

- Come per il debito lordo, il decennio 2000-2009 può suddividersi nel periodo pre-crisi (2000-2007) e il periodo della crisi. L'unico tra i paesi del G7 che ha una diminuzione dell'indebitamento netto praticamente costante è il Canada (-19,537 %). Gli altri vedono aumenti dell'indebitamento netto pari a +26,245 %. Tutti i paesi alla fine del periodo pre-crisi, ma anche alla fine del decennio registrano grossi aumenti di indebitamento:

• Il Giappone (+55,049 %) risulta il paese più indebitato;
• Gli Stati Uniti, con dati a partire dal 2001, registrano un grosso aumento, da "33,771" a "62,734" (+28,963 %);
• Il Regno Unito registra la terza crescita più alta (+26,282 %), anche se il suo livello di indebitamento è il più basso, dopo quello del Canada;
• La Francia passa da un debito netto piuttosto costante ad una crescita vertiginosa nel 2009, che lo porta ad avere il quarto livello di indebitamento tra i paesi del G7 (+20,151 %);
• La Germania nel periodo pre-crisi mantiene costante il suo debito per poi aumentarlo allo scoppio della crisi (+14,845 %);
• Infine l'Italia registra l'incremento di debito più basso (+6,195 %) ma resta al secondo posto per indebitamento, pari a "102,753".

Tabella 4 (Andamento debito netto 2000-2004) International Monetary Fund, World Economic Outlook

General government net debt	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**

Canada	43,891	41,448	39,262	36,927	32,387
France	49,498	49,371	51,102	54,872	56,548
Germany	44,572	45,783	48,198	52,008	54,506
Italy	96,558	96,461	93,804	93,202	92,599
Japan	67,697	75,022	85,579	91,48	95,16
United Kingdom	31,025	29,924	30,341	31,854	34,741
United States		33,771	36,359	39,055	47,524
Major advanced economies (G7)		47,309	50,323	53,695	58,648

Tabella 5 (Andamento debito netto 2005-2009) International Monetary Fund, World Economic Outlook

General government net debt	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**
Canada	28,384	25,523	22,071	18,449	24,354
France	58,776	57,952	58,016	59,709	69,649
Germany	56,926	55,829	52,889	52,601	59,417
Italy	93,448	94,195	92,135	94,07	102,753
Japan	96,35	95,412	97,58	108,494	122,746
United Kingdom	35,908	36,378	36,759	44,059	57,307
United States	46,268	44,806	44,775	51,605	62,734
Major advanced economies (G7)	58,098	56,295	55,709	61,887	73,554

- Nell'arco di tempo tra il 2010 e il 2018 si evidenziano due periodi, quello che viene fatto coincidere con il periodo di crisi fino al 2013 e il periodo considerato come il periodo di ripresa. Come è possibile riscontrare, nel 2013 l'indebitamento netto del G7 inizia una lenta discesa per poi rimanere quasi costante fino al 2018 con un valore di "86,154".
  - Il Giappone in questo periodo si riconferma il paese con il tasso di crescita dell'indebitamento più alto così come il più indebitato (+21,545 %);
  - L'Italia pure non riesce a fronteggiare il periodo di recessione e si indebita parecchio, seconda per livello di debito e indebitamento (+13,736 %);
  - A seguire la Francia con un livello poco più basso di quello italiano (+13,546 %);

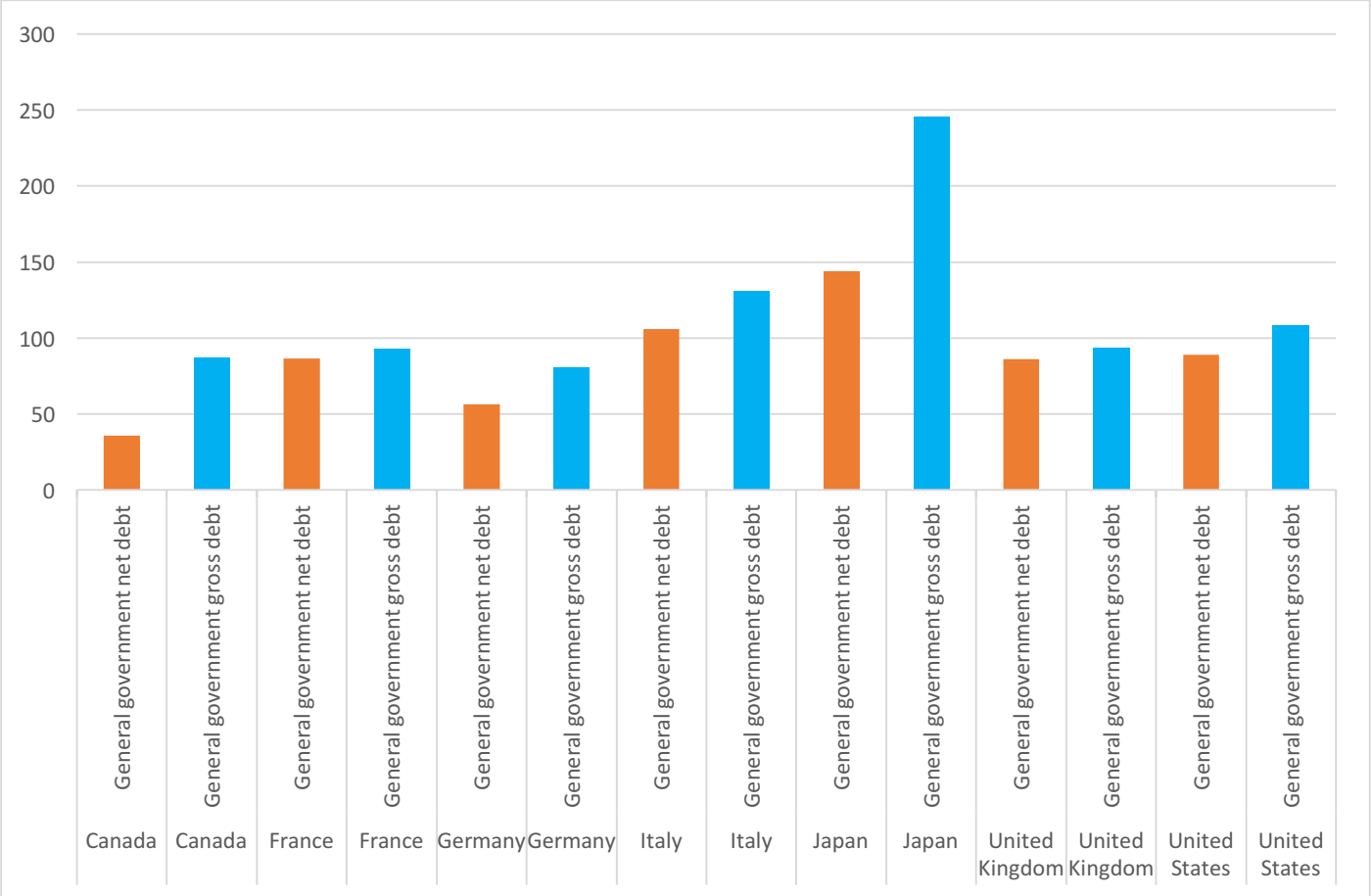
- Gli Stati Uniti seguono l'andazzo dei paesi precedentemente menzionati (+11,336 %);
- Il Regno Unito, nonostante un livello di indebitamento abbastanza elevato (+8,98 %), è il primo che segna delle diminuzioni, seppur quasi nulle nel debito;
- Il Canada rimane sui livelli degli ultimi anni, con una crescita minima del ricorso al debito (+0,659 %) e confermarsi come uno dei pochi paesi ad aver fronteggiato la crisi in maniera "positiva";
- Infine la Germania è l'unico paese e registrare una diminuzione sostanziale del debito (-19,374 %), sintomo di un settore pubblico più stabile degli altri paesi del gruppo.

Tabella 6 (Andamento debito netto 2010-2014) International Monetary Fund, World Economic Outlook

General government net debt	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Canada	26,785	27,143	28,266	29,27	28,001
France	73,496	76,386	80,046	83,068	85,551
Germany	60,899	59,21	58,43	57,437	54,219
Italy	104,729	106,758	111,6	116,692	118,849
Japan	131,065	142,441	146,748	146,356	148,514
United Kingdom	68,377	72,914	75,962	77,208	79,064
United States	70,06	76,513	80,456	81,273	80,761
Major advanced economies (G7)	79,941	85,421	88,691	87,526	86,896

Come è possibile notare dall'analisi dei numeri inerenti il livello di debito pubblico lordo e debito pubblico netto, l'andamento è molto simile, ma il debito netto è quasi sempre la metà di quello lordo. Prendendo come riferimento l'anno 2013 (anno in cui teoricamente si conclude la Grande Recessione), si può ottenere un confronto tra le due tipologie di debito (tabella 7):

Tabella 7 DEBITO LORDO E NETTO PAESI DEL G7 (International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2013)



Alla luce della tabella 7, che mostra l'andamento del debito lordo e netto dei paesi del G7 nell'anno 2013, è facile intuire che la situazione dell'indebitamento cambi radicalmente: l'esempio più chiaro è quello del Giappone che, sia considerando il debito lordo che il debito netto, risulta il più indebitato, ma il valore netto è quasi la metà di quello lordo. Inoltre, la situazione giapponese è particolare: vi è questa enorme differenza di livello tra il debito netto e lordo in quanto il Giappone è ricco di riserve e depositi che abbattono il debito lordo.

Tendono ad avere valori simili sia il debito netto che lordo di Regno Unito e Stati Uniti; dovuto alla limitatezza delle attività finanziarie da dedurre al debito, situazione del tutto analoga con la Francia. La situazione italiana è disastrosa, con entrambe le tipologie di debito molto alte.

Capitolo III- Impatto debito netto

1. Impatto dal punto di vista macroeconomico dell'introduzione del debito netto

La grande crisi finanziaria esplosa nel 2007 ha fatto sorgere non pochi dubbi su ciò che riguardava la sostenibilità del debito di lungo periodo dei vari paesi. In particolare i dubbi erano inerenti il fatto che in questa analisi di sostenibilità venissero considerate solo le passività, senza tener conto delle attività. Ciò perché i dati a disposizione sul debito lordo sono, da sempre, visti come più reperibili e più facili da paragonare rispetto ad altri tipi di misurazione, tra cui il debito netto.

Alla luce di ciò ci si chiede quale, tra il debito lordo e il debito netto, sia migliore o più efficace. Entrambi i metodi di misurazione hanno un impatto significativo su quello che riguarda, ad esempio, lo spread sul debito dei vari paesi. In un'analisi del Fondo Monetario Internazionale si è evidenziato come il debito netto sia più appropriato per misurare l'impatto dell'indebitamento sullo spread. È emerso che un aumento del debito netto in rapporto col Prodotto Interno Lordo (PIL) del 10% porti ad un aumento dello spread di oltre 100 punti base.

A causa però della limitatezza dei dati inerenti il debito netto, la letteratura al riguardo è scarna e priva di un fondamento solido su cui poggiarsi, anche se si riesce a creare spunti interpretativi inerenti il debito netto.

Infatti, se il governo possiede attività liquide e indipendenti da obiettivi di politica, monetaria o fiscale che sia, il debito netto diventa lo strumento migliore per misurare l'indebitamento.

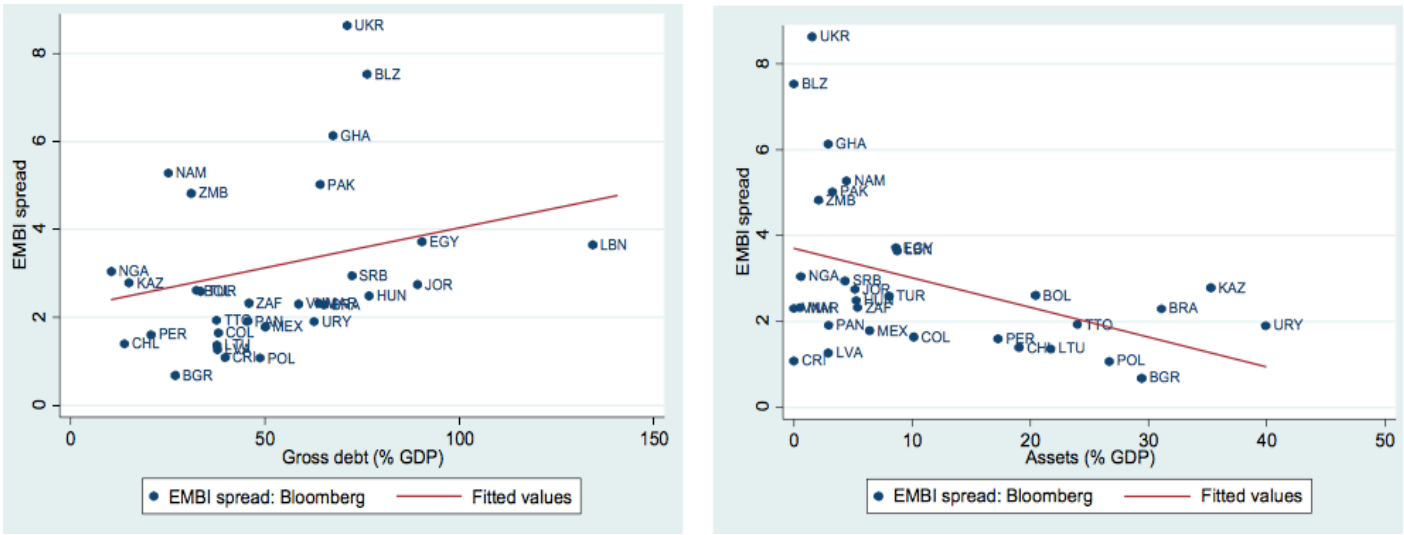


Figura 3 Debito pubblico e spread governativo (Interational Monetary Fund, 2014)

In Figura 3, che prende in considerazione le economie emergenti, si nota come l'utilizzo del debito netto come strumento di misurazione sia tanto importante quanto il debito lordo, in quanto permette di vedere una situazione economico-finanziaria più ampia. Paesi come l'Ucraina o il Ghana, che, nel pannello di sinistra, si ritrovano con uno spread molto elevato, godono di una situazione più agevole se si considerano anche le attività, sempre in relazione al PIL.

Significativo è il confronto, operato sempre dal Fondo Monetario Internazionale, tra Colombia e Brasile, due paesi che hanno riscontrato una diminuzione del debito lordo, ma, al contrario di ciò che si era previsto, quello colombiano è sceso di più. Se però si considerano le attività e di conseguenza il debito netto, si nota come il Brasile nello stesso periodo di tempo abbia accumulato più attività e, pertanto, una diminuzione più accentuata del debito netto e non di quello lordo.

Dall'ulteriore analisi, sull'impatto del debito netto, svolta su un set di variabili macroeconomiche, prima senza e poi con l'inclusione di termini di paragone, quali inflazione, crescita del PIL o i tassi di interesse, il debito netto risulta essere, a discapito del debito lordo e delle sole attività, il misuratore più efficace ed efficiente. Infatti, tenendo solo in considerazione il debito lordo o le attività possedute, non sarebbe possibile diminuire lo spread dalla riduzione del debito lordo dovuta alla vendita di attività finanziarie, e allo stesso modo non sarebbe possibile aumentare il numero delle attività possedute tramite l'aumento del debito lordo, senza inficiare lo spread. Ecco perché il debito netto risulta essere l'indicatore migliore per queste analisi.

Lo scopo e i risultati di queste analisi sono serviti che lo spread non può essere diminuito solo tramite l'accumulo di attività finanziarie o la diminuzione del debito lordo, tramite la vendita delle stesse attività; quindi i mercati finanziari, considerando il debito netto, compiono un grande passo in avanti, questo perché il debito netto è migliore per quanto riguarda la sostenibilità del debito stesso e migliore per il controllo e la diminuzione dello spread. Tutto ciò è sostenuto da analisi empiriche, quali il confronto tra paesi e misurazioni del rischio. Inoltre, mentre nei periodi di crisi economica, che tende a deteriorare significativamente il valore finanziario netto del governo, il debito lordo e la composizione delle attività sono soggetti ad una maggiore volatilità (alto *Volatility Index*), il debito netto sembra non risentire di una grande volatilità, anzi tende a rimanere lineare sia nei periodi definiti "normali" che

nei periodi di crisi, chiaro segnale di come l'indebitamento netto possa essere utilizzato come "tampone".

2. Impatto in Europa dell'introduzione del debito netto

Per capire come il debito netto abbia influenzato l'Europa, il punto di partenza è il Dicembre 2013, quando l'Eurostat chiese ad alcuni paesi membri la compilazione di un questionario sulla pratica e sulla pubblicazione dei dati inerenti il debito netto. Questo questionario è stato inoltrato tramite i vari istituti statistici europei, quali le Banche Centrali, i Ministeri dell'Economia e delle Finanze e gli Istituti Nazionali di Statistica. La risposta a tale questionario è pervenuta da tutti gli Stati Membri coinvolti (all'epoca anche il Regno Unito), e quasi tutte le risposte facevano riferimento all'intero settore governativo (cosiddetto *General Government*), ma solo alcuni paesi hanno fornito una misurazione esplicita del debito netto, il resto hanno invece pubblicato dati sul valore finanziario netto che, per quanto simile al debito netto, differisce da quest'ultimo. Nelle successive formule verranno elencati i paesi che hanno dato risposte sufficientemente chiare:

$Estonia(EW): Maastrich\ debt - AF.2 - AF.33$

$Irlanda(IRL): Maastricht\ debt - AF.2 - AF.33 - AF.4$

$Francia(F): Maastricht\ debt - AF.2 - AF.33 - AF.4$

$Lettonia(LV): Maastricht\ liabilities - corresponding\ assets$

$Polonia(PL): AF.2 + AF.33 + AF.4 + AF.7$[6] $liabilities - AF.2$

$Portogallo(P): Maastricht\ debt - central\ government\ deposit$

$Romania(RO): Maastricht\ deb\square - AF.2 - AF.511 - AF.52$[7]

$Slovacchia(SK): Maastricht\ debt - liquid\ assets.$

Da queste formule si nota come la definizione di debito netto differisca tra un paese e l'altro, non solo per gli strumenti considerati, se tutte le attività o solo quelle liquide, per la valutazione, al valore nominale o di mercato, ma anche per il settore cui fanno riferimento. La Lettonia, ad esempio, che pubblica i dati tramite il Ministero delle Finanze, prendere come settore di copertura il solo Tesoro, mentre la Polonia calcola il proprio debito considerando

[6] La categoria AF.7 include, per la Polonia, obbligazioni da pagare già scadute (cfr. Eurostat).

[7] La Romania ha applicato una valutazione delle passività mista, alcune al valore nominale, altre al valore di mercato (cfr. Eurostat).

tutte le passività del settore pubblico ridotte delle riserve del Tesoro. Il resto dei paesi invece fa riferimento al settore governativo per intero.

A dimostrazione che la letteratura sul debito netto è scarna, molti Stati Membri, quali Belgio, Danimarca, Svezia, Olanda, Finlandia, Svezia e Austria, hanno pubblicato in maniera volontaria dati sul valore finanziario netto, non essendo in grado di fornire risposte e dati sulla disciplina del debito netto. Altri stati, ancora, hanno pubblicato dati sul valore finanziario netto pensando, invece, di esplicitare dati sul debito netto.

Per ciò che concerne la misurazione della liquidità delle attività, alcuni paesi sopracitati si limitano a considerare attività liquide le riserve statali. Il Portogallo, per rispettare gli obiettivi del Programma di Assistenza Finanziaria per il Portogallo, ha ridotto le attività ai semplici depositi governativi valutati al valore nominale. Invece, Estonia, Romania e Slovacchia considerano oltre i depositi altre attività considerate liquide: valute, depositi e titoli diversi dalle azioni per l'Estonia, valute, depositi, azioni quotate e quote di fondi comuni, diritti speciali di prelievo e anche altre obbligazioni, il tutto da sottrare al debito lordo, per la Romania così come per la Slovacchia. L'Irlanda, che pubblica i dati tramite il suo Istituto Nazionale di Statistica, prende in considerazione valute, depositi, titoli diversi da azioni, prestiti, per adesso tutte prese al valore di mercato. Quest'ultima misurazione, secondo l'Eurostat, potrebbe essere la migliore per il futuro. Una considerazione importante riguarda il fatto che tutti i paesi considerati hanno come punto di partenza il debito lordo di Maastricht, che si conferma indispensabile per la crescita e lo sviluppo di una disciplina sul debito netto.

3. Pro e contro

Le ragioni che possono spingere i governi ad introdurre la misurazione e la pubblicazione di dati inerenti il debito netto sono varie e molteplici; ad esempio:

- I vari paesi potrebbero introdurre il debito pubblico netto o per migliorare la trasparenza della propria situazione economico-finanziaria o, anche, per attrarre investitori. In quest'ultimo caso il debito netto verrebbe utilizzato come una sorta di garanzia, quanto meno nel breve periodo, nei confronti degli investitori.
- Gli organi decisionali, gli analisti o le agenzie di rating potrebbero utilizzare il debito netto come un ulteriore strumento supplementare. Questo, infatti, sarebbe utile a tutti questi soggetti per poter valutare con più accuratezza, in determinati periodi di tempo, la capacità di un paese di sostenere il suo debito attuale, senza ricorrere ad ulteriore

indebitamento. Insieme ad altri misuratori, il debito netto potrebbe essere utilizzato come un'approssimazione per stimare la solvenza del Governo, in maniera particolare nei periodi di crisi.

Allo stesso tempo, però, anche le ragioni che andrebbero contro l'utilizzo del debito netto sono numerose e da tenere in considerazione:

- Il primo difetto di questo utilizzo risiede nel problema di come valutare gli strumenti (valore nominale o di mercato) e la loro liquidità, infatti non vi è una disciplina uniforme al riguardo e ogni paese ha un proprio metodo di valutazione e inclusione di attività.
- Inoltre, considerando le attività finanziarie, si otterrebbero risultati ben differenti se confrontati con quelli del debito lordo (di Maastricht). Il debito netto, quando un governo tiene conto di attività e passività, rimarrebbe invariato, all'aumentare o al diminuire di entrambe di uno stesso ammontare; mentre il debito lordo ne risentirebbe in maniera significativa, soprattutto per quei paesi che detengono passività definite "problematiche", per la poca liquidità o per l'impossibilità di sostenerle. Allo stesso modo, però, il debito netto aumenterebbe grazie ad una diminuzione di attività detenute dal governo, mentre il debito lordo ne rimarrebbe inalterato (ad esempio quando il governo ritira i depositi o vende obbligazioni sul mercato per far fronte alle spese, senza indebitarsi ancora; questo movimento di attività sarebbe registrato dal debito netto, ma non da quello lordo).

Ulteriori difficoltà possono essere incontrare sulla limitatezza dei dati a disposizione, infatti, il debito netto si basa su dati passati e di conseguenza sui valori di mercato passati (laddove il valore di mercato sia applicabile). Proprio per questo motivo il debito netto non viene visto come un criterio affidabile per misurare la capacità di pagare i debiti del governo, soprattutto se le condizioni di un paese sono molto variabili, soprattutto quelle inerenti al valore delle attività possedute e dalla variazione dei tassi futuri. Di conseguenza il debito netto potrebbe essere visto solo come un misuratore per la situazione attuale del Governo e, quindi, nella sua capacità di far fronte alle sue obbligazioni. Il problema diventa più complesso quando si detengono attività problematiche[8], perché il valore di queste è molto incerto. A causa di questa incertezza, il Governo potrebbe non riuscire a vendere queste attività in tempi di crisi o

[8] Vengono definite attività problematiche quelle che hanno un impatto negativo sulla profittabilità di chi le detiene, mettendo a rischio la sua capacità di solvenza (cfr. Eurostat).

comunque incorrere nel cosiddetto rischio di prezzo (*fire sale*). Il debito netto è più adatto alla comparazione tra i vari paesi, ma ciò può non essere vero nel caso di crisi finanziarie. Ad esempio, due paesi potrebbero presentare gli stessi valori del debito di Maastricht e anche di attività possedute, con la conseguenza che il debito netto sarà uguale per entrambi. Tuttavia le attività tra i due paesi possono variare, se il primo paese possiede solo attività problematiche e il secondo, invece, obbligazioni con un alto rating, il secondo paese si troverà sicuramente in una situazione migliore.

C'è da dire, però, che alla luce di questi pro e contro, la misurazione del debito netto e il suo utilizzo non andrebbero a sostituire (per lo meno nella situazione attuale) il debito lordo come indicatore principale, così come stabilito dal Patto di Stabilità e Crescita (PSC) e dalla Procedura per Disavanzi Eccesivi (PDE), ma andrebbe usato come uno strumento complementare in riferimento alla situazione considerata.

4. Conclusione

La mia analisi si pone l'obiettivo di chiarire il concetto di debito pubblico, da quello lordo a quello netto, con le varie definizioni e misurazioni che ne vengono fornite.

Partendo dal debito pubblico lordo è emerso come di questo ci siano due definizioni principali e adottate:

- Il *Maastricht debt*, ossia la somma di determinate passività: valute e depositi, titoli obbligazionari diversi dalle azioni e prestiti;
- Lo *European System of Accounts* (ESA) 1995 che coincide con la definizione del debito di Maastricht con l'aggiunta di ulteriori passività, quali riserve tecniche di assicurazione e altre passività.

La differenza sostanziale tra i due tipi sta soprattutto nella valutazione della passività, che sarà un tema ricorrente nell'ambito del debito pubblico.

Per il debito pubblico netto il discorso è analogo, molte definizioni e proposte di misurazione, anche e soprattutto da parte di organismi istituzionali, quali Eurostat, Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) e altre istituzioni internazionali. Tutte queste proposte avevano come punto di partenza il debito lordo e la considerazione delle attività. Tuttavia, proprio l'aggiunta di tante diverse attività portava i primi problemi a causa della mancanza di dati e informazioni proprio sul debito e soprattutto sulla valutazione delle attività, se al valore nominale o di mercato. Proprio per questo fino ad ora ai vari paesi è stata lasciata ampia libertà di decisione sul come misurare il proprio debito netto.

Il quadro istituzionale di riferimento è il G7, ossia il gruppo costituito da Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Stati Uniti d'America. Utilizzando i dati forniti dal Fondo Monetario Internazionale, grazie ai *World Economic Outlooks*, si è potuto seguire l'andamento sia del debito lordo che di quello netto in un grande arco temporale. Ciò ci ha permesso di trarre delle importanti notazioni, soprattutto nell'ambito della comparazione tra i paesi; infatti, non sempre il paese col debito, lordo o netto, più alto era il paese con una situazione economica disastrosa. Questo deriva dalla composizione diversa del debito tra un paese e l'altro, ad esempio, diverse attività (più liquide), alte riserve.

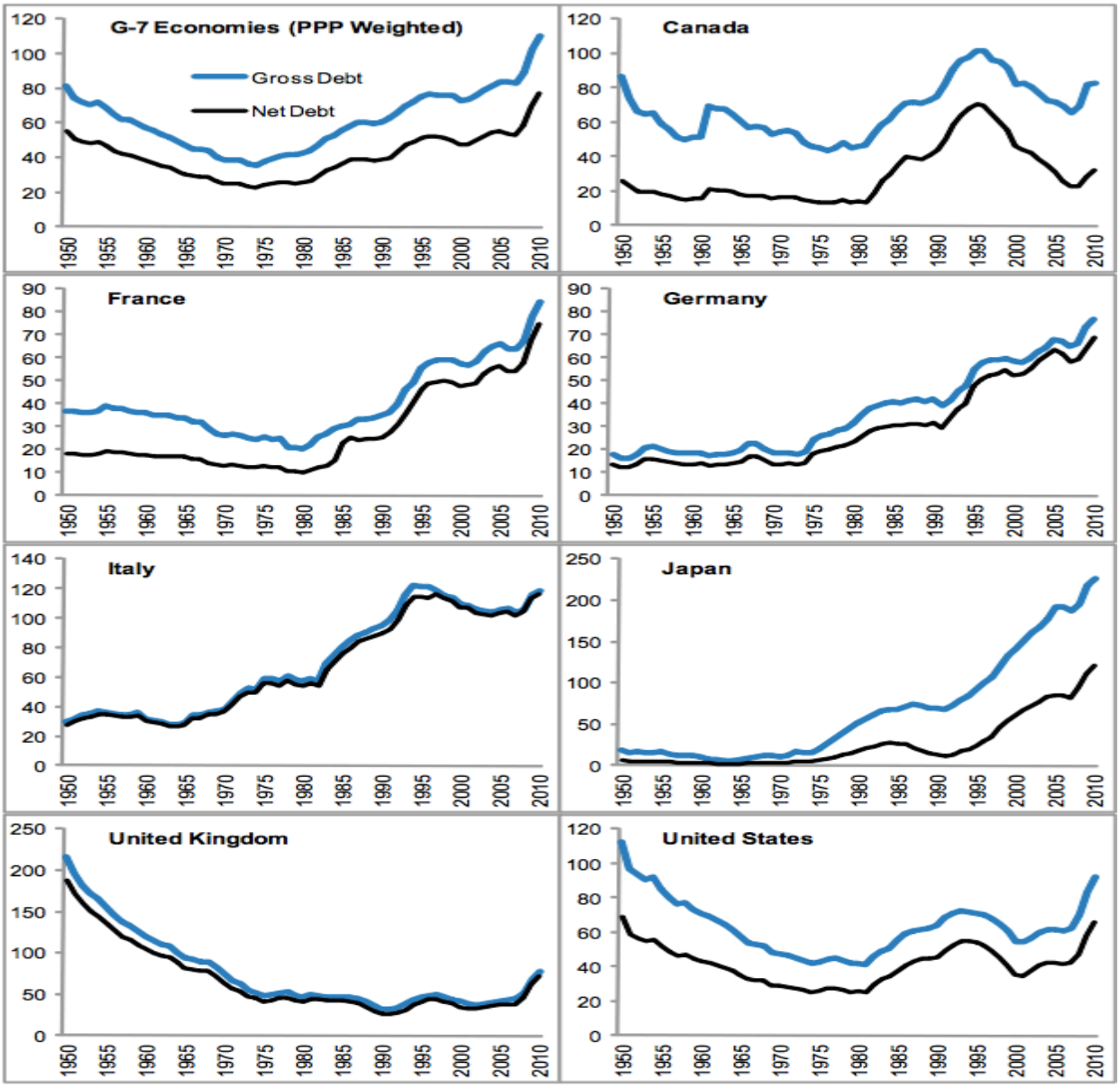


Figura 4 (Andamento debito netto e lordo paesi G-7)

Tutto ciò è riscontrabile nella Figura 4 che, appunto, mostra l'andamento del debito, lordo e netto, dei paesi componenti il G7. È inoltre riscontrabile come la crisi abbia giocato un ruolo fondamentale sull'aumento del debito che è arrivato a livelli impressionanti. Inoltre, mentre prima del 2007 la differenza tra il debito lordo e il debito netto non era molto rilevante e i due misuratori erano abbastanza stabili, all'esplodere della crisi il debito lordo è cresciuto più che proporzionalmente rispetto al debito netto.

Questo ha comportato la rivisitazione dei criteri utilizzati e anche dello stesso bilancio governativo, quindi degli strumenti da tenere in considerazione e il come valutarli; il quadro istituzionale non è più solo il G7, ma tutto il mondo. Viene analizzato non tanto il concetto di debito, come fatto precedentemente, bensì l'impatto che il debito, in particolare quello netto,

ha avuto da un punto di vista macroeconomico, ad esempio sullo spread o sui tassi di interesse, e sull'Europa in particolare.

È più facile utilizzare il debito netto in un'analisi sullo spread tra i paesi e sulla sostenibilità del debito stesso nel lungo periodo. Inoltre, alla luce di queste analisi è emerso come con un aumento del debito netto in rapporto col Prodotto Interno Lordo (PIL) del 10% porti ad un aumento dello spread di oltre 100 punti base, dati più chiari e contenuti rispetto ad un confronto fatto col debito lordo o con la considerazione delle sole attività, ecco perché il debito netto in questo contesto risulta essere più efficiente. Tuttavia, queste considerazioni non possono essere più approfondite a causa della novità dell'argomento e quindi della limitatezza dei dati a disposizione. Ciò a cui, però, si può arrivare è la constatazione che il debito netto sia migliore per la sostenibilità del debito, supportato da analisi empiriche che prevedono il confronto tra più paesi con uno stesso livello di debito, ma con una composizione di questo totalmente diversa, e grazie ad una minore volatilità nelle situazioni di crisi finanziaria, situazione che, invece, è deleteria per il debito lordo.

Le limitazioni cui è soggetta la disciplina del debito netto si riscontrano soprattutto in Europa, dove ogni paese ha un proprio modo di pubblicare, valutare e fornire dati sul debito netto, o su approssimazioni dello stesso, come il valore finanziario netto:

- C'è chi pubblica le informazioni tramite ausilio degli Istituti Nazionali di Statistica, del Ministero delle Finanze o delle Banche Centrali;
- C'è chi valuta le attività e passività al valore nominale, al valore di mercato o utilizzando entrambi i metodi, come fanno Romania e Slovacchia;
- Infine c'è chi calcola il debito netto sulla base dell'intero settore pubblico, o del solo settore governativo o chi fa riferimento esclusivamente al Tesoro.

Per tutti i paesi, però, che calcolino il valore finanziario netto o il debito netto, vale come punto di partenza il debito lordo, segno imprescindibile dell'importanza di questo indicatore nell'attuale disciplina sul debito. In considerazione di ciò, possiamo concludere che, nonostante la limitatezza della disciplina, il debito pubblico netto può portare molti vantaggi nella valutazione dei paesi che lo calcolano, a partire dalla migliore trasparenza sulla situazione economica e quindi sulla capacità di far fronte ai debiti del Governo. Tuttavia, proprio la limitatezza comporta numerosi svantaggi al momento; ecco perché si può affermare che il debito netto è, per adesso, uno strumento addizionale importante, da dover utilizzare in maniera complementare agli altri indicatori.

Bibliografia

- BLOCH, D. and F. FALL (2015), "Government debt indicators: Understanding the data", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1228, OECD Publishing, Paris. (http://dx.doi.org/10.1787/5jrxv0ftbff2-en).
- BOSI P. (2015), Corso di scienza delle finanze, Bologna, il Mulino.
- CONSIGLIO EUROPEO (CE) n°479/2009, art.1- par.5, *La definizione del Maastricht Debt.*
- CLAEYS G., DARVAS Z. e A' LEANDRO (2016), *A Proposal To Revive The European Fiscal Framework,* Bruxelles, BRUSSELS EUROPEAN AND GLOBAL ECONOMIC LABORATORY (Bruegel).
- SCENARIECONOMICI.DATA, *Debiti Pubblici Lordi e Netti nel 2012 per le piu' importanti nazioni del Mondo*, (https://scenarieconomici.it/debiti-pubblici-lordi-e-netti-nel-2012-per-le-piu-importanti-nazioni-del-mondo/)
- DE MATOS J., BRANCO S. e F. MORAIS (2015), *Conceptual issues related to the definition of government debt,* RIO DE JANEIRO, WORLD STATISTICS CONGRESS.
- DEMBIERMONT C., SCATIGNA M., SZEMERE R. e TISSOT B., (2015) *A New Database on General Government Debt,* Basilea, BIS (Bank for International Settlements) Quarterly Review. (https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1509g.htm).
- EUROSTAT (1996), *European System of Accounts (ESA 95),* Lussemburgo. (http://aei.pitt.edu/52185/1/1995.pdf).
- EUROSTAT (2013), *European System of Accounts (ESA 2010),* Lussemburgo. (http://ec.europa.eu/eurostat/cache/metadata/Annexes/nasa_10_f_esms_an1.pdf)
- EUROSTAT (2014) *Measuring Net Government Debt: Theory and Practice,* Lussemburgo. (http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/2041365/Measuring-net-government-debt-theory-and-practice.pdf/0c4f104d-856c-4818-adbf-cfc7ea07ad9c).
- EUROSTAT (2017) *Third quarter of 2016 compared with second quarter of 2016,* Gennaio, Lussemburgo.
- EUROSTAT (2018), *General Government Gross Debt (EDP concept), consolidated - annual data,* Giugno Lussemburgo. (http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tipsgo10).
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010), *Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies,* Washington, Settembre.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2016), *Does Gross or Net Debt Matter More for Emerging Market Spreads?*, Washington, Dicembre.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2018A), *General Governement Gross Debt*,Washington.

(http://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/MAE/CAN/FRA/DEU/ITA/JPN/USA/GBR).

- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2018B), *General Government Net Debt (Percent of GDP),* World economic outlook, Washington, Aprile. (http://knoema.com/IMFWEO2018Apr/imf-world-economic-outlook-weo-database-april-2018). (Table and Chart).
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2018C), *Financial Crises, Macroeconomic Shocks, and the Government Balance Sheet: A Panel Analysis,* Working Paper 18/93, Washington, Aprile.
- LOJSCH D., RODRIGUEZ M. e SLAVÌK M.(2011) *The Size and Composition of Government Debt in The Euro Area,* Banca Centrale Europea, Occasional Paper n°132, Ottobre. (https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp132.pdf).
- MEYER D. (2018) *What's the G7,* Fortune, Time inc., New york. (http://fortune.com/2018/06/08/what-is-g7-summit-2018-canada/).
- ORGANIZZAZIONE PER LA COOPERAZIONE E LO SVILUPPO ECONOMICO (2014), *Government Net Debt,* Marzo. (https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1138).
- ORGANIZZAZIONE PER LA COOPERAZIONE E LO SVILUPPO ECONOMICO (2018A), *General government debt (indicator). doi: 10.1787/a0528cc2-en (Accessed on 10 July 2018).* (https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm).
- ORGANIZZAZIONE PER LA COOPERAZIONE E LO SVILUPPO ECONOMICO (2018B), *Statistical Insights: Government assets matter too, not just debt,* Luglio, Parigi. (http://oecdinsights.org/category/insights/).
- SYSTEM OF NATIONAL ACCOUNTS (2008), United Nation. (https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/sna2008.pdf).