

Dipartimento  
di Impresa e Management

Cattedra di Scienza delle Finanze

Il Debito Pubblico italiano:  
storia e analisi di una sfida senza tempo

Prof. Mauro Marè

---

RELATORE

Lorenzo Santi Matr. 223011

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

## INDICE

<b>Introduzione</b> .....	3
<b>CAPITOLO 1. Storia del debito pubblico italiano</b>	
1.1 Prima Fase (La creazione del Debito nazionale post-Unità).....	4
1.2 Seconda Fase (I conflitti mondiali).....	6
1.3 Terza fase (Dopoguerra e boom economico).....	9
1.4 Quarta Fase (Anni 70': l'inversione del trend).....	11
1.5 Quinta fase (I cambiamenti dettati dal Trattato di Maastricht).....	15
1.6 Sesta Fase (Crisi Finanziaria e del Debito sovrano).....	17
<b>CAPITOLO 2. Analisi della struttura e componenti del Debito Pubblico</b>	
2.1 Struttura del debito.....	19
2.1.1 Gestione del debito.....	19
2.1.2 Composizione del debito .....	20
2.1.3 Aste dei Titoli di Stato.....	21
2.1.4 Debito delle amministrazioni pubbliche.....	22
2.2 Modelli interpretativi sul debito.....	25
2.2.1 L'interpretazione tradizionale del Debito.....	25
2.2.2 L'interpretazione ricardiana.....	25
2.2.3 Il modello di Barro.....	26
2.2.4 Gestione del debito: avanzo o disavanzo del bilancio.....	27
2.3 Sostenibilità del debito pubblico.....	29
2.3.1 Il concetto di sostenibilità.....	29
2.3.2 Equazioni sulla sostenibilità.....	30
<b>CAPITOLO 3. Analisi indicatori e trend di finanza pubblica in Europa</b> .....	31
3.1 Confronto sui parametri di debito e deficit fra paesi UE.....	31
3.2 Trend recenti della finanza pubblica europea.....	33
3.2.1 L'obiettivo della convergenza dei saldi.....	33
3.2.2 Spesa per interessi e spread.....	35
3.3 Obiettivi di <i>compliance</i> dei singoli stati europei.....	36
3.4 Un caso particolare oltre-oceano: il Giappone.....	37
<b>Conclusion</b> .....	38
<b>Bibliografia</b> .....	40

## **Introduzione**

L'accumulazione di debito pubblico, ammontare delle somme dovute a terzi destinate a coprire il fabbisogno finanziario statale, rappresenta da decenni per il nostro paese una delle tematiche più al centro del dibattito economico-politico: nel corso degli anni essa si è affermata come una sfida costantemente all'ordine del giorno, capace di influenzare fortemente scelte governative e manovre economiche.

Per tale motivo, l'obiettivo ricorrente nel tempo è stato quello di trovare strategie in grado di affrontare al meglio tale questione, in modo da mantenere alta la credibilità nei confronti di piccoli risparmiatori e grandi investitori, cercando di ridurre allo stesso tempo per quanto possibile l'impatto sulle generazioni future.

All'interno di questo elaborato di tre capitoli ripercorreremo i principali passi storici che hanno scandito l'evoluzione del nostro debito pubblico, per poi focalizzarsi sulla sua struttura e sui modelli che meglio lo descrivono.

Proseguiremo poi andando a metterlo a confronto con quello dei principali paesi europei, per poi infine teorizzare sinteticamente possibili scenari futuri.

Il primo capitolo è incentrato sulla disamina evolutiva del nostro debito pubblico in relazione al contesto storico-temporale: partendo dal periodo post-unitario verranno ripercorse le tappe più importanti che hanno influito sulla variazione dello stock del Debito.

Il secondo capitolo si focalizza invece sull'analisi strutturale di esso, soffermandosi sulle principali componenti e meccanismi che lo caratterizzano.

Ci si soffermerà inoltre sui modelli interpretativi su cui il debito è fondato, per poi sviscerare il concetto di sostenibilità.

Nel terzo capitolo si effettua infine un confronto sui principali indicatori di finanza pubblica prendendo in considerazione i principali paesi dell'Unione europea, per poi osservare un particolare caso degno di nota al di fuori del nostro continente.

## Capitolo 1 – Storia del debito pubblico italiano

### 1.1 Prima Fase (La creazione del Debito nazionale post-unità)



Grafico 1: “Debito pubblico in percentuale al Pil dall’Unità al 2017” (2018)

Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/art/debito-pubblico-come-quando-e-perche-e-esplosiva-italia-AEMRbSRG>

Successivamente alla proclamazione del Regno d’Italia, il 10 Luglio 1861 venne istituito il Gran Libro del Debito Pubblico italiano, all’interno del quale furono accolte le passività totali degli Stati preunitari, per un ammontare complessivo di 2 miliardi e mezzo di lire circa, appartenenti per il 57% al Regno di Sardegna e per il 29% al Regno di Napoli e Sicilia: l’obiettivo di fondo fu quello di unificare le finanze del neonato Stato italiano.

In questi anni, a causa dell’ingenza di numerosi interventi militari ed ai costi legati all’adozione di una struttura di tipo unitario, si assistette ad una vera e propria impennata del debito pubblico, il quale passò in poco tempo dal 45% al 95% del PIL.

Tale transizione fu spinta principalmente da un crescente disavanzo di cassa, dovuto ad un livello di entrate scarso, capace di coprire poco più della metà delle spese totali sostenute.

A tale problema lo Stato reagì aumentando o introducendo una serie di imposte, ma anche provvedendo alla cessione di beni del demanio pubblico e dell’Asse ecclesiastico: in tal modo, a 10 anni dall’unità, fu raggiunto l’obiettivo di copertura della spesa per interessi.

Contestualmente all’Unità, venne fondata la Banca Nazionale del Regno d’Italia, la quale assunse da subito il ruolo di “rubinetto”, in quanto si impegnava ad erogare prestiti al Tesoro in caso di necessità, richiedendo tassi d’interesse equi e sostenibili.

Il credito erogato durante quegli anni tuttavia diventò così corposo da costringere la Banca Nazionale ad imporre come contropartita una garanzia di titoli del debito pubblico: in tal modo, lo Stato riceveva disponibilità liquide pagando un tasso ottimale, a fronte dell’emissione di una rendita.

Dal 1872 in poi si osserva una crescita graduale del Debito pubblico, il quale per una quindicina di anni tenderà a lievitare in rapporto al PIL, per poi iniziare una discesa che coinciderà con un periodo di prosperità economica, ovvero quello in cui Giovanni Giolitti guidò la nazione fino all'alba del primo conflitto mondiale.

Nel 1877 fu istituito il Ministero del Tesoro, il quale sancì la definitiva distinzione fra i dicasteri delle Finanze e del Tesoro.

Nel 1881 fu raggiunto l'obiettivo di abolire il corso forzoso (imposto nel 1866), ovvero un sistema monetario nel quale non è possibile convertire moneta con monete d'oro o altri metalli preziosi.

Ciò che tuttavia in quegli anni contribuì principalmente all'aumento del Debito pubblico furono le spese per rendere nuovamente pubbliche le ferrovie, in quanto venne a galla l'incapacità gestionale di società private (per giunta finanziate dal governo), alle quali esse erano state affidate per alleggerire momentaneamente il bilancio.

L'ingenza di tale manovra risiedeva in primis nel riscatto delle strade ferrate romane e quello della rete dell'Alta Italia, (già concordato nel 1866 alla fine del conflitto fra Austria ed Italia) ma anche nella scelta di un ampliamento della rete di circa sei mila chilometri, per una spesa complessiva di quasi 2500 milioni di lire.

Ad incidere sul Debito Pubblico in quegli anni furono inoltre una serie di spese per la realizzazione di opere pubbliche nel Comune di Roma ed una serie di prestiti concessi alla città di Napoli, incapace di ripagare gli interessi legati ai debiti contratti e colpita nel 1884 da una rovinosa epidemia di colera.

L'insieme di queste spese ed il ripresentarsi di un disavanzo pubblico dopo anni di apparente tranquillità, trascinarono l'economia italiana in uno dei suoi periodi più complicati del post Unità, rendendo evidente la necessità di mettere a posto il sistema bancario, mediante la definitiva fondazione della Banca d'Italia nel 1893.

Per far fronte a questa situazione emergenziale, si optò per l'emissione di Buoni del Tesoro quinquennali, con l'obiettivo di far respirare le casse dello Stato e rallentare il più possibile il processo di espansione del debito consolidato.

Dopo il tentativo nel 1894 (in gran parte fallimentare) di riordinare il Debito tramite l'emissione di due nuovi consolidati, all'inizio del ventesimo secolo si riuscì a trovare il giusto rimedio a tale contesto spigoloso: nel 1902 si decise di emettere un nuovo consolidato al 3,50% netto per convertire obbligazioni ferroviarie e sulla scia dei risultati ottenuti l'anno seguente si eseguì la conversione al 3,50% della rendita emessa nel 94-95.

Per incentivare il più possibile la conversione, furono previsti una serie di premi a coloro i quali ne aderissero.

Sull'onda dell'entusiasmo legato al successo di tali manovre, nel giugno del 1906 fu varata da Luigi Luzzati la legge della grande conversione dei consolidati (5% lordo e 4% netto), i quali ammontavano ad oltre la metà del debito italiano.

Tramite quest'ultima il nostro paese (che si attestava fra quelli con il maggior debito pubblico all'epoca) fu in grado di risollevarne le proprie sorti monetarie e finanziarie estinguendo i consolidati prima descritti mediante l'offerta ai detentori dei titoli del rimborso alla pari oppure di nuova emissione.

Le operazioni di conversione si conclusero con un risparmio annuo per il Tesoro di circa 20 milioni ed una spesa di poco meno di 10 milioni.

## **1.2 Seconda fase (I conflitti mondiali)**

Successivamente al periodo giolittiano, durante il quale furono messe in atto misure per il risanamento delle casse statali, l'Italia dovette affrontare un decennio di costanti disavanzi, certamente legati all'inizio del primo conflitto mondiale e in gran parte dovuti alla difficoltà di coprire la spesa pubblica attraverso le entrate.

Si pensi addirittura che nel 1917 le entrate statali erano in grado di coprire meno di un terzo della spesa complessiva.

Fra il 1913 e la fine della prima Guerra, il rapporto debito/prodotto crebbe dal 71% al 99%, principalmente a causa della smobilitazione post-bellica che comportò un ribasso del PIL del 20%, fino a raggiungere il 160% nel cosiddetto "biennio rosso" 1919-1920, picco massimo del ventesimo secolo.

I dati economici del periodo bellico tuttavia sono di difficile interpretazione, in quanto il presentarsi di debiti ingenti verso fornitori dell'esercito e gli aiuti economici forniti agli alleati resero i risultati complessivi difficilmente giudicabili.

Per finanziarsi lo Stato optò prevalentemente per strumenti monetari in quanto risultò complicato reperire risparmi dai cittadini in evidenti difficoltà economiche ed inoltre si riteneva che il conflitto sarebbe stato di breve durata.

Si assistette perciò ad un vero e proprio scoppio del debito fluttuante, con un aumento vertiginoso dei Buoni Ordinari del Tesoro in circolo, generando inevitabilmente un processo di tipo inflazionistico, il quale a sua volta rese poco attraenti al pubblico i titoli di Stato a lungo termine.

A tale problematica si sommò la continua presenza di deficit di bilancio, il quale forzava un continuo ricorso al credito: furono perciò introdotte due imposte straordinarie, una sui profitti di guerra nel 1915 e una patrimoniale nel 1919.

Riguardo la seconda, essa aveva l'obiettivo di far contribuire le classi sociali di maggior benessere all'alleggerimento parziale del debito pubblico.

Ciò permise in uno dei periodi più difficili per la finanzia italiana di raccogliere circa 20 miliardi, spalmati in un lasso temporale di circa 20 anni.

Tali misure, pur generando effetti di gettito favorevoli, finirono per inasprire i rapporti sociali interni di una nazione per giunta provata da un conflitto armato non privo di strascichi socioeconomici.

Nel biennio 1919-1920 sorsero nuove problematiche: in primis la crisi bancaria legata a problemi di riconversione produttiva in periodo post-bellico, ma anche la composizione del debito pubblico, sempre più dipendente dal debito fluttuante a breve termine.

Risultò necessario quindi aumentare i tassi d'interesse dei Buoni ordinari del Tesoro, causando però come effetti collaterali un incremento dell'inflazione, il peggioramento del deficit di bilancio ed il crollo del corso dei titoli di Stato.

Nel periodo che va dal 1920-1924 non fu rilevata alcuna sensibile variazione del rapporto debito/PIL, mentre nel 1925 si giunse alla svolta definitiva, che permise finalmente alle casse del Tesoro di rifiatare dopo anni di stress: il ministro delle Finanze Volpi, capendo la criticità del momento, decise di intraprendere una trattativa con gli americani per rimettere a posto il debito di guerra.

Dopo complicate negoziazioni, nel 1925 si riuscì ad ottenere l'incorporazione degli interessi sul debito all'interno del capitale, per un totale di duemila milioni di dollari da restituire in circa 60 anni.

Con maggiore facilità, si ottenne dall'Inghilterra la riduzione del debito complessivo da 610 milioni di sterline a 276.

Nell'esercizio 1924-1925, sulla scia della iniziale cancellazione del debito estero (completata interamente solo nel 1932) e di una notevole spinta inflazionistica, si osservò un calo di 20 punti del rapporto debito/PIL, fino ad arrivare al 52%, valore minimo dall'unità d'Italia in poi. Per mettere ordine alla questione monetaria, nel 1926, sempre su spinta del ministro Volpi, fu accolta l'operazione di consolidamento del debito pubblico, la quale prevedeva di rendere inconvertibili per dieci anni i Buoni del Tesoro tramite l'emissione di un nuovo prestito al 5% di interesse.

L'operazione imponeva di convertire Buoni di durata quinquennale o settennale, mentre lasciava libero arbitrio ai detentori di quelli di tipo novennale.

Si verificò quindi che svariati soggetti pubblici e privati che avevano investito le loro risorse in BOT richiesero presso gli sportelli della Tesoreria il rimborso dei buoni prossimi alla scadenza.

In seguito a tale manovra, si dovette fronteggiare il panico dei ribassi legati alla conversione che spinse i possessori dei titoli ad una liquidazione massiccia, che a sua volta causò un generico ribasso dei titoli di Stato e buchi economici per quegli Istituti di credito che avevano investito in essi.

Ne conseguì che per il decennio successivo vi fu una sensibile riduzione del credito statale, che portò alla rinuncia di nuove emissioni di BOT.

Col venir meno dei BOT, divenne di centrale importanza la Cassa DDPP, la cui incidenza sul Debito Pubblico arrivò a sfiorare il 15% al 1939.

Il consolidamento ebbe tuttavia il merito di far rientrare notevolmente il processo inflazionistico iniziato contestualmente al primo conflitto mondiale, facendo passare il tasso d'inflazione dall'8% circa ad uno addirittura negativo nel giro di due anni.

Un anno dopo si decise di istituire una nuova Cassa di Ammortamento, che aveva lo scopo di estinguere gradualmente il debito pubblico interno tramite le entrate eccedenti sulle spese di bilancio: tale manovra permise nel giro di una decina di anni di cancellare titoli di Stato per un ammontare nominale complessivo di 1850 milioni.

L'apparente tranquillità, generata dalle faticose riforme economiche messe in atto dopo il primo conflitto mondiale, ben presto svanì: ciò fu dovuto prevalentemente all'avvento della Grande Depressione del 29', capace di investire l'intera economia mondiale, ma anche a causa dell'onerosità dell'intervento bellico nella Seconda Guerra Mondiale, la quale generò per le casse dello Stato italiano disavanzi di bilancio mostruosi.

In quegli anni le entrate statali erano in grado di coprire solo un terzo delle spese totali, costringendo così inevitabilmente al ricorso al debito interno.

Il rapporto debito PIL, dopo aver toccato il suo minimo nel 1926, tornò a crescere fino al 88% nel 1934, mentre le entrate statali calarono da 20 miliardi nel 1929 a 18 nel 1934, prevalentemente a causa della Depressione e ad un complessivo deterioramento del saldo di bilancio.

Dal 1937 si iniziò ad instaurare un trend di crescita preoccupante del Debito a breve, fino a raggiungere quasi il 70% del Debito totale al termine della Seconda Guerra Mondiale.

Fino alla seconda metà degli anni 30', lo Stato registrava una spesa costante in termini nominali, seppur a fronte di una sostenuta riduzione delle entrate.

Il momentaneo periodo di tranquillità permise di abbassare il passivo al 80% del PIL, tuttavia con l'ingresso nella Seconda Guerra Mondiale ed al necessario aumento delle spese militari, la cavalcata del rapporto debito prodotta riprese la propria corsa forsennata fino al 1943, raggiungendo il livello del 108%.

Al termine del conflitto e all'inizio del secondo dopoguerra, il debito finisce per subire una flessione spaventosa, facendo crollare nel 1946 il rapporto debito PIL al 40%.

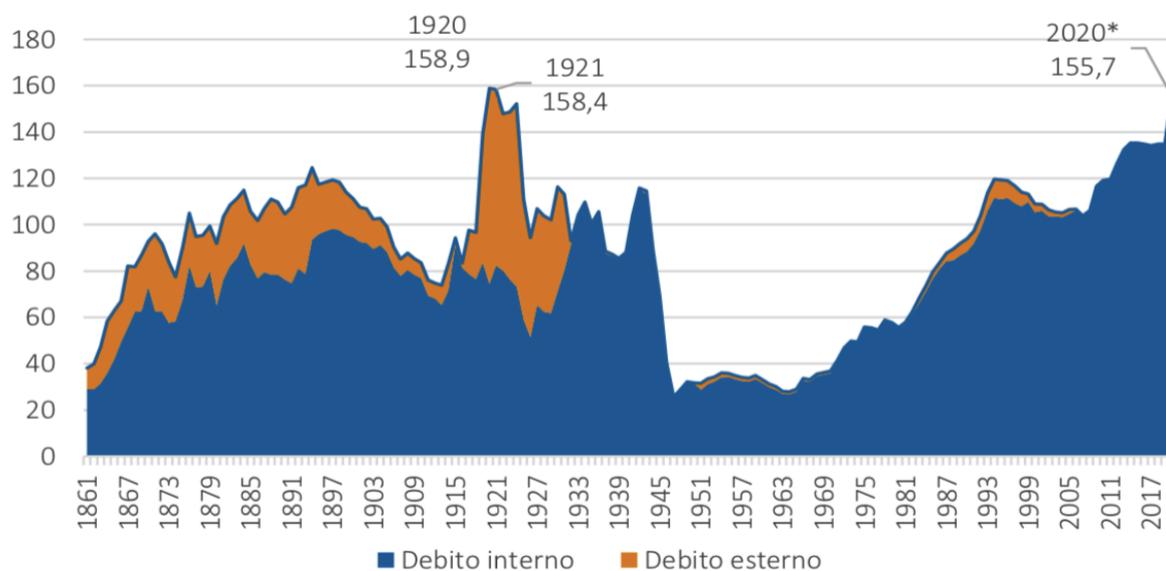


Grafico 2: “Debito pubblico in percentuale al PIL dall’Unità al 2017” (2020)

Fonte: [https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-](https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-3%20indicatori%20economici%20a%20confronto%20dal%201861.pdf)

[3%20indicatori%20economici%20a%20confronto%20dal%201861.pdf](https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-3%20indicatori%20economici%20a%20confronto%20dal%201861.pdf)

### 1.3 Terza fase (Dopoguerra e boom-economico)

La forte spinta inflazionistica che aveva indotto una vertiginosa flessione del debito, favorì l’affievolirsi della questione del Debito Pubblico negli anni del dopoguerra, facendo passare il rapporto debito/PIL dal 86% del 1939 al 30% circa del triennio che va dal 1947 al 1950.

Tramite una tempestiva manovra di stabilizzazione monetaria attuata dal ministro del Tesoro Einaudi, il tasso d’inflazione tornò prontamente sotto controllo: fra il 1950 ed il 1963 la politica di bilancio adottata permise di agguantare l’equilibrio nei conti pubblici, portando il rapporto disavanzo PIL dal 3,7% al 1,8%.

A partire dal 1945, si instaurò un ventennio che segnò una riduzione del debito complessivo, accompagnata da contenuti avanzi primari: nel complesso si può affermare che lungo questo arco temporale, anche grazie al forte sviluppo economico, l’Italia registrò risultati in termini di rapporto debito PIL fra i migliori della propria storia post-unitaria, riducendo sensibilmente il peso del Debito Pubblico in confronto al periodo pre-bellico.

Le spese per interessi passarono dal 17% della spesa totale nel 1939 a circa il 5% dell’esercizio 1949-1950.

Il periodo della Ricostruzione fu difatti segnato da un forte approccio prudentiale, che prevedeva un sostanziale equilibrio fra entrate e uscite volto a ridurre il più possibile l’importo dei deficit di bilancio.

Pur perseguendo una politica improntata sulla sostenibilità del debito, nel quinquennio successivo al secondo conflitto mondiale la spesa pubblica tornò ad attestarsi attorno ad un terzo del PIL, valore fra i maggiori a livello mondiale.

Riguardo la composizione del debito pubblico, durante il post-Guerra si osservò un cambiamento strutturale, in quanto gli investitori istituzionali iniziarono a prediligere nuovamente i BOT, mentre imprese e famiglie optarono per titoli a lunga scadenza.

Si cercò infatti di spingere sia le banche ad acquistare titoli a breve del Tesoro che gli istituti di credito a versare una riserva in titoli di Stato.

Su circa 800 miliardi di BOT totali, una metà si trovava in mano ad aziende di credito mentre la restante parte era divisa quasi equamente da Banca d'Italia insieme a Cassa Depositi e Prestiti e investitori privati o di natura non bancaria.

Data l'imponente diffusione dei buoni ordinari, per scongiurare possibili smobilizzi di massa, si optò ove possibile per trasformare i BOT in debiti a lungo termine attraverso l'impiego di buoni poliennali.

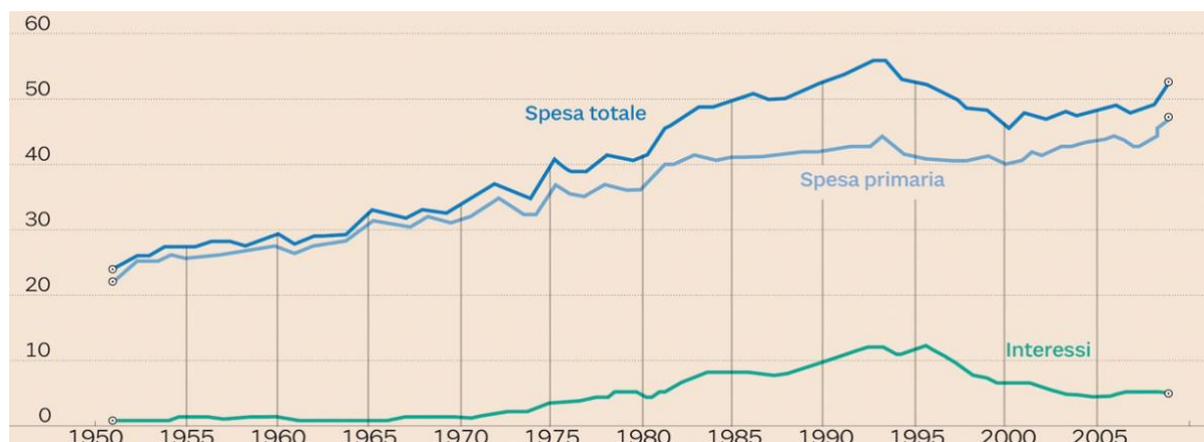


Grafico 3: “Andamento interessi, spesa totale e primaria dal 1950 al 2005” (2018)

Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/art/debito-pubblico-come-quando-e-perche-e-esplosivo-italia-AEMRbSRG>

Il periodo storico successivo al 1950, ricordato come “miracolo economico italiano”, fu caratterizzato da una crescita economica senza precedenti, favorita prevalentemente dallo sviluppo tecnologico e dall'aumento della produzione industriale, che a loro volta permisero un aumento vertiginoso del PIL nazionale.

Le costanti di questo periodo di prosperità furono un tasso di sviluppo periodicamente superiore al 5% annuo, una politica fiscale che mirava all'equilibrio, un'inflazione pressoché inesistente ed un costo del debito al di sotto del tasso di crescita.

Ciò permise di mantenere stabile il valore del debito in relazione al prodotto interno lordo, pur aumentando inevitabilmente in valore assoluto.

Il rapporto debito PIL arrivò a scendere fino al 40% nel 1951 per poi precipitare al 33% nel 1964; solamente in prossimità degli anni 70' si presentò un rimbalzo di tale valore, il quale tornò a sfiorare il 40%.

L'eccedenza del tasso di incremento delle entrate su quello delle spese permise di contenere altamente il disavanzo totale, andando addirittura a registrare una quota di avanzo intorno al 1960.

Riguardo alla composizione del Debito, si osservò una drastica riduzione dei BOT, i quali passarono dal comporre il 30% del passivo totale statale nel 1950 al 20% soli 4 anni dopo: tale tipologia di titoli finì per essere detenuta quasi interamente da istituti di credito, i quali assicuravano la sicurezza nel possedere questa forma di Debito.

La cavalcata dell'economia italiana proseguì ininterrottamente fino all'alba degli anni 70', in quanto pur dovendo fronteggiare sbalzi continui dei valori finanziari di riferimento, la situazione rimase sotto controllo.

Per l'Italia si celavano tuttavia dietro l'angolo una serie di cambiamenti e shock sistemici che da lì a poco avrebbero influito fortemente sul trend del nostro Debito Pubblico.

#### 1.4 Quarta fase (Anni 70': l'inversione del trend)

Il primo evento capace di influenzare l'andamento della finanza pubblica italiana in questo periodo fu sicuramente la riforma Brodolini del 1969 sul sistema pensionistico, la quale segnò il passaggio definitivo dal sistema a capitalizzazione a quello a ripartizione e l'abbandono del sistema contributivo a fronte dell'adozione del metodo retributivo.

Fu proprio quest'ultimo, insieme all'introduzione delle baby pensioni, ad impattare seriamente sui conti pubblici, facendo passare fra il 1970 e il 1973 il rapporto debito PIL dal 36 al 50%.

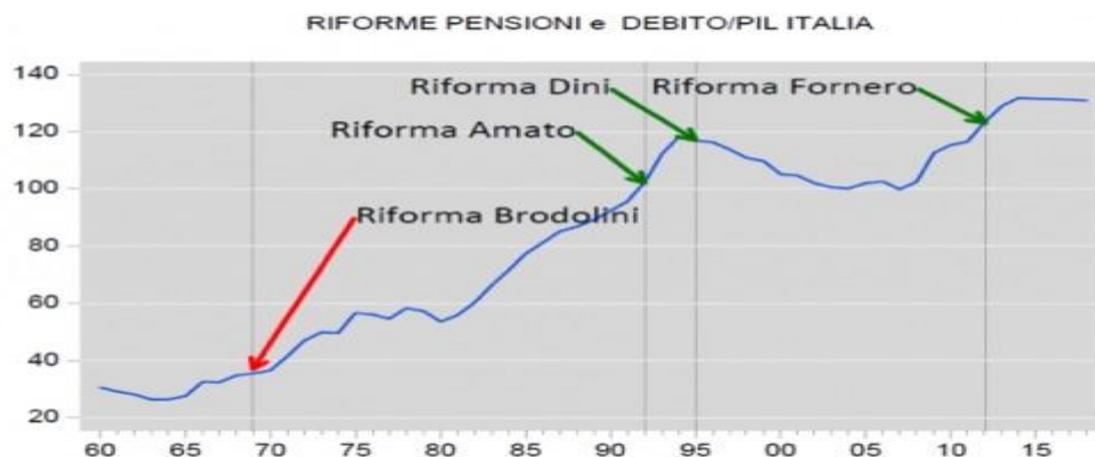


Grafico 4: "Variazione rapporto debito/Pil in relazione a riforme pensionistiche"

Fonte: <https://www.lavoce.info/archives/56225/riforme-delle-pensioni-come-cartina-di-tornasole-del-rapporto-debito-pil/> (2018)

Altro avvenimento che certamente segnò l'inizio di un periodo tortuoso per la finanza pubblica italiana fu sicuramente il primo shock petrolifero del 1973, il quale segnò il rimbalzo del prezzo del petrolio da 3 a 12 dollari al barile.

Esso fu seguito da un secondo shock 6 anni dopo sempre della stessa natura, il quale fece schizzare il costo al barile fino a 30 dollari, finendo per danneggiare pesantemente i paesi importatori come l'Italia.

Questi due shock a catena generarono un processo inflazionistico galoppante su scala mondiale, al quale si sommò per il nostro paese anche la svalutazione della lira.

Le difficoltà generali portarono inevitabilmente ad un peggioramento della bilancia dei pagamenti, motivo per il quale dovette intervenire il Fondo Monetario Internazionale con un prestito tempestivo, ricordato come "stand-by loan".

Nel 1975 si registrò per la prima volta da anni un ribasso del prodotto interno lordo e contestualmente si iniziò ad instaurare un processo di ampliamento progressivo del deficit di bilancio: per fronteggiare tale difficoltà, la Banca d'Italia si impegnò a stampare moneta in modo da acquistare le obbligazioni rimaste invendute.

Con l'avvento degli anni 80', sulla scia delle crisi petrolifere, l'Italia dovette fronteggiare un trend inflazionistico particolarmente negativo, che investì gran parte delle potenze mondiali: si pensi addirittura che il 1983 fu l'ultimo anno in cui il costo medio del nostro debito pubblico risultò inferiore al tasso di inflazione.

Al 1982 quest'ultimo si attestava intorno al 17% finendo per radere al suolo il potere d'acquisto di pensioni, stipendi e risparmi, con uno spread rispetto al Bund tedesco che arrivò a toccare la mostruosa quota di 1175.

Su volontà del presidente americano Reagan e del governatore della FED Volcker, per combattere tale processo venne attuata una grossa stretta sui tassi: questa strategia, che comportò momentaneamente un abbattimento del carovita, fu seguita da tutte le altre banche centrali principali del Mondo.

Lungo questo decennio si registrò un sostenuto aumento della spesa pubblica, la quale raggiunse il 52% del PIL e contestualmente il rapporto debito prodotto finì per incrementare di circa 40 punti, arrivando a toccare quota 95%: fu proprio in questi anni che si formò "*lo zoccolo duro del debito sovrano italiano, riportando l'incidenza a livelli analoghi a quelli della fine degli anni Novanta dell'Ottocento*" (Leonida Tedoldi).

All'interno di questo contesto burrascoso, nel luglio 1981 si consumò il divorzio fra il Tesoro e Banca d'Italia, la quale si liberava dall'obbligo di acquistare i titoli di Stato invenduti, riacquisendo il libero arbitrio sulle decisioni di politica monetaria.

Lo stato di salute delle casse dello Stato era tutt'altro che rassicurante, visto anche un disavanzo delle amministrazioni pubbliche superiore al 10%: "*nel biennio 1981-82 il prodotto interno lordo è rimasto stazionario, ma il settore pubblico ha aumentato del 14% il suo debito in termini reali, mentre il debito del Paese verso l'estero è aumentato di 9 miliardi di dollari; la correzione deve affrontare il problema della spesa, modificandone l'angolo di rotta.*"

*I progressi nel campo della funzione sociale potranno essere salvaguardati e resi duraturi solo se saranno posti in una vera cornice di giustizia distributiva, di stabilità monetaria, di efficienza". (Azeglio Ciampi, 1981)*

Una leggera ripresa economica si intravide nel 1983, quando una generica ripartenza dell'economia mondiale, favorita sicuramente dal calo generico dell'inflazione, permise l'aumento delle esportazioni ed una consistente crescita del prodotto interno lordo: per i quattro anni successivi, la diminuzione di domanda estera fu controbilanciata dalla crescita di quella interna.

A questo ottimismo legato ad una crescita economica di tutto rispetto si contrapponeva tuttavia un livello dei tassi d'interesse da pagare sul debito incredibilmente alto (5%), con una spesa per interessi complessiva sempre più incidente sul debito pubblico.

Prima della recessione internazionale degli anni 90', in Italia si registrava infatti un buono sviluppo complessivo, accompagnato da una crescita delle entrate e dal contenimento delle spese pubbliche.

In quest'arco temporale, il debito pubblico cominciò a crescere incessantemente (di 40 punti fra il 1981 ed il 1987), ma anche ad alterare parzialmente la propria natura.

Con l'obiettivo di aumentare la platea degli acquirenti, si decise nel 1975 di porre in legame concorrenziale la Banca d'Italia con altri operatori, fra cui istituti di credito, assicurazione e società finanziarie: si forniva così sia una spinta stabile alla domanda di BOT sul mercato primario.

Dalla fine degli anni 70' si iniziò a puntare inoltre su nuovi strumenti, in primis i CCT indicizzati ai tassi a breve, i quali avevano l'obiettivo di spingere i cittadini all'acquisto dei titoli del debito: in questo modo vi fu una vera e propria spinta al mercato dei titoli del debito pubblico, all'interno del quale si mirava a far confluire i risparmi del ceto medio per poter finanziare spesa corrente e trasferimenti.

Il punto di forza dei CCT in quel momento fu che apparentemente presentavano un rischio di perdita in conto capitale minimo, essendo le proprie cedole legate all'andamento del mercato monetario; questa propria peculiarità positiva non ha trovato tuttavia conferme nel corso degli anni, finendo per subire un drastico calo della domanda da parte del pubblico.

Si osservò così una transizione graduale riguardo la natura del debito pubblico, il quale passò ad essere finanziato anche in buona parte dal risparmio dei cittadini e non più prevalentemente dalla Banca Centrale.

Grazie ai CCT, la vita media dei titoli pubblici tornò a crescere dopo anni di flessione, passando da 1 anno e mezzo nel 1983 ai quasi 4 di inizio 1988.

Questa tipologia di titoli indicizzati, insieme ai BOT, arrivarono a sfiorare il 70% dell'intero ammontare.

Nel complesso in questi anni i BOT si imposero come strumento primeggiante del debito pubblico italiano, andando a coprire un terzo delle passività statali: si presentò così la necessità di allungare la vita media del debito, essendosi accumulati fortemente titoli a scadenza ravvicinata.

Si pensi che la vita media residua passò dai 4 anni e mezzo del 1976 ai soli 9 mesi nel 1981.

La crescita del rapporto debito/PIL dipendeva prevalentemente dal legame fra tasso d'interesse reale sul debito ed il tasso di crescita reale: *“essa si nutre a due sorgenti: un persistente seppur ridotto fabbisogno primario e un ormai consolidato fattore di auto-generazione, che agisce in modo sempre più vigoroso, poiché l'eccesso del costo reale del debito sul tasso di crescita reale si moltiplica per una massa sempre maggiore del debito”* (L.Spaventa “Is there a public debt problem in Italy”, 1988)

Nel 1986 il Ministro del Tesoro, osservando i trend di entrate e spesa pubblica degli ultimi anni, decise di presentare un piano volto a riequilibrare il rapporto debito/PIL, con l'obiettivo nel giro di 4 anni di portare a zero il fabbisogno primario, contenendo in primis la spesa ed incrementando successivamente le entrate.

Dal 1984 al 1986 la spesa finale al netto degli interessi rimase in media costante rispetto al PIL, circa il 44%, mentre aumentò di un punto la quota delle entrate complessive.

Nel triennio 1987-1989, in seguito all'elaborazione del piano di rientro del debito prima esposto, si osservò una riduzione più corposa del fabbisogno primario, principalmente a causa dell'inasprimento della pressione fiscale, che creò non pochi malcontenti sul piano sociale.

Verso fine estate del 1987, il Tesoro dovette fronteggiare una preoccupante crisi nel collocamento dei titoli di Stato, caratterizzata da vendite massicce di titoli da parte dei fondi di investimento ed una sostenuta incertezza riguardo tassi di cambio, inflazione e interesse: si manifestarono ingenti perdite in conto capitale sui titoli a lunga scadenza, rendendo i consumatori ancor più diffidenti.

Ne conseguì inoltre un incremento sostanzioso del costo reale del debito, a pari passo con un accorciamento repentino della vita media (come esposto prima) dopo anni di tendenziale allungamento.

Lo stato di salute finanziaria nei primi anni 90' non accennava a migliorare: il rapporto debito/PIL in solamente tre anni si impennò di 20 punti, finendo per sfiorare quota 120% nel 1993.

Con l'aggravarsi della crisi valutaria del 1991, la quale portò ad una imponente svalutazione della lira, risultò inevitabile l'uscita nel '92 dell'Italia dallo SME: la svolta per la finanza pubblica italiana si trovava tuttavia proprio dietro l'angolo, con la firma del Trattato di Maastricht.

### 1.5 Quinta fase (I cambiamenti dettati dal Trattato di Maastricht)

Il Trattato di Maastricht, siglato il 7 febbraio 1992 ed entrato in vigore l'anno successivo, pose le fondamenta per l'adozione della moneta unica europea (portata a termine sette anni dopo) e istituì l'organo che ancora oggi ha in mano la politica monetaria comunitaria, la Banca Centrale Europea: ad essa fu da subito conferito il ruolo di preservare la stabilità dei prezzi, salvaguardando così il valore dell'euro.

L'altro obiettivo del Trattato fu da subito quello di aumentare la stabilità e la solidità dei conti pubblici dei vari stati aderenti.

Dei cinque parametri totali introdotti, i primi tre sono di natura monetaria e si focalizzano sui tassi d'interesse nominali (era prevista la media dei tre paesi con i prezzi più bassi), sul saggio d'inflazione (si considerava la media dei tre paesi che avevano ottenuto i risultati migliori) e sull'equilibrio nel cambio (i Paesi UE devono rispettare per due anni le modalità di fluttuazione stabilite dallo SME).

I due rimanenti, entrambi di natura fiscale, introdussero due punti cardine per la Finanza Pubblica degli stati europei, ancora oggi capaci di influenzare scelte e manovre in ambito economico.

Il primo stabilì come soglia per il rapporto Debito PIL il valore del 60%, scelto tenendo in considerazione il valor medio dei vari debiti sovrani gravanti sui paesi che avevano aderito al Trattato: lo scopo di fondo era quello di assicurare la stabilità del debito nel lungo periodo.

Il secondo pose invece il tetto del 3% per il rapporto Deficit PIL, con possibilità di sfornamento esclusivamente in casi eccezionali per un tempo limitato.

Dalla tabella seguente siamo in grado di osservare al 1994 gli indicatori di convergenza ai criteri di Maastricht per alcuni paesi UE.

	Inflazione	Tassi di interesse	Deficit/PIL	Debito/PIL
Austria	3,6	6,4	-2,3	58,5
Finlandia	2,2	7,8	-5,5	58,0
Francia	1,8	6,9	-5,9	57,2
Germania	3,0	6,4	-2,9	57,2
Grecia	10,2	-	-13,8	109,5
Italia	3,9	8,7	-9,7	118,3
Spagna	4,8	8,3	-7,1	64,2
Regno Unito	3,5	7,5	-9,1	92,9
Parametri	3,5	8,77	3,0	60,0

Tabella 1: Confronto su inflazione, tassi d'interesse, rapporti deficit-debito/Pil

Fonte: "The criteria of the Maastricht treaty, Europe and the euro: public debt in Italy and growth" di Daniele Schilirò (2002)

Come è possibile osservare dalla tabella, l'Italia si attestava (congiuntamente alla Grecia) come paese con il peggior rapporto debito PIL d'Europa, arrivando a sfiorare la mostruosa quota del 120% nel 1994.

Risultò quindi necessario l'intervento del governo Ciampi, il quale mirò a rimettere in sesto la situazione economico-finanziaria attraverso un piano di rientro che mirava ottimisticamente al raggiungimento di quota 60% entro il 2009.

Attraverso una politica di contenimento delle retribuzioni, si riuscì ad abbassare il tasso di inflazione sotto la media europea, con l'obiettivo di un progressivo avvicinamento ai parametri imposti dal Trattato di Maastricht: quest'ultimi furono inoltre completati dal Patto di Stabilità e Crescita del 1997, caratterizzato dall'introduzione della Procedura per Disavanzi Eccessivi (PDE), ovvero un'azione progressiva di penalizzazione verso Stati poco attenti alla gestione dei conti pubblici.

Al contenimento del deficit ed al controllo del rapporto debito PIL contribuì in quegli anni anche il governo Dini, tramite la riforma del sistema pensionistico che scandì il passaggio dal sistema retributivo a quello contributivo: il calcolo si basava sul totale dei contributi versati dal lavoratore durante il periodo di attività.

Negli anni successivi si optò per un sostenuto aumento della pressione fiscale, la quale arrivò a toccare quota 43%, una delle più severe di tutta Europa: ciò permise di allineare per quanto possibile i valori di deficit e debito rispetto al PIL a quelli degli altri paesi europei, pur rimanendo il secondo nettamente al di sopra dei parametri di Maastricht.

Sotto il governo Prodi, politiche di bilancio ancor più aspre, permisero di far rientrare il debito pubblico di tre punti percentuali (dal 121% al 118%), aumentare l'avanzo primario dal 4,6% al 6,6% e scendere sostanziosamente il fabbisogno totale della pubblica amministrazione: questi "successi" facilitarono il passaggio dalla Lira all'Euro a fine ventesimo secolo come uno dei primi paesi aderenti.

Grazie all'insieme di queste manovre di bilancio, il rapporto debito PIL, dopo aver raggiunto il proprio picco nel 1994 (124%), riprese a scendere gradualmente fino a toccare quota 110% nel 2000.

Con il nuovo secolo, dopo il governo D'Alema e D'Alema-Amato, ad ereditare un contesto di complessivo miglioramento c'è l'esecutivo Berlusconi, il quale instaurò subito una politica di riduzione della pressione fiscale, considerata troppo aspra negli anni precedenti, con l'obiettivo di rilanciare la crescita economica offrendo vicinanza al mondo imprenditoriale e favorendo le privatizzazioni.

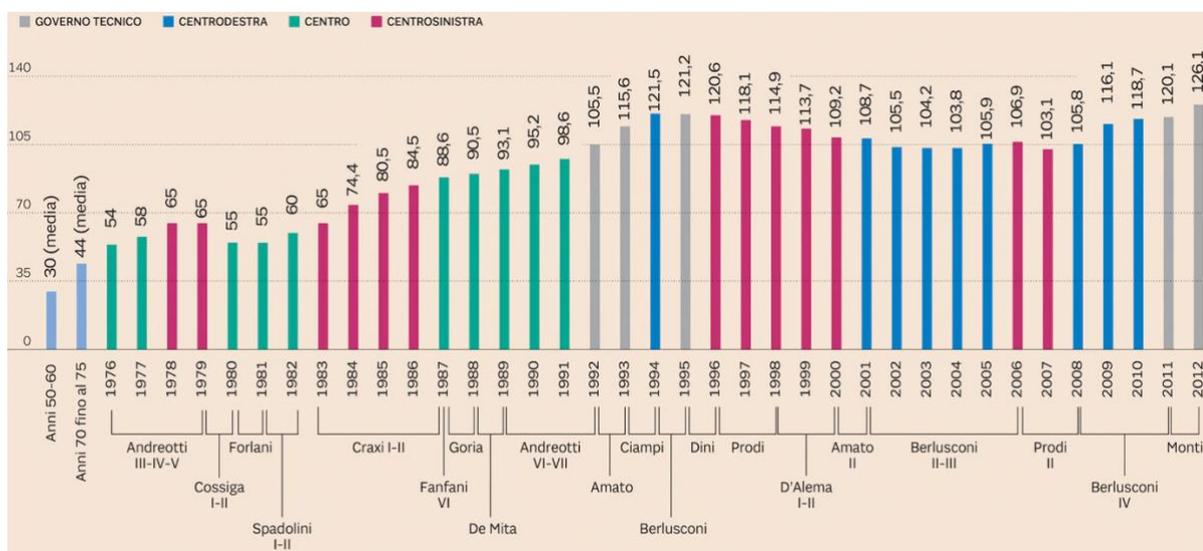


Grafico 5: “Il debito pubblico italiano nella storia in rapporto al PIL”

Fonte: *ilsole24ore.com* (2018)

Dal 2000 fino alla caduta nel 2008 del governo Prodi 2, il rapporto debito PIL continuerà ad oscillare intorno al 100% con il prodotto interno lordo tendenzialmente sempre in crescita, oscillante fra il +0,5% ed il +2%.

Dopo la fine del governo Berlusconi II nel 2005, sfruttando il periodo di complessiva stabilità economica finanziaria mondiale, si tornò ad incrementare la pressione fiscale, con un conseguente aumento delle entrate complessive e una riduzione della spesa pubblica, permettendo all’avanzo primario di toccare la quota del 3,5% del Pil.

Dietro l’angolo si celava tuttavia una crisi finanziaria senza precedenti, capace di cambiare drasticamente le carte in tavola della finanza pubblica mondiale.

### 1.6 Sesta Fase (Crisi Finanziaria e del Debito sovrano)

In seguito allo scoppio della crisi dei mutui sub-prime a fine 2006 ed al crack successivo di Lehman Brothers nel 2008, l’intero sistema finanziario occidentale dovette fronteggiare una crisi senza precedenti: il rapporto debito/PIL dell’area euro salì del 9% in solamente un anno, sfiorando quota 80% nel 2009.

In quell’anno, tutte le principali economie mondiali subirono ingenti cali del prodotto interno lordo, con l’Italia che registrò una contrazione del 5% del reddito.

Il valore del debito pubblico italiano in percentuale del PIL passò dal 102% del 2008 al 116% del 2011, con un’espansione tutt’altro che tendente ad arrestarsi.

Conseguentemente, sulla scia della crisi finanziaria globale, i paesi europei maggiormente indebitati (definiti ironicamente da un giornalista dell’*Economist* “PIIGS”, ovvero Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna) finirono per subire una rovinosa offensiva speculativa dovuta

al peggior stato di salute dei propri conti pubblici, scaturendo la così nota “Crisi del debito sovrano”.

Assume a questo punto il ruolo di protagonista il famigerato *spread*, differenziale di rendimento fra i titoli di Stato italiani e Bund tedeschi: nel 2011 tale saggio raggiunge per l’Italia picchi monstre prossimi ai 550 punti base, con titoli emessi a tassi d’interesse elevatissimi a causa del loro alto rischio.

Per fronteggiare una crisi sempre più degenerante, risultarono inevitabili le dimissioni del premier Berlusconi e l’insediamento di un governo tecnico, con a capo Mario Monti, incaricato da parte del Presidente della Repubblica Napolitano di formare un esecutivo in grado tamponare l’attuale situazione economico-finanziaria.

Attraverso il provvedimento “*Salva Italia*”, la riforma delle pensioni per mano del Ministro Fornero e le sostanziose iniezioni di liquidità verso il settore bancario da parte della BCE (guidata dal mantra “*Whatever it takes*” del proprio presidente appena insediato Draghi), si riuscì a piegare lo *spread*, riportandolo nel 2013 al di sotto di quota 300.

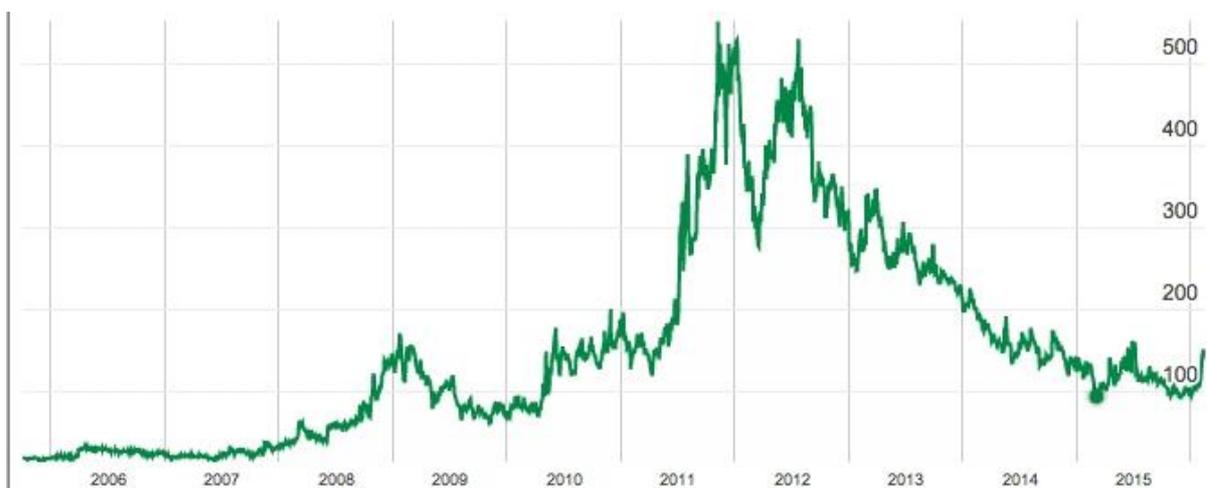


Grafico 6: “Variazione spread BTP-Bund dal 2006 al 2015”

Fonte: <https://www.truenumbers.it/spread-italia-germania/> (2018)

Fondamentale in questo momento critico è stato l’intervento periodico e programmatico della BCE, il cui sostegno continuo attraverso iniezioni di liquidità

(es. *Quantitative easing*) ha permesso ai paesi maggiormente colpiti dalla crisi di rialzarsi, seppur con fatica e gradualità. Ad oggi l’Italia presenta un debito pubblico ancora elevatissimo, 2.587 miliardi a Novembre 2020 (Fonte: Banca d’Italia) con uno dei rapporti rispetto al PIL prossimo al 140%, fra i più alti d’occidente.

Con l’aggiunta recente di una pandemia connotata da dure conseguenze socioeconomiche, la questione dei conti pubblici per il nostro Paese risulta ancor più delicata e di difficile gestione.

## Capitolo 2 - Analisi della struttura e componenti del Debito Pubblico

### 2.1 Struttura del Debito

#### 2.1.1 Gestione del Debito

Come brevemente accennato nell'introduzione, il debito pubblico rappresenta l'ammontare delle passività finanziarie lorde relative al settore delle Amministrazioni pubbliche al 31/12 di ciascun anno, valutate al loro valore facciale.

Secondo l'enunciato dal Rapporto annuale del MEF, la gestione del debito da parte del Tesoro si trova perfettamente in linea con le necessità delle istituzioni finanziarie più importanti ed ai dettami di carattere internazionale.

Quest'ultimi nascono dalla condivisione dei vari DMO nazionali (*Debt Management Office*) e hanno delineato i principali target inerenti alla gestione del debito:

- Offrire copertura ai fabbisogni finanziari dell'Amministrazione centrale
- Portare al minimo i costi del debito mantenendo un grado di rischio di adeguato
- Rendere sempre accessibile il mercato internazionale e domestico nel lungo periodo

Nella gestione del debito si cerca idealmente di perseguire sia la riduzione del costo del debito che il contenimento dei rischi di mercato: tuttavia non potendo conciliare le due cose, l'obiettivo sarà costruire un portafoglio con una combinazione costo-rischio ottimale.

I rischi che il Tesoro deve continuamente affrontare nel gestire il debito possono essere di mercato (d'interesse o di cambio), di credito, di liquidità e operativo: questi incidono sul costo del debito, per il quale, in caso di sostenuto aumento, si potrebbe compromettere la sostenibilità. Il rischio di rifinanziamento è fornito da un indicatore di grande importanza, ovvero la vita media dello stock di titoli di Stato: ottenuta come media delle scadenze dei titoli in circolazione, essa è passata fra il 2015 e il 2017 da 6,52 a 6,90 anni mentre oggi giorno si attesta sui 6,95 anni.

I dettami internazionali prima citati (*"best practice"*) consigliano fermamente di evitare una struttura del debito troppo improntata su strumenti volatili o di breve termine in quanto, pur abbassando la spesa per interessi nell'immediato ed essendo meno onerosi, comportano maggiore incertezza finanziaria per il Paese.

In base al portafoglio del 2018, nel 2019 si è mirato ad un leggero aumento della componente di breve termine, in modo da coprire il fabbisogno con costi allineati alla situazione sul mercato.

## 2.1.2 Composizione del Debito

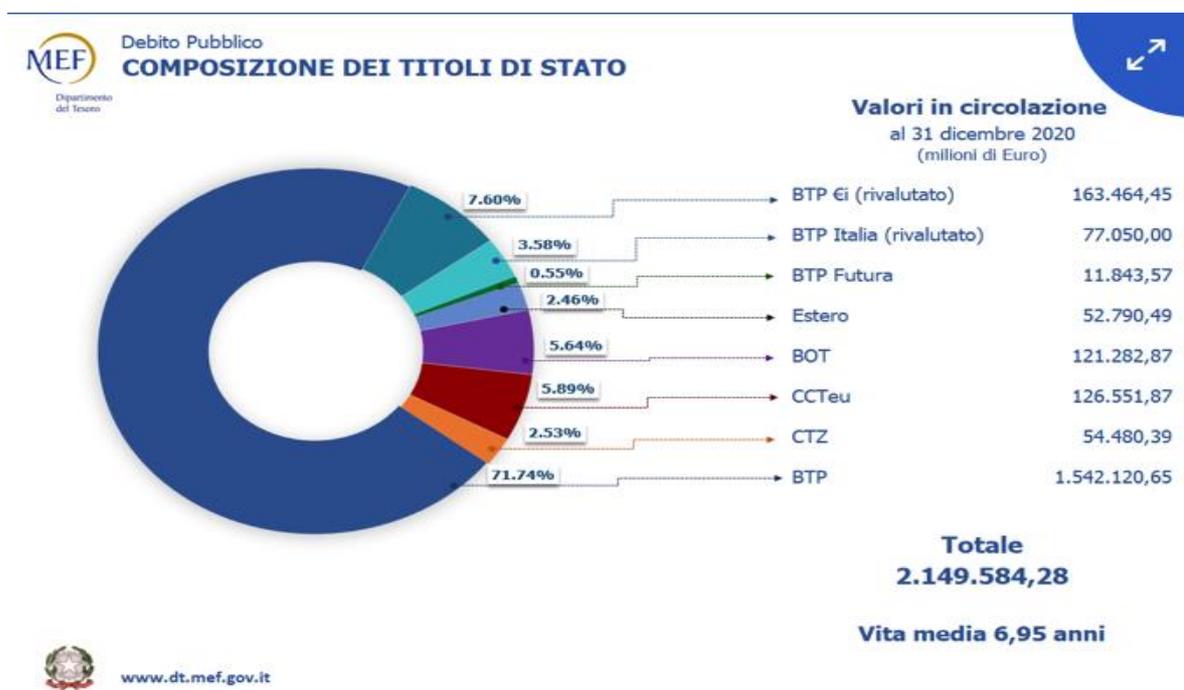


Grafico 7: “Composizione dei titoli di Stato al 31/12/2020”

Fonte: [www.dt.mef.gov.it](http://www.dt.mef.gov.it) (31/12/2020)

Riguardo la composizione del Debito, esso è dato dalla somma di tutte le passività legate alle seguenti categorie di strumenti finanziari:

1. Biglietti, monete e depositi: racchiude raccolta postale, circolazioni di Stato, depositi in numerario di terzi presso la Cassa depositi e prestiti, i depositi di enti non appartenenti alle Amministrazioni pubbliche presso la Tesoreria dello Stato più altre fattispecie residuali
2. Titoli obbligazionari (diversi dalle azioni), suddivisi in due tipi:
  - A medio-lungo termine, sono inclusi i titoli emessi dallo Stato consolidati e redimibili, buoni del Tesoro poliennali, certificati del Tesoro, prestiti della Repubblica e altri titoli emessi all'estero, cartelle di credito provinciale e comunale della Cassa depositi e prestiti, buoni ordinari regionali/provinciali/comunali e altri titoli emessi dalle amministrazioni locali, titoli emessi da soggetti non appartenenti al settore di cui lo Stato si è accollato il rimborso.
  - A breve termine, includono buoni ordinari del Tesoro, buoni del Tesoro in ECU, commercial paper e buoni della Cassa depositi e prestiti.
3. Prestiti: racchiudono le passività del Tesoro verso la Banca d'Italia, quelle verso intermediari finanziari e monetari, prestiti erogati dalla Cassa depositi/dalla sua trasformazione in SPA e le altre passività residuali.

(Fonte: Banca d'Italia, 2008)

I titoli di Stato, (di cui possiamo osservare la ripartizione nel grafico a torta sovrastante), ovvero tutti i titoli obbligazionari emessi dal Tesoro sia sul mercato interno che su quello esterno

rappresentano la parte predominante del Debito pubblico; quelli maggiormente in circolazione al giorno d'oggi sono:

- Buoni Ordinari del Tesoro (BOT): titoli con scadenza fino a 12 mesi, privi di cedole
- Certificati del Tesoro zero coupon (CTZ): titoli con scadenza fino a 24 mesi, privi di cedole
- Certificati del Tesoro a cedola variabile: titoli a medio termine, con cedole variabili indicizzate al rendimento dei BOT a 6 mesi (CCT) e all'Euribor a 6 mesi (CCTeu), maggiorato di uno spread
- Buoni del Tesoro poliennali (BTP): titoli a medio e lungo termine, con cedole fisse
- Buoni del Tesoro poliennali indicizzati: titoli a medio e lungo termine, con cedole variabili ottenute applicando un tasso fisso a un capitale indicizzato nel tempo ai prezzi al consumo dell'area dell'euro (BTPI) e dell'Italia (BTP Italia). Nei BTPI la rivalutazione del capitale si paga per intero alla scadenza mentre nei BTP Italia si paga via via che si forma
- Prestiti della Repubblica: titoli a breve, medio e lungo termine, emessi sui mercati internazionali sotto la denominazione di "Republic of Italy".

Al 31 dicembre 2018, l'ammontare dei titoli di Stato in circolazione rappresenta circa l'84% delle passività totali. (Fonte: dt.mef.gov.it)

Osservando i dati disponibili sul database della Banca d'Italia è possibile dedurre come negli ultimi 30 anni si sia ridotta progressivamente la quota di debito detenuta dai risparmiatori italiani.

Essa è passata dal 57% del 1988 al 6% del 2018 mentre per gli investitori stranieri nello stesso arco temporale tale quota è cresciuta dal 4% al 32%.

Considerando invece le banche, esse detengono una quota di Debito pari al 27% circa del totale, per una cifra di poco più di 600 miliardi, di cui 342 titoli di Stato: sul gradino più alto del podio di questa famiglia di detentori vi è per distacco il gruppo Poste Italiane, seguito da Generali e Unicredit.

(Fonte: infostat.bancaditalia.it 2018)

### **2.1.3 Aste dei Titoli di Stato**

Le aste dei titoli di Stato sono portate a termine dalla Banca d'Italia (per conto del MEF), la quale è tenuta a pubblicare i risultati mediante comunicati stampa e tavole riepilogative consultabili sul proprio web site: all'interno di ogni comunicato dovranno essere indicate le date di scadenza e emissione, il rendimento e il prezzo a cui il titolo è stato aggiudicato.

L'emissione dei titoli di Stato è eseguita tramite un meccanismo d'asta, rigorosamente connotato da trasparenza e regolarità, che si svolge in varie date durante l'anno prestabilite da un calendario pubblico elaborato dal MEF.

I partecipanti a queste aste potranno essere esclusivamente intermediari finanziari dotati di precisi requisiti formali e convenzionati con la Banca d'Italia, la quale sul proprio sito chiarisce le peculiarità dell'emissione.

Il Tesoro si avvale di due tipologie di aste, la competitiva e quella marginale: la prima è usata esclusivamente per collocare i BOT e ogni richiesta allocata viene aggiudicata al tasso proposto; essendovi vari tassi di allocazione si calcolerà il rendimento medio ponderato ed il rispettivo prezzo, il quale verrà garantito alla clientela sottoscrittente da parte dell'intermediario.

La seconda tipologia di asta, utilizzata per i titoli a medio lungo termine, prevede che tutte le richieste allocate saranno aggiudicate allo stesso prezzo, definito prezzo marginale: la quantità emessa sarà compresa fra un ammontare minimo ed uno massimo presenti nel comunicato stampa prima citato.

La presentazione delle domande e le fasi del collocamento sono inoltre facilitate da procedure informatiche che assicurano sicurezza complessiva al processo.

La Banca d'Italia, per conto del MEF, è tenuta a eseguire verifiche di liquidità, in modo da tenere sotto controllo il Debito pubblico e la copertura del fabbisogno.

Dal Rapporto sul debito (2019) del MEF, è possibile osservare come le emissioni di titoli a breve termine siano cresciute recentemente, passando dal 36,65% del 2017 al 39,23% del totale nel 2019; le due tipologie che vanno a comporre questa percentuale sono i BOT a 6 e 12 mesi, equamente ripartiti sotto l'aspetto numerico.

I titoli a medio-lungo termine rappresentano ancora la fetta più grande della torta, registrando la quota del 60,77% sul totale al 2019: pur essendo aumentate le emissioni di questi titoli nell'ultimo anno (da 238.192 a 249.191 milioni), la loro incidenza sulle emissioni complessive sta seguendo un trend a ribasso, essendosi ridotta di quasi tre punti percentuali fra il 2017 ed il 2019.

All'interno di questa categoria, i titoli con la maggiore percentuale di emissione sul totale sono i BTP dai 3 ai 10 anni: quest'ultimi si attestano come più numerosi, con il 9,5% sul 60% totale. Riguardo al costo del debito, il tasso medio ponderato all'emissione dei titoli di Stato registrato nel 2019 è stato dello 0,93%, in calo di 14 punti rispetto all'anno precedente (1,07%): dall'inizio del secolo, il tasso ha raggiunto il suo picco con la crisi finanziaria globale del 2007 (4,14%) per poi flettere fino alla crisi del Debito sovrano, tornando a toccare quota 3,61% a cavallo fra 2011 e 2012; da qui è ripartita la graduale discesa fino allo 0,55% del 2016.

#### **2.1.4 Il Debito delle Amministrazioni Pubbliche**

Riguardo al settore delle Amministrazioni pubbliche, al quale fanno capo le passività finanziarie totali in base ai Trattati sull'Unione Europea, esso racchiude le entità istituzionali alle quali è affidato il compito di offrire servizi di collettiva utilità non a scopo di vendita o

ridistribuzione della ricchezza nazionale: sul debito di tale settore gravano anche gli impegni finanziari legati ad attività di trasformazione del sistema delle aziende pubbliche.

L'ammontare da considerare comprende sia il debito lordo (dato dalla somma delle passività totali prive di deduzioni di attività) che quello consolidato, in quanto al suo interno sono annullate quelle passività che costituiscono attività di altri enti delle Amministrazioni pubbliche.

Il settore è caratterizzato da 3 sottocategorie:

1. Amministrazioni centrali: formate da Amministrazioni centrali dello Stato e Enti centrali
2. Enti territoriali: raccolgono le unità istituzionali a cui compete una parte del territorio nazionale (come Regioni, Province, Comuni)
3. Istituti previdenziali pubblici: enti a cui è affidato il compito di erogare prestazioni sociali finanziate tramite contributi obbligatori (INPS, INAIL)

L'indebitamento netto ed il debito delle Amministrazioni pubbliche rappresentano le due grandezze prese come riferimento da parte dell'Unione Monetaria Europea riguardo le politiche di convergenza; il secondo è definito "debito di Maastricht", in quanto è elaborato basandosi sulle regole statistiche definite in "ambito europeo".

La loro stima è affidata alla Banca d'Italia congiuntamente all'ISTAT e sono presi entrambi come indicatori di valutazione in caso di Procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) dell'Unione europea.

Quest'ultima esige l'elaborazione di un piano di azione immediato in grado di fronteggiare il mancato rispetto dei parametri del 3% e 60% del Patto di Stabilità e Crescita (già analizzati nel Capitolo 1) per evitare multe da parte del Consiglio su raccomandazione della Commissione.

L'aggregato totale è calcolato coerentemente con i criteri fissati dal Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n.479/2009 mentre i dati sull'indebitamento netto delle PA sono elaborati nel rispetto del regolamento UE n.549/2013 e dal Manuale sul disavanzo e debito pubblico del 2016.

Al 2018, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari al 2,1% del PIL (rispetto al 2,4% dell'anno precedente) mentre il saldo primario (differenziale fra le entrate e le uscite delle amministrazioni pubbliche al netto della spesa per interessi) è risultato pari all'1,6% del PIL.

ANNI 2015-2018<sup>(a)</sup>, dati in milioni di euro e valori percentuali

	2015 (b)	2016 (b)	2017 (c)	2018 (c)
Indebitamento netto	-43.140	-42.656	-41.285	-37.505
<i>in percentuale del PIL</i>	-2,6	-2,5	-2,4	-2,1
Debito pubblico (d)	2.173.428	2.220.370	2.269.010	2.321.957
<i>in percentuale del PIL</i>	131,6	131,4	131,4	132,2
Interessi passivi	68.057	66.288	65.598	64.979
<i>in percentuale del PIL</i>	4,1	3,9	3,8	3,7
Saldo primario	24.917	23.632	24.313	27.474
<i>in percentuale del PIL</i>	1,5	1,4	1,4	1,6
<b>PIL</b>	<b>1.652.085</b>	<b>1.689.824</b>	<b>1.727.382</b>	<b>1.756.981</b>

Tabella 2: “Principali aggregati di finanza pubblica”

Fonte: [https://www.istat.it/it/files//2019/04/Notifica\\_23\\_04\\_2019.pdf](https://www.istat.it/it/files//2019/04/Notifica_23_04_2019.pdf) (2019)

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche fornisce una rappresentazione dell’andamento complessivo dei conti pubblici valutato in termini di cassa.

Contrariamente al debito, il calcolo non si avvale di criteri armonizzati in ambito europeo e si ottiene come variazione del debito al netto della variazione delle disponibilità liquide afferenti al Tesoro.

Esso si differenzia dalla variazione del debito proprio per la differenza di trattamento rispetto a quest’ultime, ma anche per l’utilizzo di principi contabili differenti nel calcolo dei due aggregati.

Dal grafico seguente è possibile osservare la variazione del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche fra il 2016 ed il 2020, con un evidente balzo registrato recentemente.



Grafico 8: “Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche dal 2016 al 2020”

Fonte: ([https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2021-finanza-pubblica/statistiche\\_FPI\\_20210115.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2021-finanza-pubblica/statistiche_FPI_20210115.pdf)) (15/01/2021)

## **2.2 Modelli interpretativi sul Debito**

### **2.2.1 L'interpretazione tradizionale del Debito**

L'interpretazione tradizionale del debito pubblico è basata sull'ipotesi che quando il governo abbatte le imposizioni fiscali e quindi finanzia la spesa attraverso deficit di bilancio, fa sì che i consumatori rispondano alla maggior quantità di reddito a disposizione incrementando la propria spesa.

Un disavanzo del bilancio implica un'espansione della domanda aggregata e fornisce una spinta al prodotto nel breve periodo, spiazzando il capitale e la crescita nel lungo periodo.

Ciò avviene in quanto gli individui non sono in grado di capire del tutto le implicazioni del disavanzo pubblico: non tenendo conto delle possibili variazioni future sulla tassazione, essi riterranno erroneamente che ad una riduzione delle imposte (finanziata con maggior debito) corrisponderà un incremento del reddito.

Secondo l'interpretazione tradizionale, il consumatore ritiene che le imposte implicite nel debito investiranno le generazioni future e non se' stesso direttamente.

Inoltre, per tutti quegli individui che presentano limiti di indebitamento, il reddito corrente avrà un'importanza maggiore rispetto a quello permanente: un taglio delle imposte finanziato con maggior debito aumenterà i consumi ed il reddito corrente mentre il reddito futuro finirà per ridursi.

Sfruttando tale taglio, gli individui costretti a fronteggiare vincoli nell'indebitarsi potranno così effettuare maggiori acquisti ed aumentare la propria spesa.

### **2.2.2 L'interpretazione ricardiana**

David Ricardo, celebre economista britannico della *scuola classica*, ribalta totalmente tale supposizione, in quanto secondo lui la lungimiranza dei cittadini li porterà ad orientare le proprie decisioni di spesa anche tenendo conto del reddito futuro atteso.

Il consumatore lungimirante concepito da Ricardo è in grado di capire come il taglio delle imposte da parte del governo sia finanziato tramite il debito, tuttavia è anche a conoscenza del fatto che in futuro vi sarà un nuovo aumento delle imposte, necessario per rimborsare il debito con gli interessi generati.

Il carico fiscale è quindi semplicemente traslato nel tempo e per tale motivo secondo Ricardo i consumatori non si sentirebbero spinti a effettuare maggiori acquisti.

Il debito pubblico coincide quindi con un aumento successivo delle imposte e per un consumatore lungimirante le imposte del futuro si equiparano a quelle attuali.

Da questa argomentazione deriva la ben nota *equivalenza ricardiana*, secondo cui non vi sono differenze fra finanziare la spesa pubblica con l'imposizione fiscale oppure con il debito:

quest'ultimo è visto come “*un'imposta straordinaria che può ricadere sulle generazioni attuali o su quelle future*” (A.Pandimiglio)

Ne deriva quindi che una diminuzione delle imposte finanziata mediante il debito non incide sugli acquisti dei cittadini, i quali a loro volta metteranno da parte reddito aggiuntivo per ovviare a imposte gravanti nel futuro.

La crescita del risparmio privato sarà controbilanciata da una riduzione di quello pubblico: il risparmio nazionale (dato dalla somma di questi due) non subisce variazioni, in quanto le imposte non generano l'effetto domino concepito secondo l'interpretazione tradizionale; per incentivare il consumo risulterà quindi necessario decretare una riduzione della spesa pubblica, in quanto comporterebbe un successivo alleggerimento del carico fiscale (anche senza una riduzione delle imposte).

### **2.2.3 Il modello di Barro**

Nel 1974 l'economista americano Robert J. Barro, all'interno del paper “*Are government bonds net wealth? Journal of Political Economy 82(6): 1095-1117*”, seguendo la teoria ricardiana ribalta l'argomentazione dell'interpretazione tradizionale: Barro parte prendendo in considerazione una versione del modello “*over-lapping generations*” di Samuelson-Diamond, in cui ogni individuo vive due stage della propria vita, quello della gioventù (y) e quello della vecchiaia (o).

Ogni generazione è numerata in maniera sequenziale partendo dalla più anziana (o), seguita dai propri discendenti (y) e così via.

Tutti gli individui della popolazione (N) presentano stesse preferenze e produttività ed ognuno di loro lavora esclusivamente nel periodo della gioventù (y), ricevendo un salario (w), le cui aspettative future sono considerate statiche rispetto al valore attuale.

All'interno del modello vengono poi introdotti i titoli di Stato, intesi come nuova modalità con cui detenere *asset* (A) da parte degli individui.

Gli *asset* posseduti nel periodo dell'anzianità rappresentano un ammontare di eredità destinata ai propri discendenti della generazione successiva.

Il punto focale dell'analisi risiede nell'andare a vedere la trasposizione della responsabilità fiscale e dell'impatto del Debito fra le generazioni in relazione alla spesa del Governo.

Secondo Barro vige il principio della *solidarietà intergenerazionale*, per cui la generazione attuale ha a cuore il destino di quelle future: ciò è dimostrato dalle donazioni che vengono effettuate verso i discendenti, principalmente sotto forma del lascito ereditario.

La scelta sul consumo da parte di un individuo (che vivrà per un periodo finito) dipenderà quindi non solo dal proprio reddito corrente, ma anche da quello dei membri della propria famiglia.

I risultati del teorema dimostrano come un taglio delle imposte finanziato da indebitamento non indurrà alcuna alterazione sui consumi: ciò persisterà fin quando le generazioni attuali rimarranno legate a quelle future secondo una catena di trasposizioni intergenerazionali, dall'alto verso il basso o viceversa.

La riduzione delle imposte poco fa citata farà quindi aumentare nel tempo il reddito dell'individuo ma non la ricchezza totale della famiglia: questo surplus non sarà infatti destinato al consumo ma al risparmio, confluendo nell'eredità dei propri discendenti, che a loro volta dovranno subire in futuro l'onere delle imposte.

La famiglia concepita da Barro è quindi fortemente interessata alle passività delle generazioni future, tanto che l'orizzonte temporale è concepito come infinito.

#### **2.2.4 Gestione del debito: avanzo o disavanzo del bilancio**

L'obiettivo del pareggio di bilancio, spesso alimentato dal pressing della classe politica, è considerato da gran parte degli economisti esclusivamente ideale.

Il sistema delle imposte e dei trasferimenti è connotato da una capacità intrinseca di auto-stabilizzazione, secondo la quale l'avanzo o il disavanzo pubblico permettono di riequilibrare il sistema economico.

In anni di recessione o di spesa elevata, il disavanzo pubblico può essere sfruttato ad esempio per effettuare *tax smoothing*, ovvero evitare variazioni delle aliquote e correggere le distorsioni degli incentivi causate dal sistema fiscale.

Il disavanzo può essere inoltre inteso come strumento per rinviare il carico della generazione attuale a quelle future, così che quest'ultime dovranno più avanti fronteggiare gli oneri che nati in precedenza, dai quali riceveranno ovviamente un beneficio intergenerazionale: può essere questo il caso delle spese necessarie per finanziare una guerra, oppure per la realizzazione di ingenti infrastrutture.

Riguardo alla gestione del debito pubblico, è ben noto come il presentarsi di un disavanzo di bilancio faccia scendere il risparmio nazionale, generando un disavanzo commerciale finanziato con l'indebitamento estero: per questo motivo è di centrale importanza per un paese gestire al meglio il proprio livello di indebitamento.

Nel caso quest'ultimo diventi troppo alto, si va in contro al rischio di un crollo della domanda dei titoli nazionali a causa di un disinvestimento di massa da parte dei detentori timorosi di insolvenza, generando a catena un balzo dei tassi d'interesse e una perdita di valore della valuta nazionale.

Come affermato dall'ex ministro dell'economia Tria, *“la riduzione del debito pubblico è condizione di stabilità finanziaria essenziale all'operare fruttuoso del nostro sistema produttivo e creditizio”* (19 Giugno 2018).

In caso di livelli di indebitamento preoccupanti, lo Stato potrà perseguire diverse strategie, ognuna connotata da pro e contro.

Una di queste è il ripudio del debito, ovvero la tentazione di non onorarlo in caso di livelli eccessivi: può essere *soft*, quando si prevede solamente la posticipazione dei pagamenti, oppure *hard*, quando si opta invece proprio per non rimborsarlo.

Temendo questo scenario, gli investitori internazionali avranno sempre meno disponibilità a prestare risorse (un esempio di questo scenario fu il default sfiorato dalla Grecia nel 2011).

Un'altra tattica plausibile per finanziare il debito pubblico è quella di incrementare lo stampo di moneta: all'aumentare del livello dei prezzi si osserverà infatti una naturale riduzione del valore reale del debito.

La conseguenza di questa strategia è un inevitabile balzo inflazionistico a cui si legheranno conflitti sociali dovuti alla eccessiva perdita di potere d'acquisto da parte dei soggetti a reddito fisso.

Queste prime due strade enunciate non sono infatti facilmente perseguibili, in primis in quanto non ci è consentito dall'Unione europea di stampare liberamente moneta;

allo stesso tempo il ripudio del debito è fortemente sconsigliato, in quanto comporta un deterioramento eccessivo della fiducia da parte degli investitori.

Altre strategie per ridurre il debito possono essere improntate su:

- Processi di privatizzazione, mobiliare o immobiliare
- *Capital Levy*, ovvero l'introduzione di un'imposta straordinaria o patrimoniale
- Perseguimento di avanzi primari consistenti, tramite tagli alle spese, aumento entrate fiscali o proventi eccezionali

Quest'ultima strategia è strettamente legata all'aumento del denominatore del rapporto Debito/Pil, ottenibile tramite manovre fiscali espansive finanziate con deficit, ovvero lo scarto in un dato arco temporale fra le entrate e le uscite statali (a cui si aggiunge la spesa per interessi).

Ci si trova a questo punto come davanti ad un serpente che si morde la coda, in quanto l'aumento del deficit genera a catena un aumento dello stock di debito.

Tagliando le tasse o aumentando la spesa pubblica si otterrebbe nel breve periodo un effetto positivo sul Pil (ma non sul suo tasso di crescita), la cui dimensione ci verrebbe fornita dal moltiplicatore fiscale, ovvero il rapporto tra la variazione del Pil e quella iniziale della spesa pubblica: quest'ultimo difficilmente potrà raggiungere valori elevati nel nostro Paese, principalmente a causa della forte pressione fiscale e dell'imponente rapporto Debito/Pil.

In conclusione, l'utilizzo del deficit per finanziare una politica fiscale espansiva farebbe crescere inizialmente il prodotto interno lordo, tuttavia il rapporto debito/Pil, pur riducendosi in prima battuta, riprenderebbe poi a crescere nel tempo.

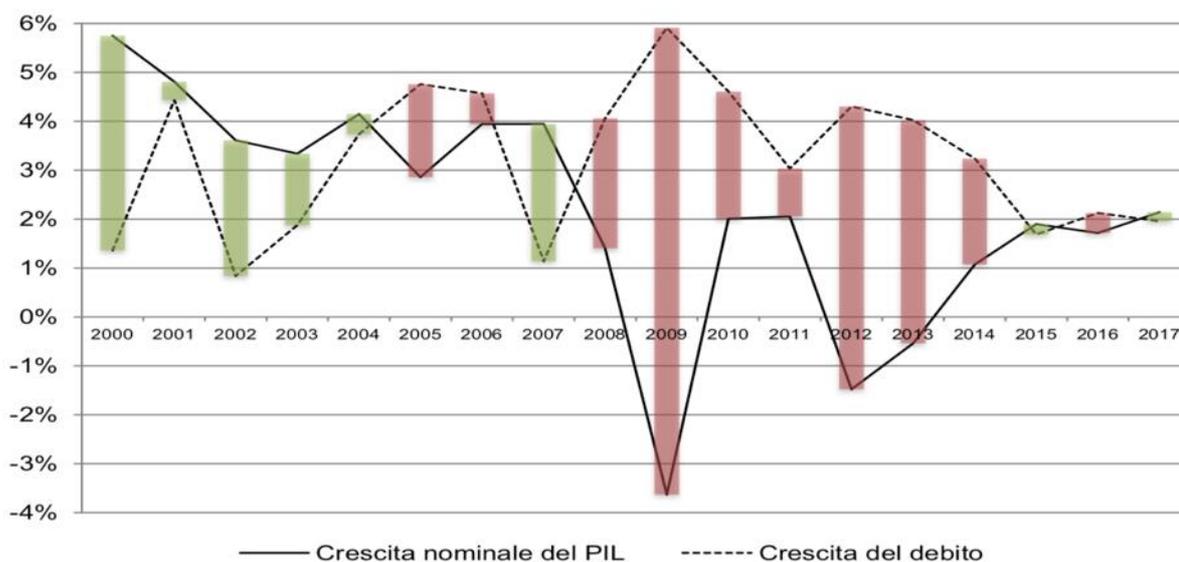


Grafico 9: “Confronto fra crescita nominale del Pil e del debito dal 2000 al 2017”

Fonte: *osservatoriocpi.unicatt.it* (2019)

## 2.3 Sostenibilità del Debito pubblico

### 2.3.1 Il concetto di sostenibilità

Come ormai ben noto, l’indebitamento pubblico per il nostro Paese risulta un serio problema: all’interno di “*A Tract on Monetary Reform*” (1924) J.M. Keynes affermava come una crisi si manifesti quando il contribuente non è più disposto a pagare extra tasse per far fronte a una crescita della spesa per interessi.

In un contesto di scarsa fiducia nella capacità dello Stato di onorare le proprie obbligazioni verso i possessori dei titoli pubblici, il tasso d’interesse finisce inevitabilmente per sovrastare quello di crescita dell’economia, ancor più quando non si è in grado di registrare avanzi primari consistenti.

Un debito elevato quindi, oltre a costringere ad un’alta spesa per interessi, può avere dolorosi effetti sul lungo periodo: in primis la riduzione degli investimenti pubblici e privati dovuti a minori risorse economiche da destinare a questo ambito.

Non essendo in sé il livello di indebitamento un indicatore di salute della finanza pubblica, risulta di centrale importanza all’interno di questa analisi il concetto di *sostenibilità*, ovvero la capacità di rimborsare il debito da qui in avanti: essendo l’economia uno Stato priva di un limite temporale, non vi sarà perciò la necessità che venga rimborsato interamente entro una data limite.

Lo Stato deve tuttavia assicurare la *sostenibilità fiscale* del debito, ovvero la capacità di pagare gli interessi e rimborsare a scadenza il capitale: tale condizione è assicurata nel caso in cui il rapporto debito Pil sia costante, ovvero quando queste due grandezze crescono specularmente.

### 2.3.2 Equazioni sulla sostenibilità

Chiamando  $\Delta D$  la variazione del debito pubblico, potremo scrivere:

$$\Delta D = rD + G - T$$

(con  $r$  tasso di interesse nominale sul debito,  $G$  spesa pubblica e  $T$  entrate fiscali)

Il prodotto  $rD$  esprime la spesa per interessi da sostenere sul debito pubblico, mentre chiameremo la differenza fra  $G$  e  $T$  *Saldo primario*, che in base al segno della differenza potrà manifestarsi come avanzo (+) o disavanzo primario (-).

Per evitare un aumento del debito complessivo (indebitamento netto), lo Stato dovrà registrare un avanzo primario in grado di coprire la spesa per interessi, inevitabile per natura; di conseguenza, il disavanzo totale ( $B$ ) è dato dalla somma di disavanzo primario e spesa per interessi sul debito.

$$B = rD + (G - T), \text{ con } G - T \text{ disavanzo primario.}$$

La variazione del debito pubblico sarà quindi data dalla seguente equazione:

$$\Delta D = B$$

La variazione del debito nel tempo sarà scritta perciò come:

$$\frac{dB}{dt} = (G - T) + rB \text{ (con } B \text{ inteso come stock di debito pubblico)}$$

Definiamo ora quattro grandezze, di cui 3 in rapporto al Pil e una che ne definisce il tasso di crescita:  $b = \frac{B}{Y}$ ,  $g = \frac{G}{Y}$ ,  $t = \frac{T}{Y}$  ed infine  $x = \frac{Y^\circ}{Y}$  (tasso di crescita del Pil)

Chiamiamo ora  $b^\circ$  la variazione di  $b$  rispetto al tempo ( $\frac{db}{dt}$ )

$$\frac{db}{dt} = b^\circ = \frac{Y \frac{dB}{dt} - B \frac{dY}{dt}}{Y^2}$$

Sostituendo ora la precedente espressione di  $\frac{dB}{dt}$

$$b^\circ = \frac{Y(G - T + rB) - BY^\circ}{Y^2}$$

Raccogliamo ora  $Y$  per poter semplificare numeratore e denominatore.

$$b^\circ = \frac{Y[(G - T + rB) - \frac{B}{Y}Y^\circ]}{Y^2}$$

Semplifichiamo le  $Y$  e ci rimarrà:

$$b^\circ = \frac{G - T + rB}{Y} - b \frac{Y^\circ}{Y}$$

Giungiamo quindi alla seguente scrittura  $b^\circ = (g - t) + (r - x)b$

Se  $r > x$ ,  $b^\circ$  crescerà e l'unico modo per evitare ciò è che si registri un avanzo primario, tale che  $(g - t) < 0$ .

In questo caso per stabilizzare il debito sarà necessario che  $t > g$

Il debito risulterà invece stabilizzato ( $b^\circ = 0$ ) quando:

$$(t - g) = (r - x)b.$$

In conclusione, come affermato da Giampaolo Galli all'interno de *Il debito pubblico in Italia: perché è un problema e come se ne esce* (2019) “l’esperienza e la teoria economica non ci consentono di dire in astratto qual è il livello del rapporto debito/PIL che mette a rischio la stabilità finanziaria e la crescita economica in quanto i livelli sembrano variare a seconda delle condizioni specifiche e dei momenti storici.”

Cercare di contenere tale rapporto entro i valori imposti dalle norme comunitarie deve tuttavia rimanere sempre un obiettivo su cui focalizzarsi, in primis per garantire la tenuta a lungo termine della finanza pubblica, ma anche per mantenere la fiducia dei piccoli risparmiatori e grandi investitori.

### Capitolo 3 - Analisi indicatori e trend di finanza pubblica in Europa

#### 3.1 Confronto sui parametri di debito e deficit fra paesi UE

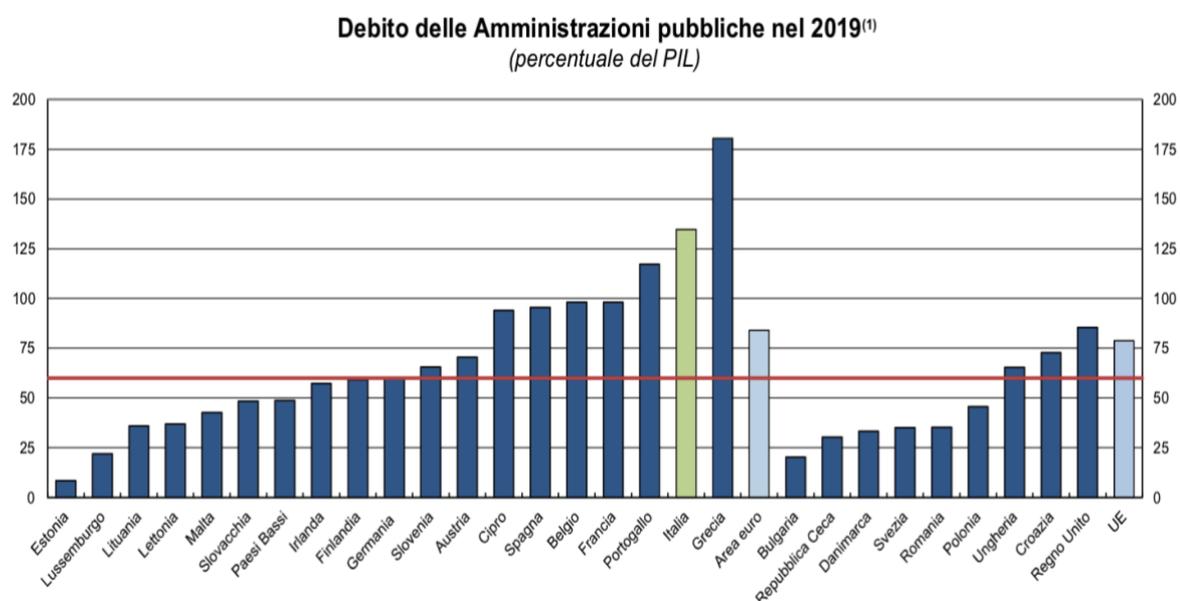


Grafico 10: “Debito in % del Pil delle amministrazioni pubbliche UE nel 2019”

Fonte: ([https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica-ue/2020-finanza-pubblica-ue/statistiche\\_FPE\\_04122020.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica-ue/2020-finanza-pubblica-ue/statistiche_FPE_04122020.pdf)) 2020

Come enunciato nel primo capitolo, gli Stati membri UE sono tenuti a rispettare i ben noti limiti del 3% (Deficit/Pil) e 60% (Debito/Pil) fissati dal Patto di stabilità e crescita (PSC): nel caso ciò non venga fatto, si avvia la cosiddetta Procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) con le annesse azioni correttive; prendendo in considerazione tali valori, è possibile osservare dal grafico a barre sovrastante come al 2019 ben undici paesi su ventisette dell’UE presentino un valore del rapporto Debito/Pil superiore alla soglia comunitaria del 60%.

In prima posizione si trova la Grecia, con un valore pari al 175%: fu proprio la nazione ellenica quella ad essere colpita più duramente dalla crisi del debito sovrano del 2011, con i propri titoli

che finirono per essere declassati come *junk bonds* e lo spread rispetto al Bund tedesco che raggiunse livelli astronomici.

Solamente grazie ad un duro piano di austerità e consistenti aiuti economici da parte dell'UE la Grecia è riuscita a scampare il *default*, pur pagando ancora oggi il caro prezzo di una crisi sanguinosa.

Sul secondo gradino del podio vi è l'Italia, con un rapporto Debito Pil del 135% circa al 2019; seguono poi Portogallo (118%), Belgio (98,6%), Francia (98,1%) e Spagna (95,5%) e così via. La Germania invece, riconosciuta come nazione guida sul panorama comunitario riguardo la stabilità dei conti pubblici, registra un rapporto Debito/Pil che sfiora il 60%, perfettamente in linea con il parametro di Maastricht.

Nel complesso, il rapporto Debito/Pil medio per i 27 paesi UE è passato dal 79,6% di fine 2018 al 77,8% dell'anno seguente, mentre per i 19 paesi dell'Eurozona è passato dal 85,8% al 84,1% (Fonte: Eurostat)

Nel primo trimestre del 2020, a causa dei primi effetti della pandemia da COVID-19, quest'ultimo dato è tornato a crescere, raggiungendo l'86,3%.

Il balzo definitivo recente si è osservato nel secondo trimestre dello scorso anno, con il debito dell'eurozona che ha raggiunto il 95,1% in rapporto al Pil.

Fra il 2000 ed il 2008 quest'ultimo dato è risultato stabilmente intorno al 60%, tuttavia con lo scoppio della crisi finanziaria globale è aumentato repentinamente raggiungendo il 73% nel 2009; il picco è stato invece raggiunto nel 2014, quando si è raggiunta quota 84%.

Se si vuole osservare il trend recente, fra il 2018 ed il 2019 il rapporto debito/Pil è diminuito per 21 paesi UE su 27 totali, ad eccezione di Francia e Italia che non hanno registrato variazioni; le uniche nazione a registrare aumenti sono state invece Lituania, Lussemburgo, Romania ed Estonia.

Prendendo in considerazione il disavanzo pubblico dei paesi europei, possiamo osservare come il rapporto Deficit Pil complessivo sia passato dal -0,4% nel 2018 al -0,6% del 2019: in quest'anno ben sedici paesi hanno registrato un avanzo di bilancio, (fra questi la Germania (+1,4%)) mentre nove stati riportano disavanzi inferiori al 3% del Pil, fra questi l'Italia con 1,6%.

Proprio quest'ultimo dato rappresenta il minimo storico raggiunto dal nostro paese, principalmente grazie ad un miglioramento complessivo delle entrate sospinto da misure adottate contro l'evasione fiscale e al rilancio del mercato del lavoro.

In base ai dati notificati, nel 2019 non è stato tuttavia rispettato dal nostro paese il parametro per la riduzione del debito, con uno scostamento del 7,4% del Pil.

Come è possibile osservare dalla relazione della Commissione Europea datata 20.05.2020, i numeri registrati nel biennio 2018-2019 sono destinati a cambiare drasticamente a causa

dell'impatto della pandemia in corso, la quale ci ha costretto a dover fronteggiare una dolorosa recessione.

Oltre ad una contrazione stimata del Pil reale del 9,5%, è stato previsto che a fine 2020 il rapporto debito Pil per il nostro paese sarebbe finito per schizzare verso quota 158,9%, con il saldo delle amministrazioni pubbliche che passerà dal -1.6% al -11.1%.

Considerando il programma di stabilità 2020, il disavanzo pubblico italiano secondo la Commissione europea raggiungerà il 10,4% del Pil, ben oltre il 3% del trattato, pur venendo considerato come eccezionale dato il contesto di recessione economica.

Il nostro paese inoltre è attualmente l'unico (fra i principali dell'Unione Europea) a registrare un costo medio del debito al di sopra del tasso di crescita dell'economia, facendo così ben intuire la serietà della difficoltà della nostra finanza pubblica.

Dalle previsioni della Commissione si evince tuttavia come la posizione debitoria dell'Italia nel medio termine risulti ancora sostenibile: si prevede infatti che, nonostante gli effetti della pandemia, la curva del debito pubblico a 10 anni manterrà una traiettoria calante, come si evince dal grafico sottostante.

**Grafico 1: Rapporto debito pubblico/PIL, Italia, % del PIL**

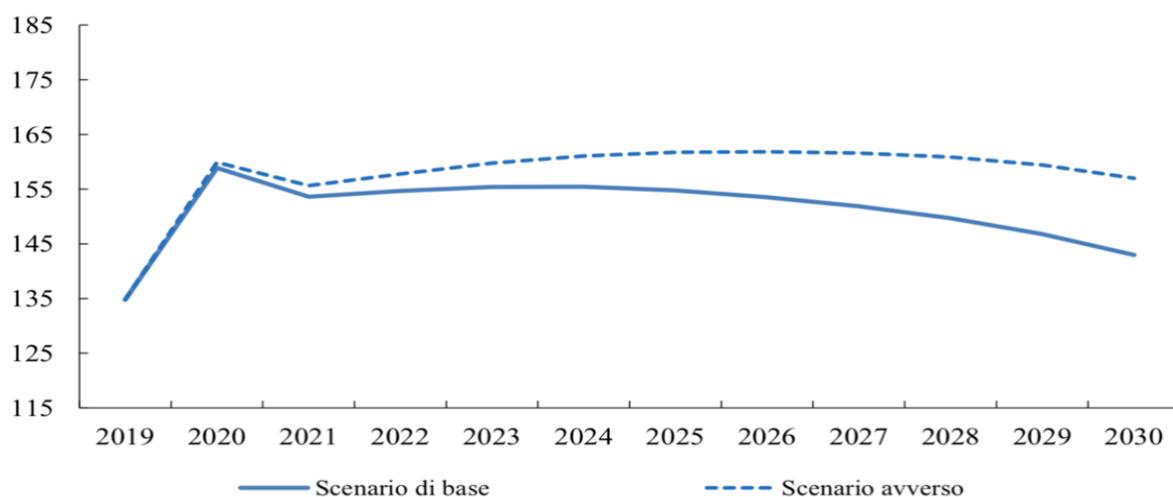


Grafico 11: "Previsione andamento debito pubblico italiano fino al 2030"

Fonte: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2020/IT/COM-2020-535-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF> (20.05.2020)

## 3.2 Trend recenti della finanza pubblica europea

### 3.2.1 L'obiettivo della convergenza dei saldi

Nel decennio passato, la maggioranza dei paesi dell'area euro è stata impegnata in un processo di livellamento dei saldi di bilancio: il disavanzo complessivo è sceso dal picco del 6,2% nel 2010 all'1,1% del 2017 (Fonte: Corte dei conti).

Per comprendere l'impegno su scala comunitaria per raggiungere tale obiettivo basta osservare il deficit di due potenze economiche come USA e Giappone, entrambe con un valore oscillante fra il 4 e il 5%.

Prima dell'avvento della pandemia, il graduale aggiustamento dei conti da parte dei paesi UE è stato spinto prevalentemente da una periodica ripresa dell'economia, un abbattimento della spesa per interessi grazie alla politica monetaria della BCE e dagli sforzi fiscali sostenuti dai singoli Stati.

Il grosso di questo aggiustamento si è osservato fra il 2010 ed il 2013 principalmente grazie all'impulso fiscale, che ha permesso un aumento periodico del Pil di un punto all'anno nell'area Euro. (Fonte: Corte dei conti)

Oltre al miglioramento periodico del saldo di bilancio, fino alla fine dello scorso decennio si è registrata una consistente ripartenza economica, sospinta da un graduale accantonamento di politiche di bilancio restrittive.

Il rapporto debito Pil dell'area euro fino all'avvento della pandemia ha infatti seguito una traiettoria gradualmente decrescente, mentre l'aumento del Pil nominale è stato rallentato da un'inflazione sempre presente.

Oltre a mirare alla convergenza verso i parametri comunitari, ogni nazione europea in base al livello del debito ed alla sua sensibilità alle variazioni del prodotto, stabilisce un Obiettivo di Medio Termine (MTO) proprio, inteso come saldo strutturale da raggiungere in un determinato arco temporale: il saldo obiettivo per i paesi dell'area euro generalmente mira ad avvicinarsi il più possibile al pareggio di bilancio mentre sarà considerata *significativa* una deviazione dal MTO superiore allo 0.5% del Pil in un anno, oppure dello 0.25% in media per due anni consecutivi.

Fra il 2009 e il 2012 nessuna nazione europea è riuscita ad evitare disavanzo di bilancio, passando dai valori del 2-3 % di Germania, Austria e Finlandia fino a deficit superiori al 10% da parte di quei paesi che maggiormente hanno sofferto la crisi, ovvero Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna (i ben noti "PIIGS")

Osservando i valori dei vari paesi membri, risulta chiaro invece come dal 2014 in poi sia iniziato un processo di convergenza comune dei saldi di finanza pubblica, con i paesi maggiormente in difficoltà che sono riusciti a sfoltire il disavanzo e a colmare in parte il gap.

Negli anni della crisi infatti tale forbice risultava alquanto ampia, con paesi come Grecia, Portogallo e Irlanda che registravano disavanzo intorno ai 9 punti del Pil e altri con saldi in avanzo: negli ultimi anni invece, ad eccezione di paesi come Spagna e Francia, la maggior parte dei paesi UE ha registrato saldi primari in avanzo, confermando il trend post crisi di riduzione delle differenze nell'euro-zona.

### 3.2.2 Spesa per interessi e spread

Il principale nemico per il raggiungimento del pareggio di bilancio è la spesa per interessi sul debito: quest'ultima negli ultimi anni si è attestata intorno al 4% del Pil

per paesi come Portogallo e Italia, mentre ha oscillato intorno all'1% per nazioni come Germania e Olanda.

Una spesa per interessi alta comporta un maggiore assorbimento di risorse dal bilancio pubblico, finendo per incidere negativamente sulla tassazione e sui servizi offerti.

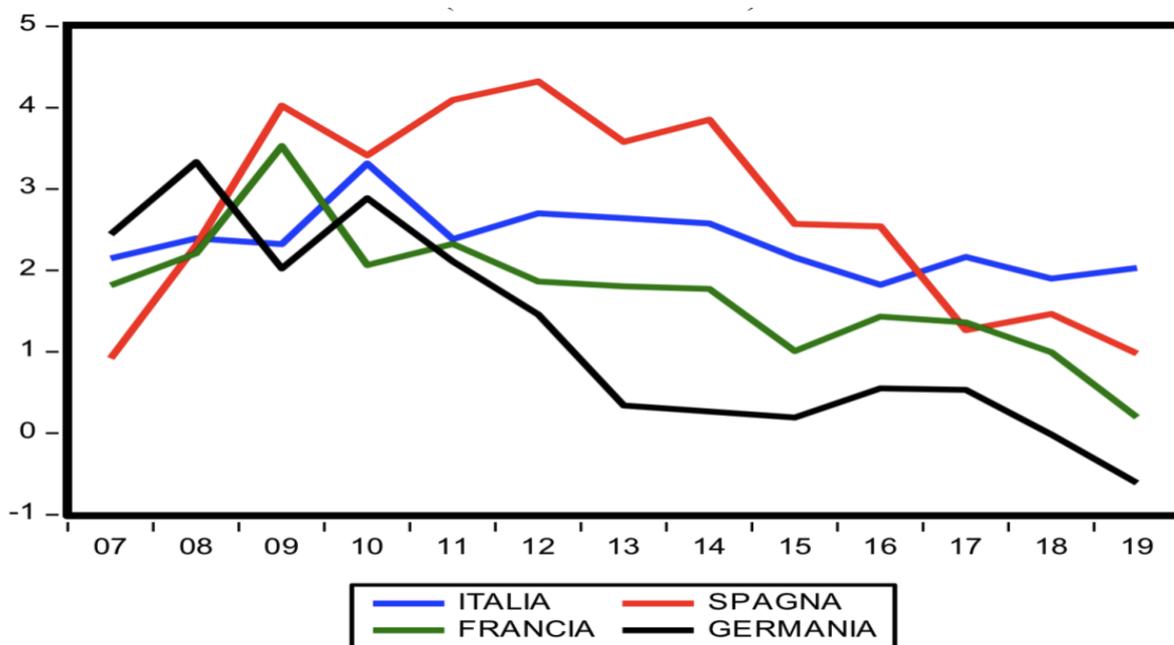


Grafico 12: “Costo medio reale del debito pubblico 2007-2019”

Fonte: Corte dei conti <https://www.corteconti.it/Download?id=1c45c60e-843b-41ff-a41b-17e2e48ac1f1> (2020)

La spesa per interessi dei singoli paesi dell'area Euro è influenzata oltre che dalla dimensione del rapporto debito Pil anche dal differenziale di rendimento dei titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi, il già citato *spread*.

Riguardo il primo fattore determinante, come ben noto l'Italia si trova in una posizione tutt'altro che favorevole, seconda in negativo solo alla Grecia.

Prendendo invece in considerazione il secondo elemento, c'è da dire come il suo impatto si sia manifestato sui saldi di bilancio nazionali solamente dopo la crisi del 2011: prima del suo avvento tutti i paesi dell'eurozona pagavano infatti spread pressoché nulli.

Risulta quindi evidente come per completare la convergenza a livello comunitario verso un saldo in pareggio sia risultato necessario provare ad allineare il costo medio del debito fra i vari paesi: dalla crisi in poi lo spread ha infatti pesato fortemente sui bilanci pubblici europei, costringendo le nazioni più danneggiate da questo parametro a pagare tassi d'interessi elevati, finendo per complicare la convergenza comunitaria.

La seconda recessione del biennio 2012-2013 ha fortemente rallentato il processo di aggiustamento per i paesi dell'eurozona, mentre negli ultimi anni l'allentamento della stretta di bilancio da parte delle autorità europee ha permesso di poter mirare a raggiungere un trade-off ottimale fra sostenibilità delle finanze pubbliche e crescita.

### **3.3 Obiettivi di *compliance* dei singoli stati europei**

Come accennato già in precedenza, gli Stati membri devono necessariamente raggiungere e mantenere il proprio obiettivo budgetario di medio termine (MTO), elaborato in base al livello del debito di una nazione e dalle sfide di sostenibilità di esso (legate anche ai fattori demografici)

L'aggiustamento annuale richiesto ammonta allo 0,5% del Pil come benchmark di riferimento, modulabile tuttavia in base alle circostanze cicliche.

Dalle valutazioni della Commissione europea, si evince come nel 2018 e 2019 ben nove paesi europei (Belgio, Estonia, Spagna, Francia, Ungheria; Polonia, Portogallo, Slovenia e Slovacchia) abbiano deviato significativamente dal MTO (o dai suoi aggiustamenti richiesti) Allo stesso tempo Belgio, Spagna, Grecia, Francia, Italia e Cipro non hanno rispettato il benchmark richiesto sulla riduzione periodica del debito: tenendo in considerazione le straordinarie circostanze pandemiche, la Commissione non ha tuttavia sollecitato il Consiglio ad aprire procedure formali verso questi Stati, istituendo a tal proposito nel Marzo 2020 una clausola "di fuga".

Avendo l'Italia raggiunto incoraggianti obiettivi sotto l'aspetto fiscale nel 2019, la commissione ha ritenuto come non ci fossero segnali evidenti di deviazione dal MTO per il nostro paese, pur non avendo rispettato il benchmark sulla riduzione periodica del debito.

Osservando il rapporto Debito/Pil dei vari stati europei, è possibile notare come gli unici paesi a riportare un valore superiore al 100% sono (oltre alla Grecia) Italia e Portogallo, mentre le sole Finlandia, Olanda e Germania riescono a rispettare il parametro target a livello comunitario del 60%.

Proprio quest'ultima è riconosciuta storicamente per essere sempre riuscita sempre a raggiungere e superare i propri obiettivi di finanza pubblica, riportando il rapporto debito/Pil al di sotto dei livelli pre-crisi addirittura prima del previsto e riuscendo durante tale periodo addirittura a mettere in programma un avanzo nominale di mezzo punto del Pil.

Osservando i documenti di programmazione economica dal 2007 in poi, risulta evidente invece come le traiettorie delle variabili di finanza pubblica di Italia, Francia e Spagna abbiano seguito invece percorsi simili: per queste tre nazioni difficilmente si è riuscito a raggiungere gli obiettivi prospettici sui saldi di bilancio, finendo spesso e volentieri per correggere il tiro.

Pur partendo da livelli ben diversi, per tutte e tre si è osservata un'evoluzione speculare del rapporto debito/Pil nel periodo post crisi, con la condivisa necessità periodica di rimandare avanti nel tempo il raggiungimento dei propri obiettivi.

È risultato infatti molto più complicato il raggiungimento della “*compliance*” di breve termine, mentre nelle previsioni a medio-lungo è stato possibile inserire obiettivi di bilancio più ambiziosi.

Specularmente all'Italia, la Francia, secondo il Programma di Stabilità del 2012, avrebbe dovuto agguantare il pareggio di bilancio nel 2016: ciò non si è verificato in quanto il saldo registrato in quell'anno è stato del 3.4% del Pil, riuscendo a scendere sotto il limite del 3% solo nel 2017.

Come riportato dalla Commissione, lo scorso anno la Francia non ha soddisfatto le regole sulla riduzione del debito, mantenendo il suo rapporto con il Pil invariato, principalmente a causa di misure fiscali che hanno decretato un aumento del deficit.

Prendendo in considerazione la Spagna, quest'ultima ha cominciato a porsi l'obiettivo del pareggio di bilancio solamente dalla programmazione del 2015, tenendo in considerazione che in quell'anno registrava ancora un deficit al 5% circa del prodotto, contro la previsione dell'1% di tre anni prima.

Specularmente alla Francia, la Spagna nel 2020 non ha soddisfatto i criteri comunitari sulla riduzione del debito, con una riduzione del rapporto con il Pil giudicata insufficiente rispetto ai target 2019 del Consiglio.

Soffermandoci sulla Grecia, (la quale è soggetta ad un trattamento differenziato rispetto alle altre nazioni UE) pur registrando il peggior rapporto debito Pil d'Europa, lo scorso anno è riuscita a soddisfare i propri target fiscali esclusivi richiesti dal Consiglio al 2019, avendo registrato un surplus primario pari al 3,5%.

Osservando questi dati nell'insieme, risulta evidente come nonostante la Commissione abbia seguito un'ottica più flessibile, concedendo maggiore discrezionalità ai singoli stati membri, la convergenza comunitaria resti un obiettivo complicato, ancor più con lo scoppio recente della pandemia.

### **3.4 Un caso particolare oltre-oceano: il Giappone**

Per completare la visione d'insieme sugli indicatori di finanza pubblica su scala comunitaria e mondiale occorre fare riferimento ad un caso particolare per quanto riguarda livello e sostenibilità del debito, ovvero quello del Giappone.

Il rapporto debito/Pil nipponico si attesta oggi come il più grande su scala mondiale per distacco: con l'esplosione di un'imponente bolla immobiliare, nei primi anni 90' il Giappone

si trovò a fronteggiare un contesto di scarsa crescita economica, con alta propensione al risparmio e deficit di bilancio intorno al 5%.

Da questa crisi ha inizio un processo di crescita esponenziale del rapporto debito Pil, passando dal 60% al 250% in soli 20 anni.

Ancora oggi, seppur a ritmi più contenuti, la crescita del debito giapponese risulta imperterrita, prevalentemente a causa di un'alta spesa pensionistica dovuta alle caratteristiche demografiche del paese: secondo le previsioni del Fondo Monetario Internazionale (che tengono ovviamente conto del contesto pandemico) alla fine del 2020 tale rapporto sarebbe stato destinato a toccare quota 268%.

Nonostante l'insieme di condizioni e previsioni poco incoraggianti, la fiducia riguardo la tenuta del debito pubblico giapponese e della sua sostenibilità è rimasta solida nel corso degli anni: il perché di questa circostanza inaspettata risiede in primis nel valore dei tassi d'interesse sui titoli, costantemente bassi nel tempo e addirittura negativi nel 2019.

A differenza dell'Italia, il debito è quasi integralmente detenuto da banche, fondi pensione, assicurazioni e risparmiatori locali, con la banca del Giappone detentrica di quasi la metà dei titoli del DP.

Gli investitori esteri coprono solamente il 10% circa dell'ammontare dei titoli in circolazione, rendendo così il debito immune alla speculazione straniera.

I detentori di esso sono inoltre poco inclini alla rivendita sul secondario, finendo così per rendere gli scambi poco voluminosi e a prezzi decisamente stabili.

Questa stabilità complessiva, pur comportando tassi di redditività bassissimi per il sistema bancario, ha permesso al debito pubblico più grande del Mondo di non destare eccessiva preoccupazione riguardo la propria sostenibilità.

## **Conclusione**

Per concludere, dall'insieme delle analisi e valutazioni svolte finora, risulta evidente come la gestione del debito pubblico per il nostro Paese (e non solo) rappresenti una sfida tanto importante quanto difficile.

Un modesto livello del debito rappresenta infatti un impulso necessario alla vita finanziaria di uno Stato; allo stesso tempo se questo raggiunge quote troppo elevate può trasformarsi in un vero e proprio nemico interno.

La necessità primaria risulterà sempre e comunque quella di mantenere il rapporto di fiducia fra i risparmiatori e lo Stato, cercando di scacciare in ogni modo le preoccupazioni riguardo la capacità di quest'ultimo di onorare le proprie passività, finendo così per innescare pericolose crisi sistemiche.

Non essendoci un livello predefinito del rapporto debito/Pil in grado di compromettere la stabilità finanziaria, trovare il giusto equilibrio risulterà alquanto difficile e ciò dipenderà prevalentemente dal contesto e dal momento storico.

L'aumento fuori controllo del debito dovrà certamente essere contrastato mettendo in atto le misure analizzate in precedenza, scongiurando così l'innescò di una spirale negativa capace di frenare lo sviluppo economico del paese.

Allo stesso tempo tuttavia risulta chiaro come l'applicazione di queste misure presenti un forte costo politico, in quanto ognuna comporta una serie di sacrifici da sostenere con inevitabili malcontenti popolari.

Essendo l'accumulo di debito inevitabile, l'obiettivo sarà quello di trovare le politiche più adatte a favorire una buona crescita economica accompagnata da un aumento dell'avanzo primario.

Come affermato da Mario Draghi al Meeting di Rimini nell'estate 2020: *“il debito sarà sostenibile, cioè continuerà ad esser comprato, se utilizzato a fini produttivi, ovvero quello che percepiamo come “debito buono”; la sua sostenibilità verrà meno se utilizzato per fini improduttivi, se sarà cioè considerato “debito cattivo”.*

## Bibliografia

### Capitolo 1

“*Il debito pubblico in Italia 1861-1987*” Ministero del Tesoro – Direzione Generale del Debito Pubblico (1988)

[http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/presentazioni\\_studi\\_relazioni/20\\_12\\_1999\\_Relazione-del-Direttore-G.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/20_12_1999_Relazione-del-Direttore-G.pdf)

“*Note sul Debito Pubblico italiano*” dal 1885 al 2001 di Roberto Artoni

<https://www.finanzaonline.com/forum/attachments/messaggi-archiviati-fol/1128761d1253366214-debito-pubblico-usa-12100-miliardi-paura-default-debito-pubblico.pdf>

“*Quando nel 1926 congelarono i BOT*” di Paolo Glisenti

<https://www.bpp.it/Apulia/html/archivio/1983/I/art/R83I006.html>

“*Il debito pubblico italiano cento anni dopo*” di Canullo e Pettenati

<https://ojs.uniroma1.it/index.php/monetaacredito/article/view/9698/9584>

“*3 indicatori economici a confronto, dal 1861*” di Stefano Olivari 06/2020

<https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-3%20indicatori%20economici%20a%20confronto%20dal%201861.pdf>

“*Debito pubblico: come, quando e perché è esploso in Italia*”

di Enrico Marro 10/2018

<https://www.ilsole24ore.com/art/debito-pubblico-come-quando-e-perche-e-esploso-italia-AEMRbSRG>

“*Debito pubblico e pressione fiscale*” di L. Spaventa

<https://ojs.uniroma1.it/index.php/monetaacredito/article/download/11175/11048>

“*Debito pubblico e sostenibilità della politica fiscale in Italia*”

di Piergallini e Postigliola 06/2019

[https://www.researchgate.net/profile/Michele\\_Postigliola/publication/333644766\\_DEBITO\\_PUBBLICO\\_E\\_SOSTENIBILITA\\_DELLA\\_POLITICA\\_FISCALE\\_IN\\_ITALIA/links/5cf91c0792851c874c518c96/DEBITO-PUBBLICO-E-SOSTENIBILITA-DELLA-POLITICA-FISCALE-IN-ITALIA.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Michele_Postigliola/publication/333644766_DEBITO_PUBBLICO_E_SOSTENIBILITA_DELLA_POLITICA_FISCALE_IN_ITALIA/links/5cf91c0792851c874c518c96/DEBITO-PUBBLICO-E-SOSTENIBILITA-DELLA-POLITICA-FISCALE-IN-ITALIA.pdf)

“*Il debito pubblico italiano 1971-2005 nell'apprezzamento economico-aziendale*”

di Canziani Camodeca 12/2006

<https://www.unibs.it/sites/default/files/ricerca/allegati/Paper59.pdf>

“*Quando le pensioni generose aumentano il debito*” di Carlo Favero 11/2018

<https://www.lavoce.info/archives/56225/riforme-delle-pensioni-come-cartina-di-tornasole-del-rapporto-debito-pil/>

“*The criteria of the Maastricht Treaty, Europe and the euro: public debt in Italy and growth.*”

di Schilirò Daniele 01/2002

[https://mpira.ub.uni-muenchen.de/36333/1/MPRA\\_paper\\_36333.pdf](https://mpira.ub.uni-muenchen.de/36333/1/MPRA_paper_36333.pdf)

“*Debito pubblico*” di A.Pandimiglio

<http://www.ch.unich.it/~pandimiglio/documenti/debito%20pubblico.pdf>

*“Growth and public debt. The Italian economy and the crisis”*

di Daniele Schilirò 11/2014

[https://mpra.ub.uni-muenchen.de/86701/1/MPRA\\_paper\\_86701.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/86701/1/MPRA_paper_86701.pdf)

## Capitolo 2

N. Gregory Mankiw & Mark P. Taylor

*“Macroeconomia”*, Sesta edizione italiana, Zanichelli 2015

*“Il debito pubblico italiano dall’Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica”*

di Maura Francese e Angelo Pace 10/2008

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2008-0031/QEF\\_31.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2008-0031/QEF_31.pdf)

*“Rapporto sul debito pubblico 2019”* – MEF

[http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/presentazioni\\_studi\\_relazioni/Rapporto\\_sul\\_Debito\\_Pubblico\\_2019.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Rapporto_sul_Debito_Pubblico_2019.pdf)

*“Chi ha in mano il debito pubblico italiano: l’evoluzione in 30 anni”*

di F. Bini e R. Ricciardi 05/2018

[https://www.repubblica.it/economia/2018/05/29/news/chi\\_detiene\\_il\\_debito\\_pubblico\\_italiano\\_30\\_anni\\_di\\_cambiamenti-197562983/](https://www.repubblica.it/economia/2018/05/29/news/chi_detiene_il_debito_pubblico_italiano_30_anni_di_cambiamenti-197562983/)

*“Relevant Factors Influencing Public Debt Developments in Italy”* – MEF, 2020

[http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/analisi\\_programmazione/documenti\\_programmatici/ITA\\_Relevant\\_Factors\\_May\\_2020\\_FIN\\_PUB.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/analisi_programmazione/documenti_programmatici/ITA_Relevant_Factors_May_2020_FIN_PUB.pdf)

*“Notifica dell’indebitamento netto e del debito delle amministrazioni pubbliche secondo il Trattato di Maastricht”* – ISTAT, 2019

[https://www.istat.it/it/files//2019/04/Notifica\\_23\\_04\\_2019.pdf](https://www.istat.it/it/files//2019/04/Notifica_23_04_2019.pdf)

*“Aste in titoli di Stato e altre operazioni per conto del Tesoro”* - Banca d’Italia

<https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/index.html>

*“Finanza pubblica: fabbisogno e debito”* – Banca d’Italia, 2020

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2021-finanza-pubblica/statistiche\\_FPI\\_20210115.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2021-finanza-pubblica/statistiche_FPI_20210115.pdf)

*“Are government bonds net wealth? Journal of Political Economy 82(6): 1095-1117”* di R.J Barro 1974

[https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3451399/Barro\\_AreGovernment.pdf](https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3451399/Barro_AreGovernment.pdf)

*“Si può ridurre il debito pubblico aumentando il deficit?”* di OsservatorioCPI 2018

[https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-3.Pachidermi\\_Pappagalli\\_OssCPI\\_Tortuga.pdf](https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-3.Pachidermi_Pappagalli_OssCPI_Tortuga.pdf)

*“Capire il Debito Pubblico per riuscire a sostenerlo: elementi di rischio e opzioni possibili”* di Gianluca Cafiso 2020

[https://osservatoriocoesionesociale.eu/wp-content/uploads/2020/03/CAFISO-formattato-vt\\_revAZPG.pdf](https://osservatoriocoesionesociale.eu/wp-content/uploads/2020/03/CAFISO-formattato-vt_revAZPG.pdf)

*“Il debito pubblico in Italia: perché è un problema e come se ne esce”* Confindustria 2019

[https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-Rivista\\_di\\_politica\\_economica\\_Introduzione\\_n1\\_2019\\_Confindustria\(1\).pdf](https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-Rivista_di_politica_economica_Introduzione_n1_2019_Confindustria(1).pdf)

### Capitolo 3

“Statistiche di finanza pubblica” Eurostat 04/2020

[https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Government\\_finance\\_statistics/it&oldid=503730#Debito\\_pubblico](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Government_finance_statistics/it&oldid=503730#Debito_pubblico)  
<https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/pdfscache/15743.pdf>

“Relazione della Commissione Europea” 05/2020

<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2020/IT/COM-2020-535-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>

“Rapporto sul coordinamento della finanza pubblica” Corte dei conti, 2018

<https://www.corteconti.it/Download?id=a03a694c-301a-4494-8dec-26728227398f>

“Rapporto sul coordinamento della finanza pubblica” Corte dei conti 2020

<https://www.corteconti.it/Download?id=1c45c60e-843b-41ff-a41b-17e2e48ac1f1>

“European Fiscal Board, Annual report” 09/2020

[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/efb\\_annual\\_report\\_2020\\_en\\_1.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/efb_annual_report_2020_en_1.pdf)  
<https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/11129607/2-22072020-AP-EN.pdf/ab6cd4ff-ec57-d984-e85a-41a351df1ffd?t=1595358019000>

“Il paradosso del Giappone: debito enorme, rischi minimi”

di Marcello Minenna 12/2018

<https://www.ilsole24ore.com/art/il-paradosso-giappone-debito-enorme-rischi-minimi-AE02ll4G>

### Sitografia

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

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

[ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)

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

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

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