

LUISS



Dipartimento
di Scienze Politiche

Cattedra in Politica Economica

**La Gestione del Debito Pubblico in Italia e
in Germania: un'analisi comparativa**

Prof. Paolo Garonna

Relatore

Iacopo Caimi (Matr. 088342)

Candidato

Anno Accademico 2020/2021

Sommario

Introduzione	4
Il debito pubblico e i suoi costi	7
Breve storia del debito pubblico italiano.....	8
Il debito tedesco a confronto: dalla riunificazione a oggi	13
Limiti Costituzionali all’indebitamento	17
I vincoli europei alle finanze pubbliche e i loro effetti: da Maastricht alla pandemia	17
L’equilibrio di bilancio in Italia: l’articolo 81 della Costituzione e la sua attuazione	19
Germania: “freno” all’indebitamento e vincoli costituzionali	23
L’emissione del debito pubblico e la sua composizione	28
Il Dipartimento del Tesoro e Banca d’Italia.....	28
La Finanzagentur.....	31
La composizione dei due debiti a confronto: effetti e conseguenze	35
Applicazione del modello tedesco all’Italia	40
Cause sistemiche dell’indebitamento pubblico italiano	40
Applicazione del modello.....	41
Effetti positivi della riforma.....	46
Summary – “Public debt management in Italy and Germany: a comparative analysis.”.....	55
Bibliografia.....	61

Introduzione

La governance del debito pubblico è sempre stata un argomento delicato nell'ambito della politica italiana. Sin dalla sentenza della Corte Costituzionale n. 1/1966, con la quale non si riteneva incostituzionale, in quanto in contrasto con l'articolo 81 Cost. *“la possibilità di ricorrere nei confronti della copertura di spese future all'emissione di prestiti e via enumerando...”*,¹ l'Italia ha accumulato ogni anno, quasi costantemente, deficit sempre maggiori che hanno contribuito alla creazione di un gigantesco stock di debito pubblico, arrivato a livelli record con la pandemia, livelli simili a quelli del periodo della Seconda Guerra Mondiale.² A partire dalla firma del Trattato di Maastricht nel 1992, si è avvertita la necessità sempre più stringente di porre un freno e razionalizzare l'emissione di debito pubblico, ricorrendo a tagli della spesa pubblica e maggiore tassazione ma mai intervenendo seriamente sui meccanismi che regolano l'emissione e la gestione dei titoli di stato, se non per apportare ammodernamenti strettamente necessari. Il decreto legislativo che regola l'emissione, la gestione ed il collocamento dei titoli di stato, il d.lgs. 30 dicembre 2003, n. 396 ha ormai quasi un ventennio di vita, così come il DPR 30 dicembre 2003, n.397, che costituisce insieme al decreto legislativo 396/2003 il “Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico” (Ministero dell'Economia e delle Finanze). Inoltre, gli unici aggiornamenti alla normativa in materia sono avvenuti tramite provvedimenti amministrativi, spesso nella forma di decreti ministeriali del MEF, lasciando invariate le norme primarie. Anche sul fronte della spesa pubblica e dei limiti all'indebitamento gli interventi, per quanto effettuati a livello anche costituzionale come nel 2012, non sono stati risolutivi, permettendo allo stock di debito pubblico di continuare a crescere senza un vero freno. Sebbene un aumento del deficit sia del tutto giustificabile date le condizioni estreme presentatesi con la pandemia da Coronavirus che ha impattato tutto il mondo, con effetti devastanti sia in termini di vite umane perse che in termini di conseguenze negative sull'economia, i livelli attuali di indebitamento presentano al paese una sfida che non può più essere ignorata e un problema la cui soluzione, o quantomeno la ricerca di una soluzione, non può più essere rinviata. Se al momento il costo del debito è “calmierato” dai massicci acquisti di titoli di stato da parte della BCE, attraverso il sistema delle Banche centrali europee, sul mercato secondario, è prevedibile in futuro un graduale rientro di queste misure monetarie non convenzionali, considerata anche la ripresa dell'inflazione

¹ Sentenza della Corte Costituzionale n. 1/1966. <<https://www.cortecostituzionale.it/actionSchedaPronuncia.do?anno=1966&numero=1>>

² ANSA, 2021. <https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2021/08/16/nuovo-record-del-debito-a-giugno-2.6962-miliardi_6835ffa8-b42a-4e36-9538-6f119601c3c7.html>

che ha toccato nel 2021 in Europa il 2,1%. Inoltre, i vincoli sovranazionali che il paese è tenuto a rispettare, nello specifico il Trattato di Maastricht e il Patto di Stabilità e Crescita, impongono un calo continuo del debito pubblico e il rientro (graduale) in parametri ben definiti, che anche in presenza di una revisione del PSC rimarranno e dovranno essere rispettati, non corrispondendo sicuramente agli attuali livelli di indebitamento italiani.

In Germania, a partire dalla fine degli anni '90, si è presentato un problema analogo, sebbene a causa degli alti costi dell'unificazione con la Germania Est che avevano imposto un pesante tributo alle finanze pubbliche di Berlino. La soluzione scelta, dapprima con l'istituzione di una Agenzia delle Finanze che gestisse l'emissione e la gestione dei titoli di stato in piena indipendenza dal Ministero delle Finanze e successivamente, appena dopo la crisi finanziaria del 2008, con l'introduzione di un forte limite all'indebitamento su modello svizzero, non a caso denominato "freno" all'indebitamento, ha permesso il ritorno a livelli di deficit sostenibili e una costante diminuzione dello stock di debito pubblico, raggiungendo e scendendo sotto il livello del rapporto debito/PIL del 60% prescritto dal Trattato di Maastricht nel 2019. Aldilà delle posizioni di natura squisitamente politica sui livelli ottimali di spesa pubblica, la via intrapresa dalla Germania si può considerare sostanzialmente un successo, avendo non solo garantito un forte calo del debito pubblico tedesco e portato i tassi di interesse sui titoli di stato a livelli minimi storici, ma anche non avendo avuto ricadute sulla crescita economica del paese, la quale si è mantenuta sostanzialmente stabile fino al 2020, anno in cui è esplosa la pandemia da Covid-19.

Questo elaborato si propone di effettuare una analisi comparativa della governance del debito pubblico in Italia ed in Germania, mettendone in risalto gli aspetti principali e le differenze che intercorrono tra i due modelli. Nel primo capitolo si procederà ad una breve disamina dei fondamenti teorici che spiegano i principali concetti e dinamiche del debito pubblico, illustrando poi in chiave storica come i debiti pubblici di Italia e Germania si sono evoluti nel tempo, con un accento sugli effetti della crisi pandemica; nel secondo capitolo si illustrano i vincoli europei e costituzionali all'indebitamento ed al bilancio, facendo espressamente riferimento alla Costituzione italiana ed alla Legge Fondamentale della Repubblica Federale tedesca, nonché ai vari trattati e regolamenti che vincolano i due stati; il terzo capitolo analizza le tipologie di strumenti sfruttati dai due paesi per raccogliere risorse sui mercati finanziari, le istituzioni che gestiscono, regolano e collocano i titoli di stato dei due paesi e analizza le strategie seguite dagli stessi nella scelta del portafoglio ottimale di titoli da emettere, fornendo inoltre una comparazione tra la struttura dei debiti pubblici di Italia e Germania; infine, il quarto capitolo propone una applicazione del modello

tedesco all'Italia, tenuto conto delle differenze con la Germania e dei problemi pregressi in termini di controllo della spesa pubblica italiana, esaminando le possibili modalità con cui introdurre all'interno dell'ordinamento queste innovazioni e i possibili benefici che l'implementazione di una riforma simile a quella tedesca potrebbe portare al Paese.

Il debito pubblico e i suoi costi

Per parlare di governance del debito pubblico è necessario anzitutto definire da cosa esso sia costituito e spiegarlo a livello matematico per inquadrarne le dinamiche di base. Secondo la definizione adottata dall'Unione Europea nel Regolamento (UE) 2009/479 e successive modifiche, che richiama il Sistema Europeo dei Conti (SEC2010), si dice debito pubblico “... *il valore nominale di tutte le passività finanziarie lorde afferenti al settore delle Amministrazioni Pubbliche e consolidate tra le unità appartenenti allo stesso settore*”. In queste passività sono inclusi i biglietti, le monete, i depositi, i titoli diversi da azioni e i prestiti, ma vengono tenuti fuori i titoli derivati in quanto per essi non si può osservare un valore nominale simile a quello degli altri titoli di debito.³ Per Amministrazioni Pubbliche si intendono invece le unità istituzionali che producono beni e servizi non destinati al commercio, cioè forniti a titolo gratuito ovvero a prezzo non di mercato, finanziate da imposte, nonché le unità istituzionali adibite alle funzioni di redistribuzione della ricchezza e del reddito (Stiglitz, Rosengard, 2019). In Italia sono suddivise nelle tre categorie delle Amministrazioni centrali (come i ministeri e le agenzie indipendenti), Amministrazioni locali (principalmente Regioni, enti locali e università) ed Enti nazionali di previdenza e assistenza (INPS, INAIL e vari fondi di previdenza e casse previdenziali). L'elenco delle Amministrazioni Pubbliche è gestito e aggiornato ogni anno dall'ISTAT, sulla base delle norme classificatorie di cui al SEC2010.

In termini matematici, l'equazione di evoluzione del debito pubblico in rapporto al PIL è:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + i) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{D_t}{Y_t}$$

dove i è il tasso di interesse nominale medio sui titoli del debito pubblico (dato dalla somma di tasso di interesse reale r e inflazione π), B_t è lo stock di debito al tempo t , D_t il deficit primario al tempo t e Y_t il PIL al medesimo tempo (A. Bénassy-Quéré, B. Coeuré, P. Jacquet, J. Pisani-Ferry, 2019). Detti il deficit primario in rapporto al PIL d_t e detto il rapporto debito/PIL b_t , n il tasso di crescita nominale del PIL (dato dalla somma di tasso di crescita reale g e inflazione π) e assumendo costanti i tassi i e n , si può riscrivere l'equazione precedente come:

$$b_t = \frac{(1 + i)}{(1 + n)} b_{t-1} + d_t$$

³ Reg. 2009/479/UE e successive modifiche e integrazioni, considerando 5. <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32009R0479>>

Il primo termine dell'equazione indica il cosiddetto effetto “palla di neve” (*snowball effect* o SBE) e considera la formazione di nuovo debito in rapporto al PIL non determinata dalla politica fiscale del governo, calcolata invece dal secondo termine della somma, d_t . Per far sì che il debito pubblico sia stabile, cioè che la variazione di b_t sia uguale a 0, è necessario quindi che:

$$\frac{(1 + i)}{(1 + n)} b_{t-1} = - d_t$$

Dal momento che i governi non possono controllare il termine di sinistra dell'equazione, essi al fine di stabilizzare il debito pubblico devono agire sul saldo di bilancio primario, generando un avanzo. Nel caso in cui il tasso di crescita nominale n del Pil sia inferiore al tasso di interesse nominale i , al fine di stabilizzare il debito dovrà essere conseguito un avanzo di bilancio tanto maggiore quanto grande è la differenza tra i due tassi (l'effetto palla di neve, appunto, che porta il debito ad autoalimentarsi anche in assenza di nuovo deficit come nel caso italiano, in cui per molti anni a bassi tassi di crescita o a recessioni si sono abbinati tassi di interesse medi sul debito più alti, situazione a cui si è cercato di far fronte con un corposo avanzo primario che non sempre è stato sufficiente). Viceversa, nel caso in cui il tasso di crescita nominale del PIL sia superiore al tasso di interesse nominale medio i , il debito può essere stabilizzato anche in presenza di un deficit, in quanto lo *snowball effect* agirebbe in senso inverso diminuendo progressivamente lo stock di debito pubblico, almeno fintanto che il deficit non sia superiore alla diminuzione di debito indotta dalla differenza tra tasso di crescita nominale del PIL e tassi di interesse nominali medi sui titoli del debito pubblico (*Ibidem*).

Breve storia del debito pubblico italiano

Alla fine della Seconda Guerra Mondiale, nell'esercizio finanziario 1945-1946, in Italia il livello in percentuale del debito pubblico rapportato al PIL scendeva al 33%, con un crollo di 53 punti percentuali rispetto a sei anni prima, crollando ulteriormente al 21% del PIL nel corso del successivo anno e stabilizzandosi poi intorno ad un livello di circa il 30% nell'esercizio 1949-1950, con la spesa per gli interessi sul debito ammontante al 5,8% della spesa effettiva totale dell'esercizio di competenza. Nel 1950 vi fu una prima emissione di buoni novennali per convertire i vecchi Buoni Poliennali in Buoni Ordinari del Tesoro (di seguito BOT), permettendo di dare un notevole grado di stabilità alla massa dei titoli del debito pubblico italiano in circolazione. Questa forte riduzione del debito e la sua stabilizzazione, nonché le manovre di conversione in BOT dei vecchi titoli ormai in scadenza, sono da inquadrarsi nell'ambito della politica economica

estremamente prudente dei primi cinque anni del dopoguerra, la quale puntava a mantenere un tendenziale equilibrio tra indebitamento e spesa in conto capitale, rendendo così piuttosto rigido il rapporto debito/PIL (MEF). La gestione tradizionale del debito, la quale privilegiava gli strumenti a medio-lungo termine, riservando agli strumenti al breve il compito di coprire eventuali esigenze di tesoreria, era entrata in crisi ormai in tutta Europa. In Italia, Einaudi aveva aperto, nel suo noto Manuale di Scienza delle Finanze, all'uso dei BOT come debito provvisorio del quale "alla fine dell'anno più non resterà traccia", riconoscendo l'esistenza di una vasta platea di banche e investitori attratti da questi strumenti. Offrendo rilevanti vantaggi in termini di costo per lo Stato e di ridotti pericoli di instabilità, i BOT divennero rapidamente lo strumento privilegiato dal Tesoro per recuperare liquidità sui mercati (*Ibidem*).

I decenni successivi, fino alla fine della Prima Repubblica, riguardo all'andamento del debito pubblico, possono essere divisi in tre grandi fasi: una prima fase fino al 1963 di sviluppo stabile ma controllato, una fase di transizione tra il 1963 e il 1973, periodo in cui venne meno l'equilibrio di finanza pubblica, e infine un periodo di esplosione del debito pubblico dal 1974 fino al 1992-94, un ventennio che vide un radicale aumento dello stock di debito italiano ed un mutamento della struttura del debito stesso. Il primo periodo vide un calo complessivo del ricorso alla base monetaria per il finanziamento della spesa pubblica in deficit, parallelamente ad un aumento dei titoli di stato con scadenza superiore all'anno in mano alla Banca d'Italia allora sotto la direzione del Governatore Donato Menichella, al quale succederà nel 1960 Guido Carli. La quota del debito del Tesoro in mano a Palazzo Koch nel 1963, nonostante una forte risalita, ammontava ancora al 15% del totale. Per contro, la quasi totalità dei BOT, che in quegli anni si ridussero al 21% del totale delle passività statali, era detenuto dalle aziende di credito, le quali ne possedevano oltre il 90% nel 1960-61 (*Ibidem*).

Nel 1963, con la disoccupazione al minimo storico e l'inflazione che toccava l'8% a fine anno, contemporaneamente ad un disavanzo nella bilancia dei pagamenti pari a circa l'1,5% del PIL, si determinava una fuga di capitali verso l'estero che si accresceva ulteriormente a causa delle voci su una futura svalutazione della lira, ritenuta ormai vicina e i cui effetti, dunque, si trovava a scontare l'economia italiana. La programmazione economica frammentaria (a poco valse l'istituzione del CIPE), unitamente ad una politica di bilancio poco prudente, determinò un progressivo ampliarsi della spesa in deficit (Piero Craveri, 2016, p. 108 ss.). Nel decennio compreso tra il 1960 e il 1970 il debito pubblico crebbe di circa cinque punti percentuali, a fronte di una impennata di 11 punti tra il 1971 e il 1973. Se nel decennio precedente l'incremento del debito era

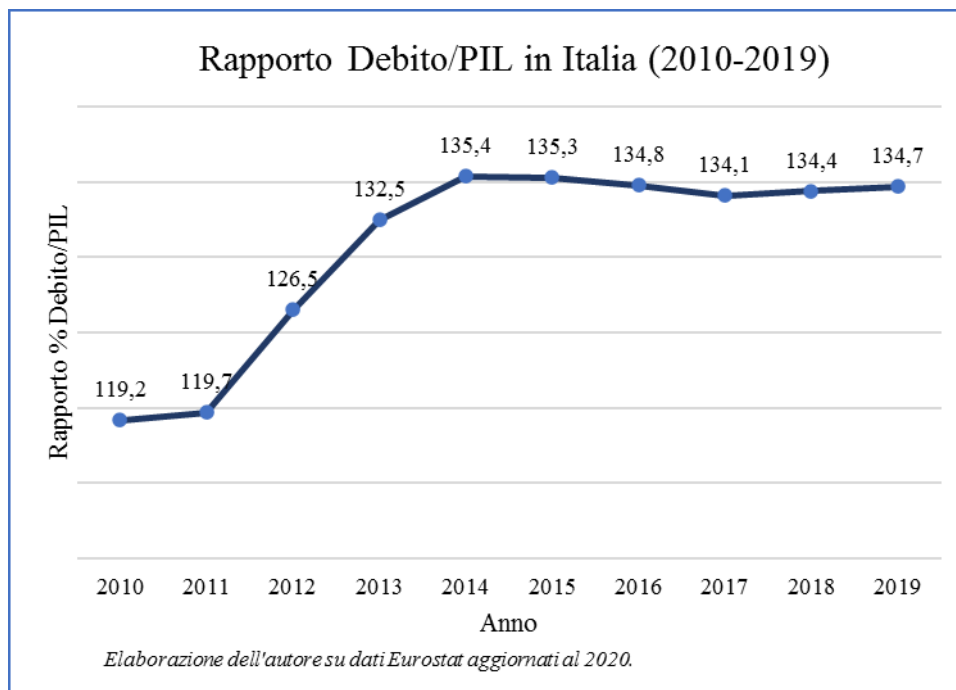
riconducibile principalmente a spese in conto capitale, dal 1971 il debito ebbe il suo primo scossone dovuto al “deficit finanziario”, il saldo di parte corrente al netto degli interessi. Ulteriore fattore di instabilità fu determinato dal progressivo spostamento, iniziato proprio negli anni '70, del possesso dei titoli del debito pubblico italiani dalle famiglie alle aziende di credito. Questo fu dovuto soprattutto all'inflazione, che spinse le famiglie a orientare le proprie scelte finanziarie verso forme di impiego più liquide come i depositi bancari. Nello stesso periodo, la Banca d'Italia abbandonò la politica di sostegno dei titoli a reddito fisso, che portò i tassi di interesse interni ad allinearsi a quelli esteri su livelli più elevati. Ultima conseguenza sulla composizione del debito di questi fenomeni, fu la riduzione della quota dei titoli a medio termine sul totale dei titoli di Stato, ridotti al 14% nel 1973 (MEF 1988).

La crisi petrolifera del '73, unitamente al crollo del sistema di Bretton Woods a partire dal 1971, provocò un netto peggioramento dei conti con l'estero ed una esplosione dell'inflazione non contenibile nel breve periodo. L'alta inflazione e il mancato ammodernamento del sistema produttivo italiano pesarono enormemente sull'economia italiana, già penalizzata dalla stagnazione degli investimenti. Dal 1971, inoltre, le uscite correnti avevano superato le entrate correnti del settore pubblico, fattore che contribuì a creare una serie di deficit che si autoalimentavano. La riforma tributaria del 1972 non incise significativamente sull'entità delle entrate statali, andando piuttosto ad aggravare la situazione e nel solo 1975, l'indebitamento netto della PA accrebbe la propria incidenza sul PIL dal 7% all'11,5%. Tra il 1981, anno del Divorzio tra Tesoro e Banca d'Italia che ebbe forti ripercussioni sul finanziamento in deficit della spesa pubblica, essendo terminata con esso la politica di monetizzazione di parte del deficit pubblico inaugurata da Guido Carli, e il 1987 il debito pubblico italiano si accrebbe, in rapporto al Prodotto Interno Lordo, di 40 punti percentuali (*Ibidem*), arrivando al 98% alla fine degli anni '80 e superando la soglia del 100% già nel 1991 (G. Di Gaspare, 2017, p.197). L'eliminazione dell'obbligo per Banca d'Italia di fungere da prestatore di ultima istanza, essendo prima la Banca centrale vincolata ad acquistare i titoli di stato rimasti invenduti alla fine delle aste, ebbe ripercussioni sui rendimenti reali dei titoli del debito pubblico (ovvero i rendimenti al netto dell'inflazione), che salirono vertiginosamente, portando la spesa per interessi in rapporto al PIL a toccare un livello medio del 9% tra il 1982 e il 1994, poco più di cinque punti percentuali sopra la media europea nello stesso periodo. Il dato diventa ancora più rilevante se si considera la spesa totale in rapporto al PIL al netto degli interessi, che arrivò al 43,3%, al di sotto della media europea (D. Moro, 2019, pp. 194-196). Il Divorzio inoltre portò a termine il passaggio ad un modello di gestione di mercato del collocamento dei titoli del debito pubblico, iniziato già nel 1975, quando con una riforma delle modalità di emissione e

collocamento dei BOT si mise in concorrenza con gli altri operatori di mercato Banca d'Italia, la quale aveva precedentemente l'unico ruolo di acquirente residuale. Questa riforma, unitamente alla forte inflazione che aveva reso diffidenti gli investitori nei confronti dei titoli a lungo termine, ebbe anche la conseguenza di rendere il BOT la forma caratterizzante del debito pubblico italiano.

La conseguenza immediata di questo cambiamento fu il crollo della vita media del debito pubblico, scesa a soli 9 mesi nel 1981 e ripresa a crescere dall'anno successivo (MEF 1988). Negli anni immediatamente successivi al divorzio furono anche messe in atto politiche monetarie e sui tassi di cambio della lira fortemente restrittive, al fine di combattere l'inflazione. Il conseguente processo di disinflazione vide gli aumenti dei prezzi crollare dal +21,2% del 1980 al +5,9% del 1986 ed ebbe forti ripercussioni sulla finanza pubblica, contribuendo a generare una parte consistente del debito pubblico accumulatosi progressivamente in quegli anni. Le politiche di disinflazione, infatti, videro il sistema produttivo, in particolare manifatturiero, rispondere con aumenti di produttività e riduzione della forza lavoro, licenziando circa un milione di lavoratori a fronte di una produttività aumentata del 25% circa (De Nardis, Micossi, 1991). Il sostegno ai disoccupati e ai processi di ristrutturazione dell'industria fu realizzato con sussidi e misure di sostegno come la Cassa Integrazione Guadagni (CIG), andando a pesare sui conti dello Stato ma ottenendo almeno in parte gli obiettivi indicati (*Ibidem*), come la lotta all'inflazione che si può dire, a posteriori, riuscita essendo negli anni successivi al 1986 rimasta sempre sotto al 7% annuo e poi scesa dopo l'introduzione della moneta unica a livelli ancora inferiori (D. Moro, 2019, pp. 194-196). Con la fine della Prima Repubblica e gli albori dell'Eurozona, a partire dal Trattato di Maastricht del 1992, sembrava che i nuovi vincoli esterni alla politica di bilancio italiana potessero contenere la costante espansione del debito pubblico. Le riforme varate dai governi che si succedettero a partire dal governo Amato I (28 giugno 1992 – 22 aprile 1993), l'ultimo in cui si poteva ancora ravvisare lo schema pentapartitico degli anni precedenti, furono propedeutiche a permettere l'entrata dell'Italia nell'euro (P. Craveri, 2016, pp. 472 ss.) e permisero di dare avvio ad una lenta decrescita del debito pubblico che si è protratta fino alla crisi del 2008, anno in cui ha ripreso a lievitare, specialmente durante la crisi dei debiti sovrani del 2011-2012, fino a stabilizzarsi negli anni successivi intorno al livello di rapporto debito/PIL pari al 134-135%, livello mantenuto fino alla pandemia da Covid-19.⁴

⁴ Dati Eurostat aggiornati al 2020. <<https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>>



La crisi pandemica ha inciso profondamente sulla finanza pubblica degli stati europei, evidenziando la necessità di fare ricorso a un massiccio indebitamento per coprire le mancate entrate tributarie ed extratributarie, dovute alle chiusure delle attività rese necessarie per contrastare la diffusione del virus, al fine di sostenere l'economia ed evitare crisi sociali dall'impatto prevedibilmente devastante. L'Italia, paese con uno stock di debito pubblico mantenutosi in costante crescita nel corso della sua storia repubblicana, poteva vantare a fine 2019 un debito pubblico pari al 134,7% del suo Prodotto Interno Lordo, con un aumento in termini assoluti di 28.899 milioni di euro rispetto al 2018, dato di gran lunga inferiore a quello dell'anno precedente, pari ad un incremento in termini assoluti di 51.389 milioni di euro, nonché inferiore per la prima volta all'indebitamento netto calcolato con criteri di competenza economica, ammontante a 29.301 milioni di euro, un risultato sempre mancato negli anni precedenti (MEF, 2020).

I dati reali si sono rivelati leggermente migliori rispetto alle previsioni di fine 2020, con la decrescita del Prodotto Interno Lordo (reale) che si è fermata a quota -8,9% e il rapporto debito/PIL salito al 155,8%.⁵ Per l'anno corrente è prevista, all'interno del Documento di Economia e Finanza presentato alla Commissione europea il 15 aprile 2021, una crescita del 4,1% del PIL seguita da una crescita del 4,3% nell'anno successivo.⁶ La stessa Commissione ha poi rivisto le stime di crescita per l'Italia, nell'ambito dell'aggiornamento delle stime analoghe sull'insieme dei paesi UE, portando al 5% l'incremento del PIL per quest'anno (Commissione Europea, 2021). Sul fronte del

⁵ MEF, 2021, DEF 2021. <<https://www.mef.gov.it/documenti-pubblicazioni/doc-finanza-pubblica/index.html>>

⁶ Dati al netto dell'effetto dell'impiego dei fondi del NGEU.

deficit, il DEF stima per il 2021 un ulteriore indebitamento pari all'11,8% del PIL al fine di sostenere l'economia in ripresa e di contrastare gli ultimi strascichi della pandemia, portando così il debito pubblico a sfiorare la quota dei 160 punti percentuali di Prodotto Interno Lordo (159,8%). La stima del livello di indebitamento previsto dal DEF è stata inoltre confermata anche dal Governatore della Banca d'Italia nelle sue Considerazioni finali sul 2020 (Banca d'Italia, 2021). Dati questi livelli di indebitamento molto elevati, molti si sono interrogati sulla sostenibilità del debito pubblico italiano, che al momento è garantita dagli ingenti acquisti di titoli di stato, sul mercato secondario, da parte della BCE grazie al c.d. PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), avviato con la decisione 2020/440 della BCE del 24 marzo 2020 (BCE, 2020). Il forte abbassamento dei tassi di interesse, in alcuni casi scesi in negativo, generato da questa misura emergenziale ha permesso anche ad un paese con un alto stock di debito pubblico come l'Italia di fronteggiare le conseguenze economiche della crisi pandemica finanziando le necessarie politiche fiscali espansive in deficit (grazie anche alla sospensione del Patto di Stabilità e Crescita). Allo stato dell'arte, la spesa per interessi sul debito pubblico è addirittura diminuita nel 2020 rispetto al 2019, scendendo da 50,8 miliardi a 48,0 miliardi di euro secondo i dati forniti dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio (UPB). Seppur aumentata in valore assoluto tra il 2020 e il 2021 a causa della pandemia, la spesa per interessi potrà beneficiare ancora a lungo dei bassi tassi praticati dalla BCE, grazie alla vita media dei titoli intorno ai sette anni (Banca d'Italia, 2021), permettendo l'impostazione di politiche di rientro che ne evitino l'esplosione nel momento in cui Francoforte ritornerà gradualmente ad applicare tassi di interesse in linea con quelli pre-pandemia o addirittura precrisi dei debiti sovrani.

Il debito tedesco a confronto: dalla riunificazione a oggi

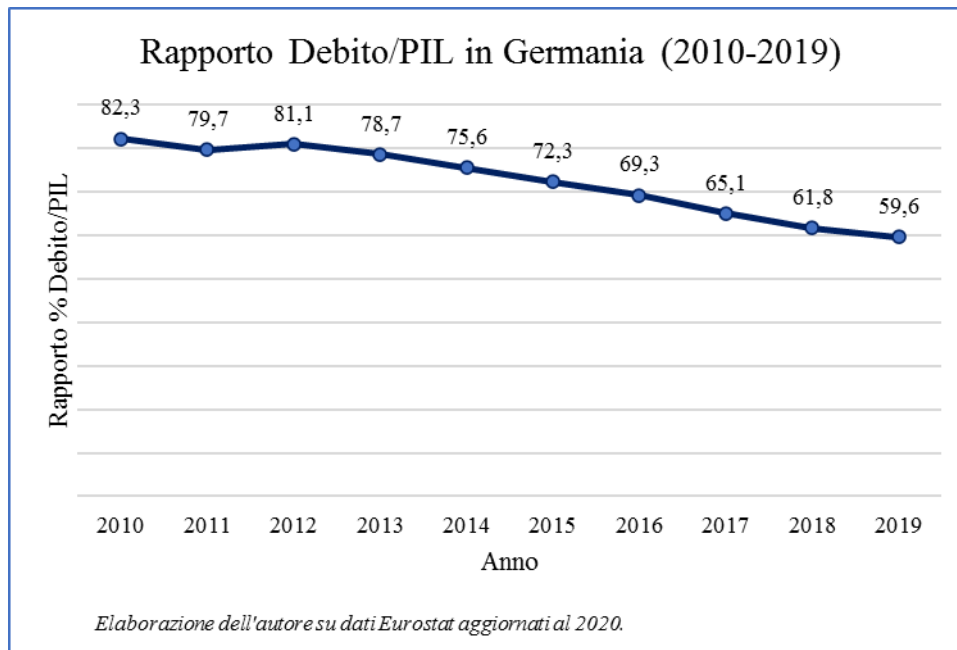
Dalla sua ricostituzione, dopo la parcellizzazione nelle zone di occupazione alleate a seguito della Seconda Guerra Mondiale, la Repubblica Federale di Germania ha sempre avuto un basso livello del debito pubblico, rimasto dal 1950 fino al grande shock del 1973 intorno ad un livello del 20%, salendo dopo la crisi petrolifera intorno solo al 40%, quota raggiunta alla metà degli anni '80 e mantenuta fino al 1990 (J. Hamker, 2012). La riunificazione della Germania ha comportato, per la Repubblica Federale, ingenti costi per le finanze pubbliche tedesche. Un problema che è stato affrontato con una serie di riforme istituzionali che hanno cambiato radicalmente la governance del debito pubblico tedesco, portando ad un sistema virtuoso di controllo del deficit e di rientro del debito pubblico nei parametri fissati da Maastricht.

Tra il 1990 e il 2000, il rapporto debito/PIL tedesco è aumentato di circa 20 punti percentuali (*Ibidem*), generando nella classe politica tedesca la consapevolezza della necessità di riformare il sistema di emissione e gestione dei titoli di stato. Sulla base del rapporto “*Outsourcing of the Federal Public Debt Management*” preparato dalla società di consulenza Andersen Consulting per il Ministero delle Finanze tedesco, allora guidato dal Ministro Hans Eichel del SPD, fu creata una compagnia pubblica, ma operativamente indipendente sia dal Ministero delle Finanze che dalla Bundesbank, la *Finanzagentur*, la quale assunse progressivamente, fino al 2006, anno del completamento della riforma, tutte le competenze relative alla gestione ed emissione dei titoli di stato tedeschi (C. Trampusch, 2015). Una riforma successiva, nel 2009, introdusse un ulteriore elemento di controllo per le finanze pubbliche del governo federale e dei Lander, noto come freno all’indebitamento, il quale vincola la possibilità di ricorrere al deficit per coprire le spese ad un tetto massimo, unitamente ad un pacchetto di norme che assicura il sostanziale rispetto delle nuove regole (J. Hamker, 2012). Gli effetti sullo stock di debito pubblico e sui saldi di bilancio pubblici tedeschi di queste due riforme sono stati evidenti.

Tra il 2010 e il 2019, il rapporto debito/PIL della Germania, così come definito dal Trattato di Maastricht e dal Patto di Stabilità e Crescita, è sceso da un livello del 82,3% al 59,6% registrato nell’anno precedente la pandemia da Covid-19, al di sotto della soglia del 60% prevista dai Trattati.⁷ Questa forte discesa non è unicamente dovuta alla crescita del PIL tedesco nel citato periodo, ma è anzitutto spiegata dai saldi di bilancio pubblico positivi che si sono registrati a partire dal 2012, con il 2019 che si è chiuso con un attivo per le finanze pubbliche tedesche di 52,47 miliardi di euro (corrispondente all’1,5% del PIL). Inoltre, grazie anche alla strategia *market-oriented* adottata dalla *Finanzagentur* sin dalla sua creazione, i tassi di interesse sui titoli di stato tedeschi a lungo termine sono calati stabilmente, scendendo sotto all’1% a partire dall’agosto 2014 e diventando negativi a inizio 2019, un fattore che ha ulteriormente abbattuto i costi del debito contribuendo ai saldi di bilancio pubblico positivi.⁸ I *policy maker* di Berlino sono riusciti a innescare un circolo virtuoso di controllo della spesa pubblica che ha posto il paese in una posizione di netto vantaggio al momento dell’impatto della pandemia sull’Europa, con l’ondata di restrizioni e chiusure che ha imposto un pesante dazio alle economie del Vecchio Continente.

⁷ Dati Eurostat aggiornati al 2020. Cit. 4.

⁸ Dati BCE. <https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=229.IRS.M.DE.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z>



L'Articolo 115 della Legge Fondamentale tedesca, che norma il freno all'indebitamento, prevede esplicitamente eccezioni in caso di eventi come l'emergenza sanitaria. La sua sospensione, unitamente al basso livello di indebitamento del paese, ha dato la possibilità di stabilizzare l'economia con ampi interventi facendo ricorso ad una politica fiscale espansiva a livello federale nonché a livello dei Lander. Ad esempio, il 27 marzo 2020 un indebitamento pari al 4,5% del PIL tedesco è stato autorizzato al fine di incrementare il budget del Ministero della Sanità e di sostenere le imprese e le aziende in difficoltà attraverso un programma di prestiti pubblici. A questo intervento massiccio ha fatto seguito in giugno un secondo pacchetto di misure a supporto dell'economia, finanziato con ulteriori 130 miliardi di indebitamento (Z. Dessona, L. Lambertz, J.W. Peters, M. Falkenbach, L. Kauer, 2020). L'ampio ricorso al finanziamento in deficit delle misure di contrasto alla crisi economica, resosi necessario dato il crollo delle entrate avutosi nel 2020, è stato largamente accettato in Germania anche grazie alla permanenza in negativo dei tassi di interesse sui titoli a lungo termine tedeschi, in media del -0,22% (*Bundesfinanzministerium, 2020*). A confronto, l'Italia ha potuto beneficiare anch'essa di tassi di interesse su titoli analoghi molto bassi, grazie al PEPP, ma comunque ampiamente positivi con un livello del 1,3%, oltre un punto e mezzo percentuale superiori a quelli tedeschi. Nel *Draft Budgetary Plan* del novembre 2020, il Ministero delle Finanze tedesco ha previsto dunque un rapporto debito/PIL a fine anno pari al 71,0%, il quale dovrebbe scendere già dal 2021 grazie alla ripresa post-Covid, con una crescita stimata al 4,4% che dovrebbe portare a una, seppur minima, riduzione dell'ammontare complessivo dell'indebitamento dello 0,75% del PIL (*Bundesfinanzministerium, 2020*).

Anche escludendo il periodo emergenziale dovuto alla pandemia, i dati dimostrano che la governance del debito tedesca funziona meglio di quanto non faccia la corrispettiva italiana. A partire dalle basi su cui è stata costruita l'attuale architettura istituzionale di gestione del debito pubblico, considerato il basso livello di indebitamento che ha generalmente mantenuto dal 1950 ad oggi (con riferimento alla sola Germania Ovest per il periodo antecedente al 1990) a fronte di un quasi costante accumularsi di deficit in Italia, il sistema tedesco si è rivelato in grado di fronteggiare una possibile espansione incontrollata del debito e di mantenere un alto livello di fiducia da parte dei mercati anche durante eventi come la crisi dei debiti sovrani (nel 2011 il tasso di interesse medio sui titoli a lungo termine tedeschi corrispondeva al 2,6% rispetto al 5,4% italiano), succeduta alla crisi finanziaria del 2008 che pure aveva visto un forte incremento dello stock di debito pubblico germanico. Il già citato livello medio dei tassi di interesse su titoli a lungo termine, calcolato su base annuale, offre una buona prospettiva della diversa performance di Italia e Germania nella gestione dei loro deficit e debiti pubblici. Dal punto di vista istituzionale, inoltre, l'esternalizzazione dell'amministrazione del debito presso una società a responsabilità limitata, seppur completamente in mano pubblica, ha consentito la transizione verso un modello di gestione dei titoli maggiormente rispondente al mercato e pertanto più efficace.

Limiti Costituzionali all'indebitamento

I vincoli europei alle finanze pubbliche e i loro effetti: da Maastricht alla pandemia

Con l'entrata in vigore del Patto di Stabilità e Crescita (di seguito PSC), accordo raggiunto nel 1997 dagli Stati parti del Trattato di Maastricht per dare concreta attuazione ai limiti di deficit e debito pubblico previsti dallo stesso, si è vincolata radicalmente la politica di bilancio nazionale, la quale si deve mantenere entro stretti limiti, seppur sono ammesse deroghe, al fine di mantenere stabile la moneta unica. Il Trattato stabilisce in principio dei valori di riferimento, pari al 3% per l'indebitamento netto della PA sul PIL e al 60% per il livello del rapporto debito/PIL. Questi due valori, che divengono target per la politica economica degli stati membri, erano stati calcolati in modo da soddisfare la cosiddetta *golden rule*, che ammette il ricorso all'indebitamento per il solo finanziamento degli investimenti pubblici, e in modo da mantenere stabili gli stock di debito pubblico degli stati. Infatti, è verificabile che in presenza di un tasso di crescita nominale del PIL pari al 5% (inflazione del 2% e tasso di crescita reale del PIL del 3%), valore medio intorno al quale si attestava la crescita del PIL dei paesi della futura Eurozona ai tempi della firma di Maastricht, il rapporto debito/PIL si mantiene costante ad un livello del 60% se e solo se il rapporto deficit/PIL è pari al 3% (A. Bénassy-Quéré, B. Coeuré, P. Jacquet, J. Pisani-Ferry, 2019, pp. 214-216).

Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) ha istituito un complesso meccanismo di controllo sulla politica economica degli Stati membri che si articola su due "componenti", una cosiddetta preventiva ed una componente repressiva. Il Patto obbliga gli stati a presentare annualmente un programma di finanza pubblica su base triennale, detto programma di stabilità, il quale è sottoposto al controllo della Commissione Europea e all'approvazione da parte del Consiglio dei Ministri delle Finanze. Questo programma deve individuare un percorso, in termini di politiche di bilancio e finanza pubblica, tendente al raggiungimento dell'Obiettivo di Medio Termine (di seguito OMT), il quale corrisponde ad un preciso saldo del conto consolidato delle Pubbliche Amministrazioni, individuato per ciascuno stato membro sulla base dei criteri stabiliti dal PSC. Questo insieme di obblighi per lo stato membro costituisce il braccio preventivo del PSC, il quale è dotato anche di un meccanismo di repressione delle violazioni da parte di uno stato membro. Escluso il caso di una temporanea sospensione del PSC (come accaduto durante la pandemia da Covid-19) ovvero il superamento del limite del 3% del rapporto deficit/PIL in modo "eccezionale e temporaneo", in caso di violazioni del suddetto limite l'Unione Europea può avviare, su raccomandazione della

Commissione Europea, una procedura per deficit eccessivo nei confronti dello stato reo della violazione, la quale prevede l'imposizione di un preciso calendario al trasgressore per la correzione del deficit pubblico, in mancanza del rispetto del quale si può arrivare fino alla commina di sanzioni pecuniarie (*Ibidem*).

La crisi finanziaria del 2008 ha però reso evidenti le lacune del PSC, rendendo necessaria l'introduzione di nuove regole nel 2011 per garantire il rispetto (l'enforcement) delle regole previste dal Patto stesso, il cosiddetto Six-Pack, seguite nel 2012 dal *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the EMU* (TSCG), trattato contenente il c.d. Fiscal Compact, e nel 2013 dal Two Pack, che ha ultimato l'architettura di sorveglianza multilaterale europea sui bilanci e sulle politiche economiche statali, istituendo un calendario per coordinarle e stabilendo regole di bilancio comuni. Inoltre, nel 2010 è stata introdotto il c.d. "semestre europeo", una procedura nella quale, a scadenze predefinite nei primi sei mesi di ciascun anno solare, gli obiettivi programmatici di finanza pubblica e le politiche che i governi intendono attuare sono trasmessi alla Commissione UE per una valutazione anteriore all'attuazione dei bilanci a livello statale, che usualmente avviene a partire dalla seconda metà dell'anno.

Le principali innovazioni delle regole introdotte nel 2011 sono il rafforzamento della sorveglianza di bilancio, la possibilità di comminare agli stati che deviano dall'OMT sanzioni anticipate e, la novità forse più rilevante, l'obbligo di ridurre la quota di debito eccedente il parametro del 60% di rapporto debito/PIL, fissato dal Trattato di Maastricht, di un ventesimo ogni anno. Dunque, un paese che abbia ipoteticamente un rapporto deficit/PIL pari al 150%, dovrà ridurre di ogni anno questo rapporto del 4,5%. Il TSCG invece riprende la normativa del Six-Pack e la rafforza su due direttrici: un obbligo di introdurre nella legislazione nazionale, a livello costituzionale o equivalente un vincolo di bilancio, che preveda un limite per il deficit strutturale pari al 0,5% del Prodotto Interno Lordo, e l'estensione, in sede di Consiglio dei Ministri delle Finanze, della regola della maggioranza qualificata inversa per quanto riguarda la votazione delle sanzioni contro uno stato sotto procedura per debito eccessivo. Le regole del Two-Pack sono state indirizzate unicamente agli Stati dell'Eurozona (dunque anche all'Italia) e prevedono un rafforzamento ulteriore della sorveglianza di bilancio su detti stati (*Ibidem*).

Il 23 marzo 2020, la Commissione ha attivato la "*general escape clause*", innovazione introdotta dal Six-Pack, sospendendo i vincoli del Patto di Stabilità e Crescita al fine di garantire sufficiente spazio di bilancio agli stati membri per fronteggiare le conseguenze della pandemia da

coronavirus (Consiglio Europeo, 2020). Inoltre, la recessione indotta dalla necessità di operare chiusure su base locale delle attività produttive e, successivamente, veri e propri *lockdown* a livello nazionale per fronteggiare la rapida crescita dei casi di Covid-19 ed evitare il collasso dei sistemi sanitari dei paesi membri, ha influito pesantemente sulle stime della Commissione dell'output potenziale, strumentali alla determinazione degli OMT per ciascun paese e alla definizione della eventuale flessibilità accordata agli stessi nelle politiche fiscali (Heimberger, 2020). Vi è infatti forte correlazione tra la perdita di output potenziale e la perdita di output reale, entrambe variabili tenute in considerazione nel calcolo del deficit strutturale (altro indicatore cruciale per gli stati membri una volta che sarà revocata la sospensione del PSC). La Commissione europea ha anche preso atto che l'intera architettura del Patto di Stabilità e Crescita si basa su variabili, come l'output potenziale, difficilmente osservabili e sottoposte a frequente revisione, rendendo di fatto impossibile una guida stabile della politica economica a livello europeo. Inoltre, nella determinazione dei futuri parametri su cui si baserà la valutazione delle politiche di bilancio statali da parte dell'Unione Europea, dovrà tenere anche conto degli effetti dell'isteresi, in quanto alcuni effetti della crisi attuale persisteranno nelle economie europee oltre la fine dell'emergenza sanitaria (*Ibidem*). Data questa situazione, una revisione delle regole stabilite dal PSC e successive modifiche sembra necessaria, onde evitare che il ripristino dei vincoli ponga gli stati membri di fronte alla scelta tra una procedura per deficit eccessivo o la rinuncia agli ampi spazi di bilancio che saranno necessari almeno sino al 2023 per far fronte alle conseguenze economiche della pandemia.

L'equilibrio di bilancio in Italia: l'articolo 81 della Costituzione e la sua attuazione

Durante la crisi dei debiti sovrani del 2011 divenne evidente che i principi alla base della finanza pubblica italiana non erano più sufficienti ad assicurare un adeguato contenimento del debito e la sua sostenibilità in situazioni estremamente negative come quella seguita alla crisi finanziaria del 2008. La vecchia formulazione dell'articolo 81 infatti non recava alcuna norma che imponesse al governo limiti costituzionali all'indebitamento, se si eccettuano quelli introdotti nell'ordinamento attraverso l'articolo 11 e derivanti da fonti esterne all'ordinamento stesso, né imponeva il pareggio o l'equilibrio di bilancio.⁹ Il debito pubblico nel solo 2012 sarebbe infatti salito di quasi sette punti percentuali, raggiungendo quota 126,5% nel rapporto con il PIL.¹⁰ Il

⁹ Il testo dell'articolo 81 Costituzione antecedente alla riforma del 2012 recava unicamente le norme riguardanti il bilancio dello stato, la copertura finanziaria dei provvedimenti legislativi e l'esercizio provvisorio.

¹⁰ Dati Eurostat aggiornati al 2020.
<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10DD_EDPT1_custom_1166191/default/table?lang=en>

governo procedette allora ad una revisione costituzionale, de facto recependo quanto stabilito dal Fiscal Compact, con la legge costituzionale 20 aprile 2012, n.1 e dando poi attuazione alle nuove norme costituzionali con la legge 243/2012, approvata in scadenza di legislatura (Ibdrido, Lupo, 2017).

Il rivisto articolo 81 della Costituzione, primo e secondo comma, recita: “*Lo Stato assicura l’equilibrio tra le entrate e le spese del proprio bilancio, tenendo conto delle fasi avverse e delle fasi favorevoli del ciclo economico. Il ricorso all’indebitamento è consentito solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, al verificarsi di eventi eccezionali.*”, continuando poi al sesto comma: “*Il contenuto della legge di bilancio, le norme fondamentali e i criteri volti ad assicurare l’equilibrio tra le entrate e le spese dei bilanci e la sostenibilità del debito del complesso delle pubbliche amministrazioni sono stabiliti con legge approvata a maggioranza assoluta dei componenti di ciascuna Camera, nel rispetto dei principi definiti con legge costituzionale.*”¹¹

Il nuovo articolo 81 introduce quindi all’interno della Costituzione due principi, quello dell’equilibrio di bilancio e il vincolo all’indebitamento, i quali sono strettamente connessi tra loro. L’equilibrio, e non il pareggio, è richiamato anche all’articolo 97, che al primo comma recita: “*Le pubbliche amministrazioni, in coerenza con l’ordinamento dell’Unione Europea, assicurano l’equilibrio dei bilanci e la sostenibilità del debito pubblico*”. La legge attuativa dell’articolo (l. 243/2012), indica ulteriormente come l’equilibrio di bilancio corrisponda all’OMT, così come individuato sulla base dei criteri europei già illustrati (Centro Studi Camera dei Deputati), nel caso dell’Italia rappresentato da un forte avanzo primario. La base teorica di questo principio è rappresentata dal Teorema dell’equivalenza ricardiana tra imposte attuali e imposte future, secondo il quale la scelta del finanziamento della spesa pubblica con debito o attraverso la fiscalità ordinaria non influenza il livello della domanda aggregata (A. Bénassy-Quéré, B. Coeuré, P. Jacquet, J. Pisani-Ferry, 2019, pp. 190-194). Applicato al caso europeo, ciò significa che un disavanzo di bilancio presente porterebbe ad un aumento delle imposte future per rimborsare i debiti contratti, portando ad un aumento del risparmio presente e dunque una contrazione della domanda aggregata. Viceversa, garantendo il rispetto del pareggio di bilancio, cambierebbero le aspettative degli investitori (e delle istituzioni europee, fattore significativo nei giudizi sulla sostenibilità dei titoli del debito pubblico nell’Eurozona), portando ad una riduzione dei tassi di interesse e liberando risorse per investimenti in conto capitale che garantiscano una crescita dell’economia (*Ibidem*). L’inserimento di questa norma rappresenta quindi l’adempimento a quanto previsto da una delle

¹¹ I criteri di cui al sesto comma dell’articolo 81 della Costituzione sono indicati all’articolo 5 della legge costituzionale 20 aprile 2012, n. 1.

direttive del “Six Pack”, con il quale gli Stati Membri sono stati vincolati, tra le altre cose, a recepire il principio del pareggio di bilancio, in Italia declinato come equilibrio, all’interno del loro ordinamento, non necessariamente a livello costituzionale. Come detto, l’equilibrio di bilancio è stato riferito al concetto di equilibrio di bilancio strutturale delle pubbliche amministrazioni così come definito dalla normativa europea, cioè di equilibrio di bilancio determinato al netto delle componenti derivanti dal ciclo economico e al netto delle componenti one-off o temporanee. Inoltre, questo equilibrio è definito ex ante, cioè in fase di programmazione economico-finanziaria (L. Landi, 2014, pp. 43,60).

Si intende rispettato detto equilibrio se il saldo strutturale, calcolato esclusivamente con la metodologia UE dell’*output gap*, alternativamente risulta: 1) pari all’OMT ovvero si discosta da esso in maniera non significativa; 2) permette il rispetto del c.d. percorso di avvicinamento all’OMT ovvero si discosta da esso in maniera non significativa. Per scostamento significativo si intende uno scostamento pari a mezzo punto percentuale dal saldo strutturale ovvero dello 0,25% in media per due anni consecutivi. Dal 2014 al 2018, in un quadro di sostanziale staticità del debito pubblico, rimasto intorno al 135% del PIL, si sono verificati in Italia, con riguardo a quanto previsto dal principio dell’equilibrio di bilancio così come introdotto nell’ordinamento italiano, due trend: l’avanzo primario è rimasto sostanzialmente stabile, risalendo al 1,6% nel 2019 e recuperando il livello del 2014, a fronte di un saldo di bilancio strutturale in continuo peggioramento, passato dallo 0,9% del 2014 al 2,2% del 2018.¹² Nonostante il peggioramento del saldo di bilancio strutturale dell’Italia, a fronte di una situazione economica in miglioramento almeno fino al 2018, anno in cui la crescita è stata prossima allo zero, la Commissione non ha però ritenuto di avviare procedure per disavanzo eccessivo nei confronti del paese.

Con la riforma del 2012 è entrato nell’ordinamento italiano, a livello costituzionale, anche un esplicito vincolo all’indebitamento, che subordina la possibilità di finanziare la spesa pubblica in deficit al fine di attuare politiche di sostegno all’economia nell’ambito delle “fasi avverse” del ciclo economico, dunque al fine di porre in essere politiche anticicliche. Ulteriore condizione posta per il ricorso all’indebitamento è l’approvazione a maggioranza assoluta da parte delle due Camere al “verificarsi di eventi eccezionali”, che nell’ambito dell’articolo può essere ricondotto a crisi di natura sia economico-finanziaria, come la crisi del 2008, ovvero di altra natura che presenti forti esternalità negative sull’economia e sull’occupazione. A quest’ultima fattispecie si può senza dubbio ricondurre la crisi pandemica iniziata tra gennaio e febbraio 2020, durante la quale è stato

¹² Assessment del Programma di Stabilità dell’Italia per gli anni dal 2015 al 2019. <[21](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country/italy/fiscal-surveillance-italy_it.></p></div><div data-bbox=)

fatto ampio ricorso ai c.d. scostamenti di bilancio, al fine di autorizzare un maggiore indebitamento (considerata la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita almeno fino al 2022) per sostenere l'economia in una delle fasi più critiche della storia dell'Italia repubblicana (Centro Studi Camera dei Deputati, 2021). Il dettato dell'articolo 81, completato dalla legge attuativa letta in combinato disposto con il Fiscal Compact, sembra dunque porre, a livello formale, forti limiti alla capacità di finanziamento in deficit da parte dello Stato della spesa pubblica. Con questo complesso di norme, infatti, considerato il livello del debito pubblico italiano antecedente alla pandemia, il livello massimo ammesso di indebitamento strutturale sarebbe dello 0,5% del PIL (Ibrido, Lupo, 2017).

Proprio in termini di indebitamento strutturale va inteso il vincolo di cui al secondo comma dell'articolo 81 così come novellato dalla riforma costituzionale del 2012. Solamente lo Stato può agire in funzione anticiclica, nel caso delle due fattispecie indicate dal comma e nel rispetto dei limiti da esso previsti. Essendo tale funzione anticiclica assegnata allo Stato e dunque alle Amministrazioni Centrali, il suo equilibrio di bilancio dovrà necessariamente essere strutturale, a differenza dell'equilibrio di bilancio delle altre due macro-componenti delle Amministrazioni pubbliche, le Amministrazioni locali e gli Enti di Previdenza, per le quali è invece necessario un equilibrio di bilancio nominale (L. Landi, 2014, pp. 60-61). Per quanto riguarda le Regioni, le Province, le Città Metropolitane e i Comuni, è prevista dall'articolo 119 della Costituzione la possibilità di ricorrere all'indebitamento ma solamente per finanziare spesa in conto capitale (investimenti), nel rispetto dell'equilibrio di bilancio e a condizione che contestualmente venga steso un piano di ammortamento. Per quanto riguarda le Regioni, inoltre, il concetto dell'equilibrio dei bilanci degli enti intraregionali è da intendersi come intertemporale: potendo ricorrere all'indebitamento unicamente per finanziare investimenti previa disposizione di un piano di ammortamento, vi saranno anni in cui nella regione alcuni enti saranno in passivo e altri in attivo. La Regione deve coordinare tali enti affinché il complessivo rispetti l'equilibrio di bilancio (*Ibidem*).

A completare l'architettura creata dalla riforma costituzionale è stato creato, con la legge rinforzata 243/2012, ai sensi di quanto previsto dalla stessa legge costituzionale 1/2012, l'Ufficio Parlamentare di Bilancio (di seguito UPB), un organismo indipendente costituito presso il Parlamento con il compito di “*analisi e verifica degli andamenti di finanza pubblica e di valutazione dell'osservanza delle regole di bilancio*”.¹³ L'UPB riprende, con alcune differenze, il modello di *fiscal council* adottato negli Stati Uniti, dove il *Congressional Budget Office* rappresenta

¹³ Legge costituzionale 1/2012, Articolo 5, comma 1 lettera f.

forse il massimo esempio di *fiscal council* su base parlamentare. La peculiarità dell'UPB risiede in primis nel suo vertice, di natura collegiale piuttosto che monocratica, per il quale sono previste procedure rafforzate di nomina o revoca e l'incompatibilità con qualsiasi altro impiego, funzione o incarico per tutta la durata del mandato, analogamente a quanto previsto per i vertici delle Autorità indipendenti (AGCM, Garante della Privacy e altri) (L. Landi, 2015). L'Ufficio è dotato inoltre di ampia autonomia organizzativa, gestionale e finanziaria, adottando regolamenti che definiscano struttura e funzionamento previo assenso dei Presidenti di Camera e Senato. I compiti dell'UPB sono stabiliti dalla legge 243/2012: l'Ufficio effettua analisi e previsioni riguardanti la finanza pubblica, la sua sostenibilità e i suoi andamenti, la situazione macroeconomica, l'impatto dei provvedimenti di maggior rilievo nonché riguardo tutti quei temi o ambiti necessari alle analisi riguardanti quanto elencato. L'UPB ha anche il compito di analizzare e fare stime rispetto all'attivazione del meccanismo correttivo delle deviazioni dall'OMT e gli eventuali scostamenti derivanti dagli eventi eccezionali indicati all'articolo 81 della Costituzione. Il ruolo del *fiscal council* italiano è dunque, coerentemente con la normativa europea che ne ha imposto la creazione, quello di guardiano della finanza pubblica. Se le valutazioni concernenti un provvedimento governativo effettuate dall'Ufficio si discostano significativamente da quelle del Governo, su richiesta di almeno un terzo dei membri della Commissione parlamentare competente per l'ambito di finanza pubblica, l'esecutivo è tenuto a motivare in maniera dettagliata la conferma delle sue previsioni o l'adeguamento del provvedimento alle osservazioni elevate dall'UPB. Questo strumento, di natura parlamentare essendo il Governo responsabile verso le Camere (e dunque i cittadini di cui esse sono espressione) e non verso l'UPB, permette così al *fiscal council* di portare avanti il suo compito in maniera efficace (*Ibidem*).

Germania: “freno” all’indebitamento e vincoli costituzionali

Prima tra gli stati dell'area Euro ad avviare riforme costituzionali volte a rendere più severo il regime di finanza pubblica, la Germania ha introdotto nel 2009 il cosiddetto “freno” all'indebitamento al fine di rendere “difficile per la Germania ricorrere al debito”. Il termine freno è derivato dal divieto imposto di realizzare un indebitamento netto, almeno in linea di principio. Per realizzare la riforma, è stato usato come base l'analogo meccanismo inserito in Costituzione nel 2001 dalla Svizzera. L'obiettivo del freno svizzero consiste nella stabilizzazione (e diminuzione) del debito pubblico elvetico, obiettivo perseguito attraverso il conto di finanziamento, il quale sul lungo periodo non deve presentare deficit. Nel concreto, il freno svizzero ruota sull'articolo 126 della Costituzione, il quale stabilisce che sul lungo termine la Confederazione equilibra le sue

entrate e le sue uscite e impone di compensare un eventuale superamento delle uscite autorizzate negli anni successivi, tenuto conto del ciclo economico. La Svizzera ha registrato con questo strumento ottimi risultati, diminuendo di quasi 14 punti percentuali il debito pubblico tra il 2005 e il 2012. Considerata la sospensione de facto del freno tra il 2003 e il 2006, dovuta ad un calo imprevisto delle entrate, l'esperienza svizzera si può quindi dire un successo. Si è inoltre dimostrata priva di fondamenti l'affermazione secondo la quale l'inserimento di tale vincolo in Costituzione avrebbe rallentato gli investimenti (Consiglio Federale della Confederazione Svizzera, 2013).

Il principio alla base della riforma del 2009 è al terzo comma dell'articolo 109 della Legge Fondamentale tedesca, il quale statuisce nella prima frase: "I bilanci della Federazione e dei *Länder*, di norma, devono essere portati in pareggio senza ricorrere al prestito. (...)".¹⁴ La nuova formulazione dell'articolo rende il vincolo per il legislatore tedesco molto più stringente della precedente versione, la quale prevedeva unicamente il pareggio di bilancio che poteva però essere facilmente raggiunto facendo ricorso ai prestiti e dunque all'indebitamento, con il rischio di un'esplosione dello stesso. Il terzo comma stabilisce poi criteri ulteriori affinché si considerino rispettati i criteri di cui alla prima frase del comma. Per il bilancio federale, si considera rispettato il pareggio di bilancio se le entrate provenienti da prestiti non superano lo 0,35% del Prodotto Interno Lordo nello stesso periodo. Per i *Länder* invece è posto un divieto assoluto di ricorso ai prestiti per il finanziamento dei bilanci (Rizzoni, 2011). Cinque di questi ultimi hanno potuto beneficiare, tra il 2011 e il 2019, una deroga a questa previsione, con la previsione della possibilità di attribuire a detti *Länder* una somma totale di 800 milioni di euro, la cui suddivisione e distribuzione è stata disciplinata dallo stesso legislatore costituzionale all'articolo 143 comma 2 della Legge Fondamentale (Bifulco, 2011). Per gli enti locali il freno all'indebitamento non si applica, ma gli spazi sono comunque ristretti. Essendo comunque valido per la Germania il limite europeo dello 0,5% di indebitamento strutturale massimo, considerato lo 0,35% "riservato" al governo federale agli enti locali rimane uno spazio pari allo 0,15% del Prodotto Interno Lordo. Una ulteriore deroga al limite dello 0,35% per il governo federale è data dal verificarsi di "eventi eccezionali", definiti in maniera simile alla normativa italiana, per fronteggiare i quali è permesso, previa autorizzazione parlamentare, ricorrere all'indebitamento per far fronte all'emergenza.

Escluse le deroghe, comunque minime, questo vincolo estremamente più stringente costituisce una notevole differenza rispetto alla successiva riforma costituzionale italiana, la quale si limita a porre dei vincoli di natura formale e procedurale effettuando un rimando alla normativa

¹⁴ Legge Fondamentale Tedesca, articolo 109 comma 3, prima frase.

europea, senza porre limiti concreti (numerici) come l'articolo 109 c.3 della Legge Fondamentale della Repubblica Federale Tedesca invece fa. Per quanto riguarda la Germania è dunque considerabile superata la golden rule, secondo la quale è ammissibile il ricorso all'indebitamento per il finanziamento degli investimenti.

Nella costruzione del freno all'indebitamento tedesco, l'apposita commissione di riforma (*Förderalismuskommission II*) ha ripreso il modello svizzero per quanto riguarda le deviazioni dal limite posto dall'articolo 109 c.3. Questo meccanismo, detto conto nozionale, agisce come uno stabilizzatore automatico: richiedendo bilanci strutturalmente equilibrati sul lungo periodo, lega la spesa pubblica al netto del ciclo economico alle entrate tendenziali aggiustate per il ciclo. In sostanza, il governo tedesco finanzia i suoi deficit durante le fasi di recessione dell'economia con i surplus accumulati durante le fasi di crescita. La Costituzione, al fine di permettere il rispetto in principio del divieto di indebitamento, permette agli stati e al governo federale di definire piani per raggiungere il pareggio di bilancio considerando la fase del ciclo economico in maniera "simmetrica". I deficit e i surplus sono inseriti in un "conto di controllo" e il loro bilancio sul lungo periodo deve essere necessariamente pari a zero (L. Feld, W.H. Heinrich, 2021).

La Legge Fondamentale ha posto poi norme ulteriori per evitare future emergenze di bilancio. L'articolo 109a stabilisce che con legge federale, approvata anche dal Bundesrat, possano essere approvate disposizioni riguardo:

1. Al controllo continuo sui bilanci federali e statali da parte del Consiglio di Stabilità (un organo composto dai Ministri delle Finanze dei *Länder* e dai Ministri di Finanze ed Economia federali);
2. I requisiti e le procedure necessari per l'accertamento di una emergenza di bilancio;
3. I criteri alla base dei programmi necessari ad evitare una emergenza di bilancio.

L'articolo stabilisce anche che tutte le decisioni e tutti i documenti del Consiglio debbano essere pubblici. L'obiettivo del Consiglio è dunque il monitoraggio dei bilanci federali e dei *Länder* con metodi quanto più trasparenti possibili. Data la sua particolare natura, questo organo ha regole speciali riguardanti le deliberazioni: i membri hanno un voto pro capite, eccetto i ministri federali che ne hanno uno in totale, e le decisioni richiedono la maggioranza dei due terzi dei membri incluso il governo federale, il quale dunque si vede conferito un potere di veto. Inoltre, in caso di violazioni delle regole di bilancio, il membro responsabile è privato del diritto di voto (Ciaglia, Heinemann, 2013).

Con la pandemia da Covid-19 e la sospensione almeno fino al 2022 del freno all'indebitamento, si è aperto un dibattito in Germania riguardo alla necessità di una riforma del meccanismo e alla futura reintroduzione dello stesso finita l'emergenza pandemica, con la contrapposizione dei conservatori della CDU/CSU ai socialisti e ai Verdi, seppur con molti distinguo e posizioni dissonanti all'interno delle due "fazioni". Una prima critica alla scelta di ritornare alla disciplina ante-pandemica è dovuta al peso dell'economia tedesca all'interno dell'Unione Europea. Riattivare il freno all'indebitamento a partire dal 2022 necessiterebbe di un massiccio taglio del deficit strutturale pari al 2% del PIL tedesco, con i conseguenti riflessi sull'Eurozona, sulla quale si traslerebbe un impulso fiscale negativo di circa lo 0,6% (Buhl, Cohen-Setton, Vallée, 2021) che metterebbe la ripresa a dura prova nonostante le performances superiori alle aspettative di molti paesi, tra i quali vi è anche l'Italia. Sono state avanzate ipotesi riguardo al mantenimento per il 2022 di un regime fiscale più permissivo in Germania al fine di non danneggiare gli altri paesi europei, senza dover allo stesso tempo ricorrere ad una riforma costituzionale. Oltre alla proposta di una estensione fino al 2024 o addirittura 2026 della sospensione, con un rientro più graduale nelle regole, è stato proposto l'uso totale per l'anno 2022 dei circa 55 miliardi di euro accumulati nei vari fondi speciali, come la riserva per i rifugiati e i richiedenti asilo o la riserva per la *Bundeswehr*, una soluzione che permetterebbe di ottenere risorse pari all'1,5% del PIL tedesco. Sono state anche fatte speculazioni rispetto alla modifica dei parametri che regolano i deficit strutturali in base al ciclo economico, non definiti a livello costituzionale e dunque modificabili facilmente, ovvero rispetto all'estensione del ripagamento dei deficit accumulati in pandemia (*Ibidem*).

La seconda critica alla regola del freno all'indebitamento è dovuta alla presa d'atto che allo stato attuale, a prescindere dagli effetti che avrebbe sugli altri paesi dell'Eurozona, la Germania non potrebbe ritornare al regime fiscale antecedente senza tagli draconiani alle misure di sostegno all'economia che hanno permesso al paese di superare meglio di altri Stati Membri dell'UE le fasi critiche delle prime due "ondate" di contagi. Il dibattito è stato innescato dalle dichiarazioni del capo di gabinetto di Angela Merkel, Helge Braun, il quale in un articolo per il giornale *Handelsblatt* ha aperto alla riforma dello *Schuldenbremse*, affermando la necessità di un maggiore spazio di manovra per il governo anche una volta finita la pandemia (Nienaber, Rinke, 2021). La discussione pubblica conseguente è stata esacerbata dalla campagna elettorale per le elezioni politiche del 26 settembre, sulle quali si gioca la successione alla Cancelliera uscente.

La posizione dei conservatori della CDU/CSU coincide con il mantenimento del freno, il quale è visto come un argine ad una possibile esplosione del debito pubblico nonché come un segnale di affidabilità per i mercati. A fare da contraltare vi sono i Verdi, insieme ad una parte dei socialisti dell'SPD, i quali sostengono sia fondamentale almeno una riforma del meccanismo per permettere maggiori investimenti pubblici, anche se il candidato di punta dell'SPD e attuale Ministro delle Finanze Scholz non ha ancora preso una posizione chiara sul tema.

Secondo l'analisi di Buhl, Cohen-Setton e Vallée, del *German Council on Foreign Relations* (DGAP) vari aspetti possono giustificare una riforma del freno all'indebitamento:

1. Sebbene il freno abbia indubbiamente contribuito a salvaguardare l'equilibrio della finanza pubblica tedesca, permettendo di raggiungere l'obiettivo del rapporto debito/PIL inferiore al 60% nel 2019, essendo un sistema basato sul calcolo dell'output gap e l'equilibrio di bilancio strutturale, dunque su previsioni non riscontrabili nella realtà al momento della formazione del bilancio, ha portato ad una costante performance al di sopra delle aspettative, segno della presenza di un forte *bias* nell'uso delle regole, senza provvedere allo stesso tempo a lasciare un adeguato margine di flessibilità per far fronte agli shock, rispetto ai quali è stata invece prevista la sospensione del meccanismo (Buhl, Cohen-Setton, Vallée, 2021);
2. Il freno all'indebitamento ha inoltre modificato il rapporto tra enti locali, stati federati e governo federale, imponendo maggiori trasferimenti ai livelli inferiori per far fronte all'impossibilità di finanziare la spesa attraverso l'indebitamento per i *Länder* e i *Kommunen*, indebolendo allo stesso tempo la capacità del governo di intervenire investimenti pubblici in settori reputati ad oggi strategici come la transizione digitale ed ecologica e la lotta al cambiamento climatico (*Ibidem*).

Gli obiettivi che il Governo tedesco si era preposto con l'introduzione dello *Schuldenbremse* possono comunque ritenersi raggiunti. Il vincolo restrittivo all'indebitamento imposto dalla riforma costituzionale del 2009 ha contribuito fortemente al calo del debito pubblico tedesco, ineguagliato negli altri paesi dell'Eurozona, mettendo la Germania nella condizione di affrontare senza eccessivi problemi il balzo del deficit necessario per il contrasto alla pandemia.

L'emissione del debito pubblico e la sua composizione

Il Dipartimento del Tesoro e Banca d'Italia

La competenza sull'emissione e la gestione del debito pubblico in Italia è affidata al Ministero dell'Economia e delle Finanze, più precisamente alla Direzione II – Debito Pubblico del Dipartimento del Tesoro, il quale costituisce uno dei più importanti dipartimenti di tutta la Pubblica Amministrazione in virtù delle sue vaste competenze in materia economico-finanziaria. La Direzione II, retta da un dirigente generale, ha competenza, oltre che sull'emissione e sulla gestione di titoli di stato sui mercati nazionale ed estero, sulla gestione del fondo per l'ammortamento dei titoli di stato, sulla gestione della liquidità statale, sulle analisi riguardanti il mercato dei titoli del debito pubblico e i suoi meccanismi, sul coordinamento dei rapporti con Regioni ed Enti locali, l'UE e altri organismi internazionali nelle materie di competenza (MEF – Dipartimento del Tesoro).

Per tramite degli uffici competenti del MEF, in collaborazione con la Banca d'Italia per quanto concerne l'organizzazione e lo svolgimento delle aste di collocamento, lo Stato emette titoli del debito pubblico per coprire il deficit dell'anno corrente o per rifinanziare il debito giunto a scadenza. Queste operazioni di emissione e collocamento dei titoli di stato sono svolte sia sul mercato nazionale che sui mercati esteri. La quasi totalità del c.d. debito negoziabile, cioè il debito costituito dai titoli di stato emessi dall'Italia negoziabili sui relativi mercati finanziari, è ad oggi costituita da sei tipi di titoli suddivisibili in quattro categorie, i titoli a zero coupon, i titoli a cedola fissa, i titoli a cedola variabile e i titoli a indicizzazione reale (A. Monorchio, L. Mottura, 2021, pp. 311-313). Le differenze principali sono costituite dalla durata (breve, medio o lungo termine), dalle modalità di rimborso e dalla struttura del *cash flow*. I principali titoli di stato italiani emessi sul mercato nazionale sono dunque i Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) e i Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ), con durata all'emissione rispettivamente di 3, 6 o 12 mesi i BOT e 24 mesi i CTZ, appartenenti alla categoria dei titoli *zero coupon*, i Buoni del Tesoro Pluriennali (BTP), titoli a cedola fissa con vita all'emissione che può arrivare fino ai 30 anni, i Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'Euribor 6 mesi (CCTeu), dei titoli a cedola variabile legata all'andamento del tasso Euribor a 6 mesi con una durata media all'emissione di 7 anni, e infine i BTP indicizzati all'inflazione europea (BTP€i) e i BTP Italia, entrambi titoli a medio lungo termine (i primi hanno scadenze tipicamente a 5, 10, 15 o 30 anni, mentre i secondi a 4, 6 o 8 anni) rientranti nella categoria dei titoli a indicizzazione reale. Di recente è stato introdotto il BTP Futura, emesso per far fronte alle maggiori necessità finanziarie dovute alla pandemia. Il BTP Futura è un tipo particolare

di Buono Pluriennale, con durata all'emissione da 8 a 16 anni, il quale garantisce, oltre alle cedole semestrali con meccanismo *step-up* a rendimenti crescenti, un premio fedeltà a tutti gli investitori persone fisiche che abbiano acquistato il titolo durante i giorni di collocamento e lo abbiano detenuto fino a scadenza, pari ad una quota del capitale investito compresa tra lo 0,4% e il 1,2% (MEF). Le forme di finanziamento sul mercato estero sono invece riconducibili a tre programmi di emissione: il *global bond program*, titoli di debito regolati dalla normativa dello Stato di New York, ammessi alla quotazione al Mercato Telematico Euroobbligazioni e alla Borsa di Lussemburgo, presso la quale sono anche quotati i titoli del *medium term note program* i quali fanno però riferimento alla legge e alle Corti italiane e infine la *carta commerciale*, un titolo a breve termine quotato presso il mercato STEMP (A. Monorchio, L. Mottura, 2021, pp. 311-313).

I metodi di emissione dei titoli sono due, l'asta ovvero il sindacato di collocamento. La prima avviene alternativamente come asta competitiva, per i BOT, o come asta marginale per i rimanenti titoli, eccetto i BTP Italia e i BTP Futura per i quali è previsto un differente procedimento di collocamento (MEF). Nell'asta competitiva le offerte sono ordinate per rendimento crescente per i rendimenti, previo calcolo della Banca d'Italia dei rendimenti minimi e massimi considerati accoglibili al fine di escludere a priori dal collocamento le offerte speculative; sono poi aggiudicate le quantità per livello di rendimento crescente. Nell'asta marginale si procede invece ordinando le richieste in ordine decrescente rispetto al prezzo e soddisfacendole tutte al minimo prezzo offerto, previa esclusione delle domande speculative come descritto di volta in volta nel decreto di emissione. In entrambi i tipi di asta sono ammessi a partecipare gli operatori abilitati (A. Monorchio, L. Mottura, 2021, pp. 314-317).

Il sindacato di collocamento dei titoli invece è costituito da un gruppo di banche, indicato a priori da un decreto ministeriale del MEF, che le individua prevalentemente tra gli Specialisti in titoli di stato, selezionati ai sensi del decreto dirigenziale n. 993039 del 11 novembre 2011, a cui dà mandato di collocare sul mercato primario un determinato quantitativo di titoli, svolgendo anche la funzione di *market maker* e in conseguenza della quale sono tenuti a rispettare precisi doveri nei confronti del MEF, beneficiando al contempo di alcuni diritti, come la partecipazione esclusiva alle riaperture successive alle aste (*Ibidem*). L'elenco degli specialisti è aggiornato annualmente dalla Direzione II – Debito Pubblico del Dipartimento del Tesoro ai sensi del DM 216/2009 e risulta al momento costituito da sedici banche (MEF – Dipartimento del Tesoro, 2020).

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze redige un calendario annuale delle emissioni, nel quale è specificato per ciascuna la data dell'asta e la data di regolamento, oltre ulteriori elementi come la durata del titolo all'emissione, distinguendo tra titoli a breve e titoli a medio-lungo termine, specificando ulteriormente nei programmi trimestrali di emissione le caratteristiche finanziarie dei titoli di stato che saranno emessi nel trimestre successivo, oggetto di riferimento del programma. Una volta collocati sul mercato primario, i titoli di stato possono poi essere scambiati sul mercato secondario. In Italia è stato istituito il Mercato secondario telematico dei titoli di Stato nel 1988, oggi gestito da una apposita società pubblica, la MTS S.p.A., al quale si aggiunge il commercio al dettaglio sul MOT, il mercato secondario per la negoziazione dei titoli di stato e delle obbligazioni al dettaglio, gestito da Borsa Italiana (oggi parte del gruppo francese Euronext) e sui mercati OTC (A. Monorchio, L. Mottura, 2021, pp. 314-317). I mercati secondari sono ad oggi di fondamentale importanza per il paese, in ragione del programma emergenziale di acquisto di titoli di stato della BCE, il PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), attraverso il quale la Banca Centrale ha riacquisito titoli pubblici e privati sui mercati secondari per centinaia di miliardi di euro (in totale €1.850 miliardi), permettendo alle economie europee un meno difficoltoso superamento delle fasi più acute della pandemia, le quali comunque hanno richiesto un pesante tributo in termini economici oltre che di vite umane (BCE, 2020).

La gestione finanziaria del debito pubblico, come già esposto, spetta alla Direzione II – Debito Pubblico del Dipartimento del Tesoro, la quale pubblica annualmente un rapporto sulla gestione del debito pubblico italiano (MEF – Dipartimento del Tesoro). Essa è basata anzitutto sulle principali linee guida e migliori pratiche internazionali raccolte nella guida pubblicata dalla Banca Mondiale e dal Fondo Monetario Internazionale (di seguito FMI), nella quale è indicato come obiettivo della gestione del debito l'assicurazione che le esigenze finanziarie del governo e il pagamento delle conseguenti obbligazioni siano “realizzati ad un costo di medio-lungo termine il più basso possibile (...)”, compatibilmente con un livello di rischio adeguato (FMI, Banca Mondiale, 2014). Il costo del debito pubblico si misura come spesa annuale per interessi pagata dallo Stato, definito come rapporto tra il costo sostenuto nell'anno e lo stock di debito pubblico alla fine dello stesso anno. Il regolamento SEC 2010 indica come criterio da utilizzare per la definizione del costo del debito il criterio di competenza, cioè si intende la spesa per la quale si prevede che si perfezionerà l'obbligo al pagamento nell'esercizio finanziario al quale fa riferimento la previsione effettuata (A. Monorchio, L. Mottura, 2021, p. 107). La spesa per interessi sul debito pubblico è ammontata, nel 2020, a circa 48 miliardi di euro, in lieve diminuzione rispetto all'anno precedente

grazie al crollo dei tassi di interesse sui titoli di stato.¹⁵ Nella prassi, il rischio è misurato in primis dal c.d. spread BTP-BUND (di seguito “spread”), ovvero il differenziale tra i tassi interni di riferimento delle quotazioni osservate dei titoli *benchmark* decennali (i Buoni del Tesoro Pluriennali e i BUND a 10 anni). Lo spread misura il “rischio Stato” italiano rispetto al “rischio Stato” tedesco ed è dunque una misura di rischio relativa, inteso come la possibilità che il debito pubblico di uno degli Stati Membri dell’Eurozona, i quali hanno devoluto la sovranità monetaria ad un livello sovranazionale, sia ridenominato in altra valuta, cioè che detto Stato Membro esca dall’Eurozona stessa. Negli ultimi anni questo rischio è fortemente diminuito, a partire dal celeberrimo intervento dell’allora governatore della BCE Mario Draghi con il quale fu reso chiaro che l’autorità monetaria UE non avrebbe permesso ulteriori speculazioni nei confronti dei debiti sovrani dell’area Euro (“... *the ECB is ready to do whatever it takes to save the euro.*”). Le politiche monetarie non convenzionali messe in campo dalla BCE, a partire dall’ampliamento dell’*Asset Purchase Programme* (APP) effettuato il 9 marzo 2015 con il quale è stato avviato il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), il cosiddetto *quantitative easing*, hanno indotto un forte abbassamento dei tassi di interesse sui titoli di stato dei paesi della zona Euro e dunque dei rischi Stato, beneficiando principalmente quei paesi che come l’Italia presentavano un livello di indebitamento molto elevato e una spesa per interessi eccessiva che impediva un risanamento dei conti pubblici, nel caso dell’Italia superando gli avanzi primari e dunque generando continui deficit che alimentano lo stock di debito pubblico, il quale finisce per autoalimentarsi (è il c.d. *Snowball Effect*) (A. Monorchio, L. Mottura, 2021, pp. 318-320).

La Finanzagentur

Le riforme effettuate in Germania tra il 1998 e il 2006 hanno avuto come principale obiettivo il totale trasferimento delle competenze relative alla governance del debito pubblico alla nuova Agenzia delle Finanze (il nome ufficiale in tedesco è *Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH*), una società interamente in mano pubblica basata a Francoforte sul Meno, il centro della finanza germanica dove hanno sede anche la Banca centrale tedesca e la BCE. La strada seguita dal Ministero delle Finanze di Berlino, che successivamente ai trattati di Maastricht e l’arrivo dell’euro si era trovato in rotta di collisione con la Bundesbank, è stata quella dell’innovazione istituzionale, volta a cambiare radicalmente le strutture che gestivano i procedimenti e le politiche di gestione del debito (C. Trampusch, 2015, pp. 119-136).

¹⁵ Dati dell’Ufficio Parlamentare di Bilancio. <<https://www.upbilancio.it/dts-05/>>

Prima della riforma, i due attori principali nella governance del debito pubblico erano la Bundesbank e il BSV (dal tedesco *Bundesschuldenverwaltung*, Agenzia Federale del Debito). La prima, sulla base dell'articolo 22 della legge del 1957 che regolava la Banca centrale tedesca e sulla base di una regola informale di condotta secondo la quale i *Länder* si adeguavano alle preferenze della stessa Bundesbank nelle loro politiche di indebitamento, aveva un ruolo predominante nella determinazione delle politiche in questo settore, essendole conferite le competenze relative all'emissione e gestione dei titoli di stato tedeschi nonché le competenze di analisi dei mercati di capitali nazionali ed internazionali. All'Agenzia Federale del Debito erano invece conferiti i compiti di amministrazione del Registro Federale del Debito. È fondamentale notare che entrambe le istituzioni agivano indipendentemente dal Ministero delle Finanze, il quale non poteva esercitare un potere di supervisione sull'operato di Bundesbank e BSV. La Banca centrale tedesca si trovava di conseguenza nella posizione di poter determinare le politiche fiscali attraverso i suoi poteri nella governance del debito pubblico, imponendo anche le sue preferenze in termini di composizione del debito stesso, opponendo alla necessità di una strategia orientata ai mercati, propugnata dal Ministero delle Finanze, la sua idea di una gestione conservatrice e di lungo periodo del debito pubblico (*Ibidem*).

Nel 1997, il Ministro delle Finanze della CSU Waigel aveva sostenuto l'opportunità di passare da una gestione passiva del debito ad una attiva. Le riforme del 1998-2006 hanno ribaltato il paradigma gestionale con la creazione di un modello istituzionale innovativo. Dalla sua entrata in funzione nel 2000 fino al definitivo passaggio dei poteri, la *Finanzagentur* ha reclutato dei *professional portfolio managers*, iniziando a elaborare la strategia che avrebbe applicato non appena completato il trasferimento delle competenze. All'approccio conservatore e di lungo periodo della Bundesbank si è così sostituito il più flessibile approccio di mercato della nuova Agenzia, la quale ha iniziato a fare uso di strumenti prima osteggiati dalla banca centrale, gli *swap contracts*, i *Dollaranleihen* (*foreign currency bonds*) e titoli indicizzati, strumenti che hanno rinforzato la cartolarizzazione del debito pubblico (per questo visti con scetticismo dalla Bundesbank). Con l'entrata in funzione dei nuovi meccanismi, inoltre, gli atti di finanza pubblica hanno iniziato a prevedere non solo il tetto massimo all'indebitamento per l'anno di riferimento, ma anche i limiti all'utilizzo dei nuovi strumenti finanziari nella gestione del debito pubblico e dei rischi connessi. Questi limiti sono però resi noti solamente alla *Finanzagentur* e a una subcommissione della Commissione finanze del Bundestag, la quale ha rimpiazzato il precedente comitato di sorveglianza.

La *Finanzagentur* si configura, per competenze, come il corrispettivo tedesco del Dipartimento del Tesoro italiano, ma con caratteristiche organizzative estremamente differenti. Anzitutto la forma istituzionale: nel caso italiano, a occuparsi del debito pubblico è uno specifico ufficio di una amministrazione centrale, il MEF, la quale è presieduta da un esponente del governo (spesso uno dei membri più importanti e influenti dell'esecutivo), dunque di nomina puramente politica, nonostante le influenze che il Presidente della Repubblica può esercitare nella scelta delle personalità a cui affidare dicasteri chiave come quello dell'Economia e delle Finanze; in Germania si è scelto di delegare le competenze di emissione e gestione del debito pubblico ad una società con una forma equivalente a quella dell'italiana Società a responsabilità limitata, seppur completamente in mano pubblica, scegliendo dunque una organizzazione di stampo privatistico (*Ibidem*). Inoltre, essa è guidata non da un esponente del Governo federale, ma da esperti nominati in base alle loro competenze in materia finanziaria. L'Agenzia, la quale conta circa 300 dipendenti e ha sede a Francoforte-sul-Meno dove è anche situata la Bundesbank, è presieduta da un *Executive Board*, composto da due membri. I due membri sono competenti ciascuno su due differenti ambiti: il primo si occupa di IT e strategie di emissione (dei titoli) e *trading*, il secondo ha invece competenza sulla gestione del rischio, affari legali e clienti *retail*, oltre che ad ulteriori ambiti di importanza secondaria. Al di sotto dell'*Executive board* sono posti due rappresentanti generali, uno per la tecnologia informatica e controllo del rischio e l'altro per gli affari legali e il business *retail* (*Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH*).¹⁶

Nonostante presenti una organizzazione differente, la *Finanzagentur* ha competenze più o meno analoghe a quelle del Dipartimento del Tesoro. L'Agenzia si occupa delle emissioni dei titoli, per le quali stende annualmente un calendario, il quale è compilato in base alle necessità degli investitori. Il rendimento ottimale e la struttura di scadenza migliore per il Governo sono ottenuti facendo uso di *swaps* sul mercato dei derivati, per i quali è previsto un tetto massimo di uso a priori nella calendarizzazione. Questa particolare strategia di emissione, si basa sullo stesso trade-off della strategia italiana, puntando ad ottenere il minor costo possibile del debito sul lungo periodo, limitando allo stesso tempo il rischio. Le emissioni sono strutturate in base ai potenziali gruppi di acquirenti, i quali preferiscono determinati tipi di titoli a seconda degli obiettivi che perseguono: ad esempio i fondi pensione punteranno a comprare titoli con vita all'emissione molto lunga, come i Bund, mentre altri attori potrebbero favorire titoli a breve scadenza (*Finanzagentur*). Dunque nel comporre il calendario delle emissioni vengono tenuti dapprima in conto il debito pubblico pregresso, la struttura del debito che si vuole raggiungere e le necessità degli investitori. Questi tre

¹⁶ Di seguito *Finanzagentur*.

elementi combinati danno il calendario delle emissioni senza tener conto dei derivati, i quali sono aggiunti successivamente combinando le emissioni di titoli previste per l'anno, tarate sulle esigenze degli investitori, con la struttura del debito ottimale per il Governo, rispetto alla quale sono pianificate le operazioni con gli *swaps* (*Ibidem*).

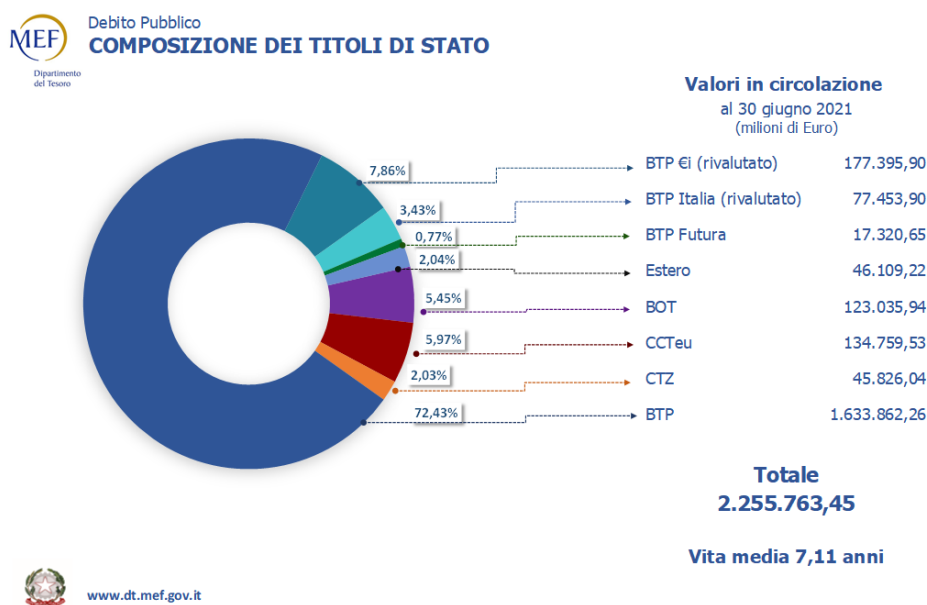
Il debito negoziabile tedesco si compone di una discreta varietà di titoli più o meno noti. I principali, per l'importanza che rivestono anche a livello internazionale ma soprattutto europeo, sono i bond federali comunemente chiamati *Bund*. Essi sono titoli a cedola fissa con scadenza a 7, 10, 15 o 30 anni, sostanzialmente analoghi ai BTP italiani. Questo tipo di titolo costituisce la più importante fonte di finanziamento per il governo tedesco e le stime della *Finanzagentur* indicano come costituisca circa il 22% dei titoli messi all'asta nel 2021¹⁷ e circa la metà dei titoli tedeschi in commercio nell'anno corrente. Il BUND a 10 anni in particolare costituisce il *benchmark* su cui si misura il rischio Stato relativo dei paesi membri dell'Eurozona rispetto al Rischio Germania, attraverso l'indicatore dello spread (per l'Italia il già citato spread BTP-BUND). Un tipo particolare di *Bund* è costituito dai c.d. *Green Bund*, titoli gemelli in tutto alla loro controparte non green ideati per finanziare in maniera trasparente le spese legate alla transizione ecologica in atto in Germania analogamente a quanto sta accadendo in Europa, essendo le somme raccolte attraverso il collocamento di questi titoli vincolate a tale tipo di investimenti (*Finanzagentur*). Sono titoli a cedola fissa anche i *Bobls* con scadenza a 5 anni e gli *Schaetze* con scadenza a 2 anni. Questi costituiscono rispettivamente la seconda e la terza fonte di finanziamento più importante del governo tedesco, differendo, oltre che per la durata, per il numero di emissioni annue tipicamente fissato a due per i *Bobls* e a quattro per gli *Schaetze*. Anche i *Bubils*, con scadenza massima di 12 mesi, fanno parte dei titoli a rendimento fisso, ma a differenza delle prime tre categorie il loro rendimento è dato dalla differenza tra il valore nominale, cioè il valore di rimborso alla scadenza, e il valore di acquisto, corrispondente al prezzo sottoscritto. La Germania dispone anche di titoli indicizzati all'inflazione, i *Bobls* a 5 anni indicizzati o i *Bund* a 10 o 30 indicizzati all'inflazione tedesca, i quali hanno la medesima struttura dei corrispettivi non indicizzati eccetto per il rendimento, il quale vede aggiunto alla cedola fissa la "compensazione per l'inflazione. La Germania si avvale, infine, anche delle "note permissive", le cui caratteristiche sono negoziate con l'investitore interessato di volta in volta, strumenti che hanno visto un forte declino negli ultimi anni, e dei *Bund* in valuta straniera (il dollaro), emessi in presenza di condizioni di mercato favorevoli ed esplicitamente indirizzati agli investitori esteri (*Ibidem*).

¹⁷ Dato aggiornato al 13 agosto, nda.

Il collocamento dei titoli di stato tedeschi sul mercato primario avviene usualmente tramite asta, alla quale possono partecipare direttamente unicamente i membri del *Bund Issues Auction Group*, ammessi dalla *Finanzagentur*, attraverso la piattaforma *Bund Bidding System* (BBS) della Bundesbank, la banca centrale tedesca, la quale pubblica anche i termini e le modalità di ciascuna asta, i quali vengono stabiliti di volta in volta. La banca centrale pubblica anche annualmente il ranking dei membri del *Bund Issues Auction Group*. I membri del gruppo, al fine di mantenere il loro status, sono vincolati a comprare nell'arco di un anno solare titoli per almeno lo 0,05% dell'ammontare totale offerto (Deutsche Bundesbank).¹⁸ Occasionalmente, alcuni titoli sono collocati sul mercato attraverso sindacato di collocamento, in maniera analoga a quanto avviene con la medesima modalità in Italia. Sul mercato secondario, i titoli tedeschi sono invece scambiabili su un'ampia varietà di mercati, dalla Borsa tedesca ai mercati OTC non regolamentati.

La composizione dei due debiti a confronto: effetti e conseguenze

Al 30 giugno 2021, data di riferimento dell'ultimo bollettino trimestrale pubblicato dal MEF, il debito pubblico negoziabile ammontava a circa 2.255,763 miliardi di euro, con una vita media pari a 7,11 anni, in crescita rispetto all'anno precedente a causa delle grandi quantità di titoli a medio-lungo termine collocati nel 2020 per far fronte alle maggiori esigenze di cassa (MEF, 2021).



¹⁸ Di seguito Bundesbank.

In termini di ripartizione tra le varie tipologie di bond, la situazione vede attualmente una netta prevalenza dei BTP, che da soli costituiscono il 72,43% (+1,82% sul 2020) dei titoli di stato in circolazione, seguiti dai BTP€i rappresentanti il 7,86% del totale (+0,30%), dai CCTeu al 5,97% (-0,30%) e dai BOT al 5,45% (in calo del 1,01% rispetto all'anno precedente). Rappresentano invece il restante 8,29% dei titoli di stato in circolazione i BTP Italia (3,43%), i BTP Futura di nuova emissione (0,77%), i CTZ (2,03%) e i titoli venduti sul mercato estero, sia in euro che in dollari (2,05%) (*Ibidem*).

L'incidenza della pandemia sulle strategie di emissione del debito italiano è evidente. A partire già dal 2020 sono stati privilegiati strumenti a medio-lungo termine come i BTP a 10 e 30 anni o i BTP Futura, con scadenza tra 8 e 16 anni (dunque maggiore della vita media del debito all'emissione nel 2020, pari a circa 6,87 anni al 30 giugno dell'anno) ed emessi proprio per far fronte alla pandemia e che da soli rappresentano un valore di oltre 17 miliardi di euro, cioè lo 0,77% del debito pubblico negoziabile nonostante siano stati introdotti circa un anno. Questa scelta è riconducibile alla necessità di assicurarsi una fonte di entrate corposa a tassi di interesse adeguati senza dover ricorrere nel corso dell'anno ad ulteriori emissioni o vaste operazioni di concambio per rimpiazzare titoli a breve come i BOT, specialmente in un anno finanziariamente complicato come il 2020. Inoltre, gli strumenti a lungo, come i BTP a 10, 15 e 30 anni, sono meno sensibili a repentine variazioni del tasso di interesse (MEF – Dipartimento del Tesoro, 2021). Allo stesso tempo lo strumento dei BOT a 3 e 6 mesi è stato comunque sfruttato per far fronte ad improvvise esigenze di cassa senza andare a pesare sull'anno successivo, considerato l'elevato livello di indebitamento contratto dallo Stato nell'anno che ha portato lo stock di debito pubblico a livelli record dalla Seconda Guerra Mondiale (*Ibidem*). Tale modello di governance delle emissioni dei titoli del debito pubblico rimarrà presumibilmente invariata fino al cessare dell'emergenza sanitaria, compatibilmente con l'arrivo delle risorse europee legate al PNRR che andranno a coprire, a tassi di interesse vantaggiosi (per quanto riguarda i prestiti) o a fondo perduto, il finanziamento di alcuni progetti già avviati nel 2020 con risorse proprie.

Per ravvisare la strategia ordinaria di gestione del debito pubblico italiano è necessario risalire alle linee guida per il 2020, le quali delineavano la strategia che sarebbe stata seguita in assenza della pandemia per quanto riguarda le emissioni. Oltre agli obiettivi principali di copertura delle necessità di finanziamento al minor costo possibile compatibilmente con un rischio adeguato, la strategia di emissione e gestione italiana puntava a migliorare le condizioni di liquidità nel mercato secondario e a rendere maggiormente efficiente la gestione della liquidità del Tesoro,

anche ricorrendo ad una maggiore diversificazione degli strumenti (MEF – Dipartimento del Tesoro, 2020). Al fine di raggiungere detti obiettivi, si sarebbero dovute seguire sei linee guida:

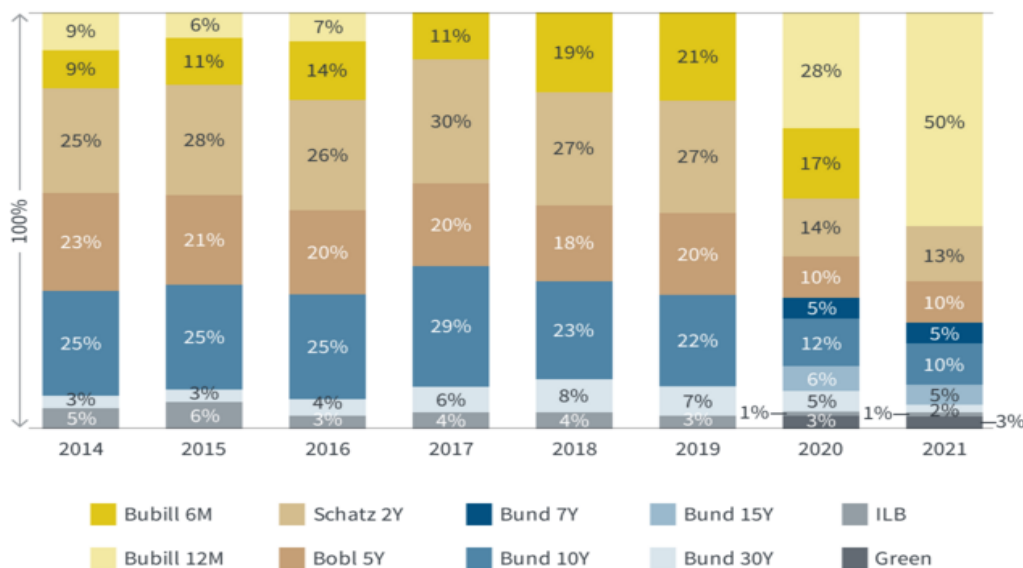
1. Garantire prevedibilità e regolarità delle emissioni sui mercati domestici;
2. Calibrazione delle emissioni dei titoli a favore di quelli maggiormente liquidi sul mercato secondario;
3. Uso di strumenti di *liability management*;
4. Diversificazione degli investitori anche ricorrendo al mercato estero e all'emissione di titoli denominati in USD;
5. Ricorso a strumenti innovativi diretti anche agli investitori *retail* e;
6. Eseguire tutti gli interventi, di organizzazione e di mercato, per porre in essere i primi collocamenti di titoli *green*.

Coerentemente con queste linee guida, il Tesoro aveva previsto una sostanziale continuazione della politica di emissione seguita l'anno precedente, facendo al contempo minore affidamento sui titoli indicizzati all'inflazione, date le basse aspettative al riguardo nel periodo antecedente alla pandemia e sui CCTeu, per i quali si continuava a prevedere un saldo delle emissioni negativo, cioè una complessiva diminuzione delle quantità in circolazione. Nella strategia complessiva veniva fatto rientrare anche un obiettivo di allungamento di vita media del debito pubblico, da ottenersi con l'emissione di titoli a medio-lungo periodo, il quale comunque era da ritenersi perseguibile in coerenza con la maggiore attenzione alla liquidità nel mercato secondario che vedeva tra i titoli maggiormente adeguati in tal senso i BTP, non solo a medio (3,5 e 7 anni) ma anche a lungo (dai 10 anni in su). L'aumento della vita media del debito pubblico verificatosi tra il 2020 e il 2021, sebbene coerente con questo obiettivo, è però da ricondursi a esigenze di finanziamento straordinario piuttosto che a politiche di allungamento della vita del debito pubblico (*Ibidem*).

La pandemia ha ovviamente influenzato anche la composizione del debito pubblico tedesco e le strategie di emissione, anche in considerazione della sospensione del freno all'indebitamento per tutto l'anno e probabilmente anche per il 2022. A differenza dell'Italia però, la Germania ha scelto di puntare sulla raccolta di fondi principalmente attraverso l'impiego massiccio di strumenti a breve, i *Bubills*, per un totale di 241 miliardi di euro di titoli da collocare su un monte annuo previsto di circa 470 miliardi di euro, una percentuale che supera il 50% delle emissioni totali annue. In conseguenza di questa decisione, ci si deve aspettare per l'anno corrente (e il successivo) una brusca diminuzione della vita media dello stock di titoli del debito pubblico tedesco, essendo i *Bubills* a scadenza annuale (12 mesi). Questa scelta, diametralmente opposta rispetto a quella del

Dipartimento del Tesoro che ha riservato l'utilizzo degli strumenti a breve alle esigenze di cassa straordinarie, nonostante la presenza ben consolidata di aste per i BOT a 6 e 12 mesi, va ricondotta alla strategia *market-oriented* e *investor-oriented* della *Finanzagentur*, la quale sin dalla sua istituzione ha fatto vasto uso di titoli a breve e medio termine in tal senso.

L'influenza della pandemia sulle emissioni dei titoli tedeschi è quindi stata maggiormente sul lato quantitativo, analogamente al resto del mondo, più che sul lato "qualitativo". La maggiore differenza è nell'uso (programmato) esclusivo di *Bubills* a 12 mesi, tagliando fuori i titoli a breve con scadenza a 6 mesi, maggiormente utilizzati fino al 2019, nonché l'utilizzo dei *Bund* a 7 e 15 anni, strumenti recuperati per far fronte alle maggiori esigenze di cassa offrendo agli investitori un portafoglio maggiormente variegato di titoli, mettendone all'asta quantità per un totale di €22 miliardi per i *Bund* a 7 anni e di €23 miliardi per quelli a 15 (*Finanzagentur*, 2020).

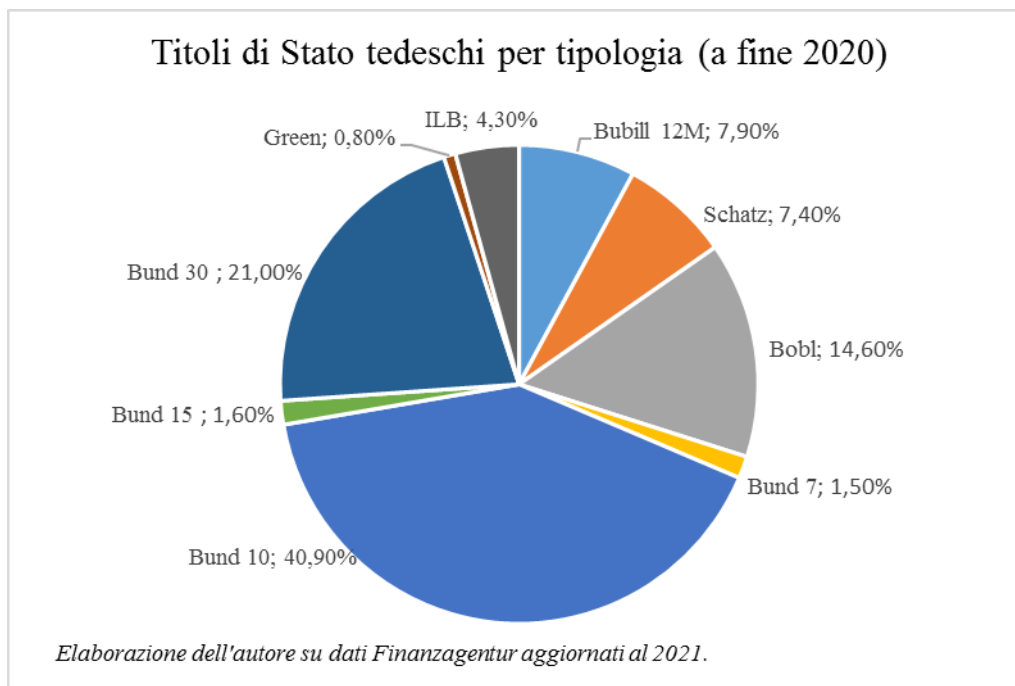


2021: plan values without syndicates; Due to rounding, some totals may deviate from 100 %.

19

Spicca anche la decisione di collocare sul mercato una (piccola) tranches di *Green Bund*, i titoli di stato pensati per finanziare investimenti in sostenibilità e transizione ecologica, per un ammontare di 3 miliardi di euro ciascuna per emissione e successiva riapertura dell'asta prevista in ottobre, una quantità pressoché invariata rispetto al 2020, anno nel quale questo titolo di stato "non convenzionale" è stato posto sul mercato per la prima volta (*Finanzagentur*, 2020).

¹⁹ Emissioni di titoli di stato tedeschi suddivisi per tipologia, anni 2014 – 2021, fonte: Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH. <<https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/primary-market/>>



Considerati questi mutamenti nella strategia di emissione, il debito pubblico negoziabile tedesco si presentava a fine 2020 suddiviso tra:

- Una parte maggioritaria di Bund, per circa il 64% del totale, suddivisa al suo interno tra Bund a 10 anni (che da soli rappresentano il 40,9% dell'intero stock di titoli di stato tedeschi in circolazione, Bund a 30 anni (21% del totale) e residualmente Bund a 7 e 15 anni (insieme circa il 3,10%);
- Una quota di Bobl (scadenza a 5 anni) pari al 14,6% e una di Schatz (titoli con scadenza a 2 anni) del 7,4%, insieme ai titoli indicizzati all'inflazione tedesca che costituiscono un ulteriore 4,3%;
- Una larga componente di Bubills a 12 mesi, in crescita di sette punti percentuali rispetto al 2015 e destinata ad aumentare ulteriormente, viste le politiche di emissione pianificate per il 2021, del 7,9% del totale, a fronte dell'assenza totale di Bubills a 6 mesi;
- Una quota minimale, per il momento, ma il cui trend è indubbiamente positivo, di titoli Green, emessi per la prima volta nell'anno 2020 e dunque necessariamente minoritari nell'ambito dello stock complessivo di debito pubblico tedesco, ma che con il ritorno alle strategie di emissione pre-pandemia andrà a pesare sempre maggiormente sull'insieme dei titoli (*Finanzagentur*).

Applicazione del modello tedesco all'Italia

Cause sistemiche dell'indebitamento pubblico italiano

Nell'individuazione delle cause dell'alto indebitamento pubblico italiano e dei conseguenti costi esorbitanti per la collettività, è necessario tener conto del fattore primario che condiziona la formazione di deficit e, conseguentemente, dell'aumento dello stock di debito: la spesa pubblica. L'Italia ha visto, storicamente, crescere la sua spesa pubblica in rapporto al PIL sin dal secondo dopoguerra, arrivando a toccare un massimo di oltre il 50% durante gli anni '80. Con l'inizio degli anni '90 e la presa d'atto della necessità di risanare le finanze pubbliche si è cercato di incidere su questo fattore, riuscendo parzialmente a limitarne la crescita ma fallendo nell'obiettivo di rendere sostenibile il bilancio pubblico. Parte non irrilevante della spesa pubblica è da attribuire alle spese per interessi passivi sul debito pubblico, fattore estremamente rilevante se si considera che il paese presenta un saldo primario positivo. La situazione di fatto ricalca il già menzionato "effetto palla di neve": la spesa per interessi più che compensa l'avanzo primario e porta alla formazione di un deficit di bilancio, la cui copertura attraverso indebitamento porta all'autoalimentazione del debito pubblico (A. Bénassy-Quéré, B. Coeuré, P. Jacquet, J. Pisani-Ferry, 2019, p. 171). Oltre agli interessi sul debito, la categoria della spesa corrente ha visto un concreto (e pressoché ininterrotto) aumento negli ultimi 10 anni antecedenti alla pandemia da coronavirus. Tra le voci che assorbono maggiori risorse figurano sicuramente, escludendo il periodo dell'emergenza sanitaria che ha visto la messa in campo di misure straordinarie destinate a rimanere confinate al periodo della pandemia in virtù dell'eccezionalità e imprevedibilità dell'evento al quale si è dovuto far fronte, la previdenza e l'assistenza.

Nell'ambito pensionistico, in particolare, il Rapporto Annuale 2020 dell'ISTAT ha rilevato che l'invecchiamento della popolazione associato al calo demografico e alla disoccupazione ha reso insostenibile l'attuale modello contributivo a ripartizione, che aveva sostituito il precedente e ancora meno sostenibile sistema pensionistico retributivo (ISTAT, 2020). L'aumento della spesa per prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura è aumentata di 34,202 miliardi di euro nei cinque anni tra il 2014 e il 2019, compensando ampiamente il calo della spesa per interessi sul debito pubblico, dovuto principalmente alle politiche monetarie non convenzionali messe in

campo dalla BCE guidata da Mario Draghi a partire dal 2015 (-14,154 miliardi di euro nel 2019 rispetto al 2014) e confermate da Christine Lagarde.²⁰

Una ormai necessaria riforma del sistema di governance del debito pubblico in Italia deve dunque accompagnarsi anche ad una seria revisione della spesa pubblica, che vada a renderla maggiormente sostenibile soprattutto nella sua parte corrente, attualmente gravata dalla spesa per le pensioni, senza ricorrere però a tagli verticali e senza distinguo rispetto alle singole voci di spesa. Le riforme del PNRR rappresentano un importante primo passo in tal senso e auspicabilmente potranno impostare un cammino virtuoso che venga percorso anche dagli esecutivi futuri.

Applicazione del modello

Nel raffigurare una applicazione delle riforme tedesche ad un sistema come quello italiano, bisogna anzitutto evidenziare le differenze strutturali esistenti tra i due paesi. In primis, la Germania è una repubblica federale, dove ciascun *Lander* ha un suo esecutivo e un suo bilancio autonomo, quest'ultimo soggetto a regole differenti rispetto al bilancio federale, essendo vietato qualsiasi ricorso all'indebitamento per gli stati federati ma non per il Governo federale, che può limitatamente farvi ricorso per finanziarsi (come più diffusamente illustrato nel capitolo 2), mentre in Italia le autonomie locali non vanno oltre alla forma della Regione a statuto speciale, le quali in ogni caso differiscono tra di loro sia per le maggiori competenze attribuite dagli statuti approvati con legge costituzionale dal Parlamento, sia per capacità fiscale e caratteristiche geografiche ovvero demografiche, queste ultime rappresentati i motivi alla base della concessione dello Statuto speciale (Rizzoni, 2011). Nonostante il forte peso esercitato dai governatori delle venti regioni italiane, è difficile immaginare un ruolo analogo a quello dei Presidenti dei *Lander* tedeschi, specialmente nell'ambito di una riforma complessiva della governance del debito pubblico, la quale sarebbe determinata principalmente dal Governo e dalle Camere. Tenuto conto di questa differenza, l'introduzione di un "modello tedesco" richiede un esame delle due separate aree in cui sono intervenuti i legislatori di Berlino: l'amministrazione competente sulla governance del debito pubblico e i limiti costituzionali all'indebitamento.

Per l'Agenzia delle Finanze i tedeschi hanno scelto la forma di una società a responsabilità limitata (il suo equivalente tedesco, GmbH), cioè un organismo con organizzazione di stampo

²⁰ Dati ISTAT. <<http://dati.istat.it/>>

privatistico seppur completamente in mano statale. Questa scelta è volta ad assicurare l'indipendenza dell'Agenzia dal Governo e allo stesso tempo il controllo dello Stato sulla governance del debito. Tali risultati in Italia potrebbero essere replicati ricorrendo a due opzioni alternative, scegliendo cioè una analoga forma di società limitata completamente in mano pubblica come già accade per il Gestore dei Servizi Energetici e per la SOGEL, ovvero scegliendo di ricorrere alla creazione di una Autorità Indipendente che vada ad assorbire le competenze della Direzione II – Debito Pubblico del Dipartimento del Tesoro. Nonostante la presenza di una società come il GSE, alla quale sono delegati numerosi poteri regolatori e sanzionatori negli ambiti di competenza, sembra maggiormente adeguata la soluzione dell'Autorità amministrativa indipendente. Scegliendo tale soluzione, il Dipartimento del Tesoro non sarebbe comunque del tutto spogliato delle sue competenze in materia di debito pubblico: ad esso continuerebbe a spettare il compito di definire la cornice legislativa entro la quale inquadrare l'emissione e la gestione dei titoli del debito pubblico, ad esempio prevedendo limiti all'utilizzo di determinati strumenti derivati in maniera analoga alla Germania, lasciando la regolazione di dettaglio e la concreta governance del debito pubblico alla costituenda autorità (C. Trampusch, 2015, p. 122). Questo passaggio dovrebbe essere portato avanti seguendo tre linee guida ben evidenziate dal costituzionalista ed ex giudice della Consulta Sabino Cassese per quanto riguarda la situazione delle autorità amministrative indipendenti in generale in Italia: individuazione di una garanzia costituzionale per le autorità indipendenti, volta a non lasciare mano libera al legislatore su tutti gli aspetti organizzativi e funzionali delle autorità indipendenti, disintermediazione del governo e del Parlamento dalla scelta degli individui posti a guida dell'autorità e definizione di un sistema di controllo della stessa in capo al Parlamento (Cassese, 2004). Se si esclude il primo punto, queste linee guida sono state idealmente seguite già dal legislatore tedesco al momento della creazione della Finanzagentur, seppur diversa la soluzione organizzativa scelta.

Un ulteriore modello, simile a quello dell'Autorità indipendente, può essere costituito dalla Agenzia per la cybersicurezza nazionale (DL 14 giugno 2021, n.82), un ente di diritto pubblico dotato di autonomia "...regolamentare, amministrativa, patrimoniale, organizzativa, contabile e finanziaria..." (nei limiti posti dal decreto legge che fissa una normativa quadro per l'organizzazione e il funzionamento dell'ACN) ma sottoposto all'autorità del Presidente del Consiglio dei Ministri e dell'Autorità delegata ove istituita.²¹ Questo modello, nonostante la nomina degli organi apicali affidata al Governo e la mancanza di legittimazione costituzionale, rappresenta una soluzione meno complicata dell'istituzione di una nuova Autorità indipendente con le

²¹ Articolo 5, decreto-legge 14 giugno 2021, n.82, convertito in legge con l. 4 agosto 2021, n.109.

caratteristiche auspiccate dal Cassese e di fatto implementate nella *Finanzagentur* in Germania; lo svantaggio del forte legame tra i vertici dell'agenzia e il potere esecutivo verrebbe compensato da una più corta "istruttoria" per la creazione dell'ente, non essendo necessaria una riforma costituzionale ed essendo prevedibilmente minori le resistenze politiche ad un tale progetto rispetto allo spostamento delle competenze di emissione e gestione del debito pubblico in un ente completamente autonomo rispetto al governo. Al Tesoro rimarrebbe inoltre il controllo di MTS S.p.A., la società che gestisce il mercato telematico secondario dei titoli di stato, così come rimarrebbe invariato il ruolo della Banca d'Italia, il quale è sostanzialmente analogo a quello svolto dalla Bundesbank in Germania. Alla nuova Agenzia spetterebbero invece tutte le restanti competenze relative alla gestione ed emissione del debito pubblico.

Per completare l'architettura dell'Agenzia del debito italiana sarebbe necessario, infine, decidere se un cambio di paradigma nel collocamento dei titoli di stato ed un conseguente adeguamento normativo siano necessari. L'Italia si affida agli specialisti in titoli di stato, i quali hanno l'obbligo di sottoscrivere in media un determinato ammontare minimo di titoli (in media), assicurando in tal modo la copertura totale degli importi da collocare in ciascuna asta. Negli anni passati, specialmente durante la crisi dei debiti sovrani dell'Eurozona, questo ha portato ad un forte aumento dei rendimenti dei titoli. In Germania, al contrario, non esistono vincoli del genere. Nel caso in cui l'importo in asta non venga coperto interamente, la *Finanzagentur* trattiene le quote non vendute e la Bundesbank va ad agire da "custode" dei titoli non collocati (non da prestatore di ultima istanza); l'Agenzia delle Finanze procede poi al collocamento delle quote di titoli rimanenti sui mercati secondari, rivendendoli in tranche nel periodo immediatamente successivo, che può arrivare a qualche settimana.²² Nel contesto di una riforma di tale portata entrambe le scelte sarebbero percorribili, tenendo conto dei vantaggi e degli svantaggi di ciascuna: l'attuale procedura può portare, in contesti di crisi economica acuta o mercati particolarmente ostici, a forti aumenti dei tassi di interesse e dunque ad un maggior costo per le casse dello Stato, a fronte del venir meno della necessità di un adeguamento normativo e regolamentare su questo fronte; adottare la metodologia tedesca richiederebbe vari passaggi, sia legislativi che regolamentari a posteriori, nonché la necessità di rivedere i protocolli sottoscritti con gli specialisti in titoli di stato, per i quali verrebbero meno gli obblighi di sottoscrizione, garantendo allo stesso tempo rendimenti più bassi dei titoli collocati sul mercato primario. Ad ora nell'Eurozona unicamente la Germania ha adottato

²² I.B., 2011, L'obbligo di «collocare tutto» spinge i tassi, *IlSole24Ore*. <<https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-11-25/lobbligo-collocare-tutto-spinge-231640.shtml?uuiid=AazvOIOE.>>

una strategia simile di collocamento dei suoi titoli di stato, grazie anche alla solidità dei suoi conti pubblici e al basso livello di indebitamento che generano fiducia nei mercati.²³

Come ultimo passo, correlato alla costituzione di una Agenzia del debito sul modello della Germania, sarebbe necessaria l'istituzione del sistema di controllo dell'operato della stessa in capo al Parlamento, come auspicato per la Agenzie indipendenti da Sabino Cassese e parzialmente implementato nel caso dell'Agenzia per la cybersicurezza nazionale, rispetto alla quale il COPASIR esercita un ruolo di supervisione potendo convocare il Direttore dell'ACN per audizioni quando necessario. Inoltre, il Comitato parlamentare che vigila sull'intelligence nazionale è informato dalla Presidenza del Consiglio sulle nomine dei vertici dell'Agenzia, sui bilanci e riceve annualmente una relazione sull'attività dell'ACN, in coerenza con quanto previsto dalla legge 124/2007.²⁴ Un analogo modello può essere facilmente replicato, costituendo una Commissione bicamerale sul modello del COPASIR che vada a svolgere il medesimo ruolo di sorveglianza sulla costituenda Agenzia o destinando alle Commissioni Bilancio di Camera e Senato i poteri e le competenze necessarie per garantire un adeguato controllo parlamentare. Le problematiche e i vantaggi delle due alternative sono simili a quelli della scelta del modello da seguire per l'Agenzia: un nuovo organismo necessiterebbe di più tempo per essere istituito e iniziare a funzionare a pieno regime ma sarebbe specificamente pensato per tale ruolo e dunque maggiormente efficace; l'attribuzione di competenze in capo alle Commissioni Bilancio delle Camere invece richiederebbe un singolo passaggio normativo ma potrebbe portare ad un controllo meno capillare ed efficace dell'attività dell'Agenzia dovendosi occupare le due commissioni anche di altri compiti.

L'altro fronte dell'implementazione del modello tedesco in Italia sarebbe la revisione dell'articolo 81 della Costituzione, che disciplina il bilancio dello Stato e i relativi vincoli, nonché i limiti all'indebitamento. L'attuale formulazione dell'articolo 115 della Legge fondamentale tedesca è estremamente più restrittiva della formulazione dell'articolo 81, il quale non prevede un limite esplicito (e numerico) all'indebitamento ma si limita a stabilire che il ricorso all'indebitamento è consentito unicamente in funzione anticiclica ovvero al verificarsi di eventi eccezionali previo assenso delle Camere a maggioranza assoluta dei componenti. Dati i livelli di indebitamento pregresso, con lo stock di debito pubblico arrivato a sfiorare il 160% in rapporto al PIL durante la pandemia da Covid-19, è difficile immaginare un vincolo stringente come quello tedesco, fisso allo 0,35% del PIL per il bilancio federale e che vieti in toto alle Regioni il ricorso ai prestiti. Nel 2019

²³ *Ibidem.*

²⁴ Decreto-legge 14 giugno 2021, n.82, convertito in legge con l. 4 agosto 2021, n.109.

l'avanzo primario era stato del 1,7%, a fronte di una spesa per interessi pari al 3,4% del PIL,²⁵ un limite analogo a quello tedesco avrebbe significato dover reperire risorse pari a circa il 1,35% del PIL, per rispettare il pareggio di bilancio ed evitare l'incostituzionalità della legge di bilancio. Dato il forte e costante aumento della parte di spesa corrente della spesa pubblica, nonché i prevedibili maggiori costi del debito pubblico nel momento in cui cesseranno o diminuiranno di intensità i programmi di acquisto di titoli di stato della BCE (o meglio, delle Banche centrali degli Stati Membri attraverso la BCE), un vincolo simile appare non rispettabile per l'Italia nel breve-medio periodo, almeno fino ad un livellamento del debito pubblico fino a valori vicini a quelli del 2019. Allo stesso tempo, un limite simile per concezione ma meno stringente nel rapporto al PIL, potrebbe invece essere sostenibile e garantire un concreto argine all'aumento del debito pubblico. Ad esempio, riprendendo i dati del 2019 ed assumendo che l'introduzione di tale vincolo non comporti variazioni concrete dei tassi di interesse dei titoli di stato italiani, dunque della spesa per interessi, il rispetto di un limite pari all'1% in rapporto al PIL di entrate provenienti da indebitamento necessiterebbe una copertura dello 0,7% del PIL, corrispondenti a poco più di 12 miliardi di euro, un ammontare elevato ma recuperabile con maggiore facilità.²⁶ Tale limite del 1%, preso a titolo esemplificativo, permetterebbe di controllare il debito pubblico anche in contesti di crescita del PIL lieve o nulla, portando ad una concreta diminuzione dello stesso nei periodi di forte crescita economica.

Per quanto concerne un limite all'indebitamento per le Regioni, va tenuta in conto la situazione attuale delle passività delle Regioni e la distribuzione geografica delle stesse. L'indebitamento delle Regioni e delle Province autonome di Trento e Bolzano, al netto delle emissioni al carico dello Stato, ammontava al 31 dicembre 2020 a 84.169 milioni di euro (Banca d'Italia, 2021). Al posto di un divieto di accesso al finanziamento tramite il ricorso a prestiti, il quale risulterebbe impraticabile e potrebbe portare alcune Regioni a trovarsi senza sufficienti risorse per far fronte alle spese di loro competenza, una soluzione potrebbe essere l'applicazione di un vincolo all'indebitamento simile a quello che si applicherebbe a livello federale, collegando la possibilità di ricorso al finanziamento tramite prestiti ad un tetto massimo stabilito in relazione al Prodotto Interno Lordo della Regione. Considerata la situazione critica delle passività di alcune delle Regioni italiane, specialmente quelle meridionali e le due Regioni insulari, nel caso in cui venga istituito un freno all'indebitamento anche a livello regionale un regime transitorio e di favore per i contesti più a rischio dovrà essere previsto, istituendo in maniera analoga a quanto accaduto in

²⁵ Assessment of Italy's Stability Programme 2020. <https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/it_assessment_of_2020_sp.pdf.>

²⁶ PIL nominale 2019: 1.790.941,5 milioni di euro, Fonte: Eurostat.

Germania un fondo che permetta alle Regioni per le quali sia prevista questa deroga l'accesso a finanziamenti aggiuntivi da destinarsi a investimenti e progetti, i cui ritorni servano poi a ripagare parte delle passività accumulate nel corso degli ultimi anni.

Da valutare è infine l'estensione ai Comuni della riforma, essendo attualmente applicato un regime identico a quello applicato alle Regioni, che prevede la possibilità di ricorrere ai prestiti unicamente per investimenti e previa stesura di un piano di rientro. Gli ultimi anni hanno visto una concreta riduzione del debito delle Regioni a fronte di un aumento di quello dei Comuni, specialmente dei capoluoghi di Regione o di Provincia, mostrando come l'efficacia del vincolo sia sostanzialmente nulla a livello degli Enti Locali. La strada perseguibile potrebbe essere un divieto generale di ricorso ai prestiti, analogamente a quanto previsto per i *Länder* tedeschi, impostando un regime transitorio che permetta ai Comuni maggiormente indebitati di porre in essere gli interventi necessari a rendere sostenibili i bilanci in assenza di finanziamento tramite prestiti; a tal fine, un fondo analogo a quello che sarebbe previsto per le Regioni maggiormente in difficoltà e i cui finanziamenti siano vincolati alla realizzazione di determinati progetti o al raggiungimento di obiettivi di finanza pubblica locale, nell'ambito di una stabilizzazione delle finanze del Comune che vi faccia ricorso, potrebbe risultare strumentale al conseguimento dei risultati che la riforma si propone.

Effetti positivi della riforma

Per comprendere quali possano essere gli effetti di una riforma istituzionale complessa come quella illustrata bisogna prima illustrare il quadro generale della situazione in Germania, analizzando i cinque anni successivi all'entrata in vigore del freno all'indebitamento e dunque della presenza in contemporanea dello *Schuldenbremse* e della *Finanzagentur*. Tra il 2014 e il 2019 la Germania ha sperimentato tassi di crescita abbastanza sostenuti, arrivando addirittura al 4,2% nel 2017, superando definitivamente le conseguenze delle due crisi consecutive degli anni 2008 e 2011 prima e meglio di altri paesi dell'Eurozona.²⁷ Durante questo lasso di tempo, il suo debito pubblico in rapporto al PIL è sceso dal 75,7% al 59,7%, un netto calo le cui cause non possono essere unicamente rintracciate nella crescita del Prodotto Interno Lordo. Il ruolo principale è stato indubbiamente svolto dal freno all'indebitamento, il quale fissa la quota massima di entrate annuali derivanti da prestiti allo 0,35% del PIL per il Governo federale e vieta il finanziamento tramite

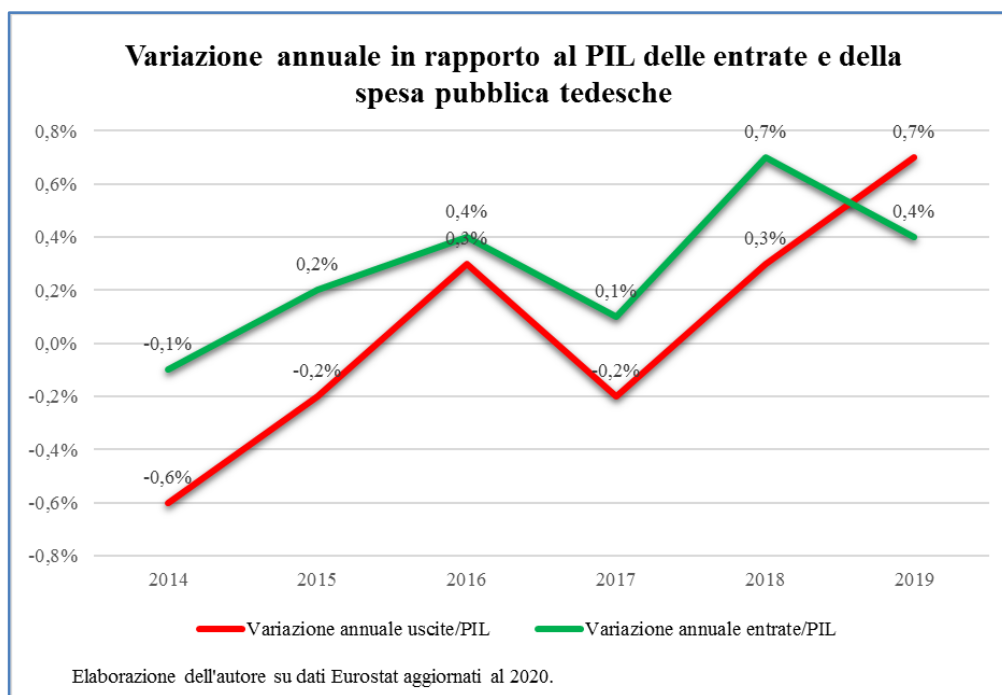
²⁷ Dati EUROSTAT sul PIL. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp/default/table?lang=en.>

indebitamento ai *Lander*, che ha impedito un ricorso eccessivo alla spesa in deficit e ha costretto il governo tedesco a trovare altri mezzi per portare avanti le sue politiche. È interessante la dinamica delle spese e delle entrate, entrambe aumentate in valore assoluto lungo tutto l'arco dell'intervallo preso in esame. Tra il 2014 e il 2019, la spesa pubblica tedesca è aumentata di circa 294,5 miliardi di euro, a fronte di un aumento delle entrate di poco superiore pari a 345,8 miliardi di euro. Se viste in rapporto al Prodotto Interno Lordo però, si può notare come entrate e uscite non ne seguano l'andamento, mantenendosi tendenzialmente stabili in rapporto al PIL, oscillando le entrate tra il 44,9% (2014) e il livello massimo del 46,7% (2019), sebbene siano cresciute costantemente dopo il 2014, e le uscite tra un livello minimo del 44,1% (2015) e un massimo del 45,2% (2019), calando o aumentando di alcuni decimi di punto percentuale ogni anno.²⁸ Vi inoltre forte correlazione positiva (di poco superiore a 0,8)²⁹ tra la variazione annuale delle entrate e la variazione annuale delle uscite (dunque della spesa). Il contenimento della spesa pubblica, necessario data la presenza del freno all'indebitamento che impedisce di fatto la formazione di deficit superiori, in rapporto al PIL, alla crescita economica dell'anno di riferimento, accompagnato da una crescita sostanziale delle entrate e dal calo dei tassi di interesse, analogamente a quanto accaduto per il resto dell'Eurozona ma in caduta già da prima della decisione della BCE a guida Draghi di iniziare gli acquisti di titoli sovrani sui mercati secondari nell'ambito dello strumento di politica monetaria non convenzionale comunemente noto come *Quantitative Easing*, ha permesso l'ottenimento di continui surplus di bilancio insieme ad un sempre decrescente rapporto debito/PIL, senza andare però ad incidere sulla crescita economica,³⁰ a differenza di quanto affermato dai critici del management della finanza pubblica tedesca tradizionalmente improntato all'austerità.

²⁸ Dati EUROSTAT sulla Finanza pubblica negli Stati Membri.
<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10a_main/default/table?lang=en>

²⁹ Elaborazione dell'autore su dati EUROSTAT.

³⁰ *Ibidem*.



Il forte vincolo all'indebitamento presente in Germania ha innescato un circolo virtuoso, nel quale non potendo fare ricorso all'indebitamento per il finanziamento di nuovi interventi, il legislatore tedesco è costretto a compiere una revisione dei capitoli di spesa iscritti a bilancio e ponderarne i costi e i benefici, andando a sopprimere quelli il cui rapporto tra dette variabile risulti maggiormente svantaggioso, generando un beneficio conseguente per i cittadini dato che le risorse statali, provenienti dalla tassazione generale per la maggior parte, risultano impiegate nel miglior modo possibile (almeno in linea teorica), contribuendo in maniera anche sostanziale alla crescita economica del paese e al conseguente aumento di benessere della popolazione (*Bundesfinanzministerium*).

Analogo circolo virtuoso era auspicato anche dal legislatore italiano al momento della modifica dell'articolo 81 della Costituzione. Il vincolo all'indebitamento, seppur non stringente come presente nella Legge fondamentale tedesca, avrebbe dovuto portare il Parlamento ed il Governo a intraprendere un percorso simile. Il rendiconto consuntivo presentato da Governo all'atto della presentazione della Legge di Bilancio al Parlamento dovrebbe permettere, insieme ai riscontri della Corte dei Conti, egualmente disponibili all'Esecutivo e alle Camere, proprio questo processo di *spending review* continua, permettendo una comparazione puntuale tra i costi e gli effetti delle misure in essere (Di Gaspare, 2017, pp. 104-106). La debolezza del vincolo costituzionale italiano e il trasferimento effettivo delle decisioni sul bilancio di previsione dello Stato dal Parlamento al Governo, il quale puntualmente pone la questione di fiducia sul c.d. maxiemendamento che riscrive completamente la legge di bilancio, rendendo l'approvazione della legge più importante dello Stato

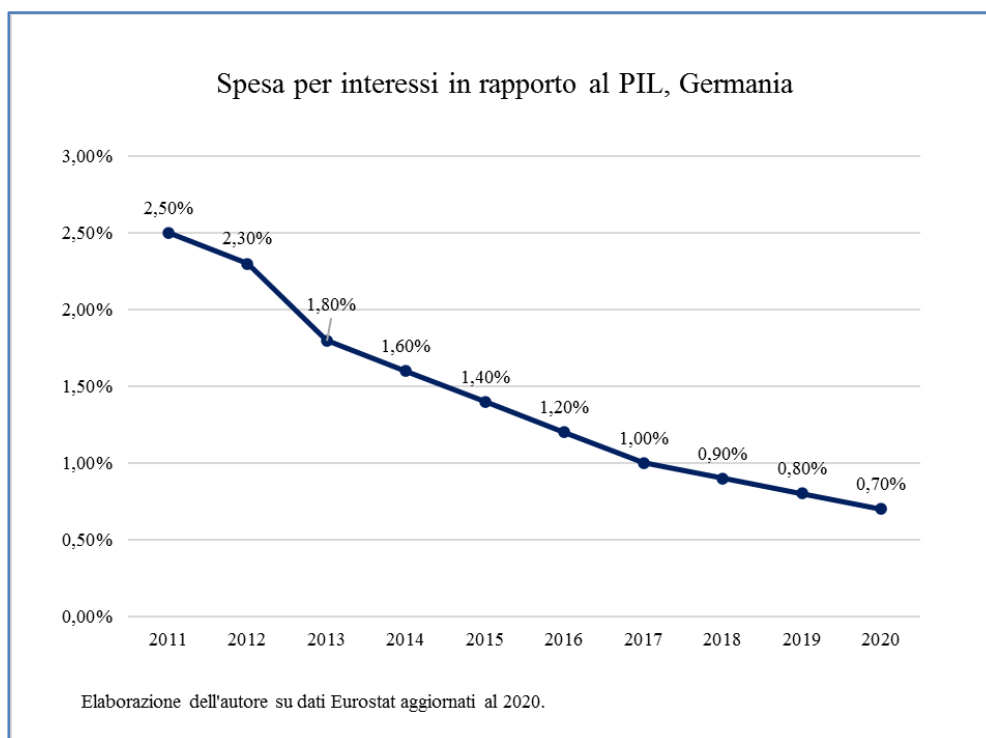
estremamente opaca e priva di un vero controllo democratico, ha portato questo schema a saltare, rendendo totalmente inefficace il sistema di pesi e contrappesi pensato dal legislatore per indurre il circolo virtuoso di revisione della spesa pubblica in funzione in Germania (Di Gaspare, 2017, pp. 292-294). Un vincolo maggiormente stringente ed esplicito come quello tedesco potrebbe ribaltare questa situazione e costringere Governo e Parlamento a seguire tale procedura, con benefici immediati per le finanze pubbliche e successivi per i cittadini.

Il freno all'indebitamento aiuterebbe inoltre a porre un freno alla crescita vertiginosa del rapporto debito/PIL degli ultimi anni, arrivato con la pandemia a livelli record e toccando un totale di 2.696,2 miliardi di euro a giugno 2021 (Banca d'Italia). Con un livello di crescita media vicino a quello registrato tra il 2014 e il 2019 e pari all'1,8% annuo, il tetto al deficit posto al livello ipotizzato del 1% del PIL riuscirebbe in principio a portare ad una decrescita del debito pubblico in rapporto al Prodotto Interno Lordo, rendendo la posizione dell'Italia sui mercati finanziari più solida e portando in conseguenza dell'aumento di fiducia nel paese ad una diminuzione del rischio Stato e dunque dei tassi di interesse sui titoli del debito pubblico, traducendosi quindi in minori costi per le casse dello Stato e maggiore possibilità di spesa non in deficit (supponendo invariate le entrate). Tale livello di crescita dell'economia appare ottenibile, sia sul breve che sul lungo periodo, in virtù dei massicci investimenti e delle riforme che verranno attuate con il PNRR. Le stime preliminari contenute nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza italiano indicano come le sole riforme previste all'interno del documento, se poste in essere, porteranno ad un aumento stabile nel tempo di circa 0,3% percentuali, che sommato all'aumento indotto dagli altri progetti e investimenti del Piano pari a circa mezzo punto percentuale di PIL arriva quasi a toccare il livello del 1% che porterebbe la crescita dell'economia allo stesso livello del deficit annuo.³¹ In condizioni di crescita economica anche lieve, questi benefici apportati dal PNRR permetterebbero all'Italia di sfruttare appieno l'ipotetica introduzione nell'ordinamento di un freno all'indebitamento simile a quello tedesco come sopra descritto. In termini numerici, supponendo un livello base del PIL pari a 100 e un indebitamento pari al 150%, data una crescita del 1,5% un vincolo al finanziamento in deficit della spesa pari al 1% del PIL porterebbe alla diminuzione del rapporto debito/PIL al 148,8%, supposte invariate tutte le altre condizioni. Un tasso di crescita del PIL superiore di mezzo punto percentuale al tasso di crescita del debito pubblico in rapporto al PIL indurrebbe quindi una diminuzione di detto rapporto più che doppia.³²

³¹ Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. <<https://www.governo.it/sites/governo.it/files/PNRR.pdf>>

³² Calcoli dell'autore. $PIL_t = 100$, $B_t = 150$, $g_t = 1,5$ e $b_t = 1$. $PIL_{t+1} = 101,5$ e $B_{t+1} = (B_t + b_t)/PIL_{t+1} = (150 + 1)/101,5 = 148,8$.

Ulteriori vantaggi deriverebbero dall'istituzione di una Agenzia del debito che riprenda e attui la strategia *market-oriented e investor-oriented* della *Finanzagentur*. Sin dalla piena entrata in funzione dell'Agenzia delle Finanze tedesca è stato possibile apprezzare in Germania un livello della spesa per interesse molto basso, ulteriormente diminuito negli anni successivi al 2015 anche in conseguenza degli acquisti di titoli di stato da parte della BCE, comunque continuando un trend in atto per tutti gli anni '10 del 2000. L'uso sapiente degli swap permette alla Germania di ottenere, per ciascuna tipologia di titoli di stato, il rendimento ritenuto il migliore possibile, a differenza di quanto accaduto in Italia dove nel solo 2014 si sono avute 34 miliardi di euro di perdite in derivati, dato che fa pensare più all'uso di questa tipologia di strumento finanziario come "scommessa" che come mezzo di copertura dei rischi (Di Gaspare, 2017, p. 290). Considerata la possibilità, concreta, di un termine dei programmi di acquisto di titoli sovrani della BCE o almeno di una sua sospensione o riduzione, nel momento in cui venga giudicata terminata la fase critica della pandemia (BCE, 2021), l'introduzione di questa innovazione istituzionale, insieme all'adozione di una nuova strategia di emissione dei titoli di stato, maggiormente improntata al soddisfacimento delle preferenze degli investitori per ciascuna categoria di titoli, permetterebbe di far fronte al plausibile aumento dei tassi di interesse, tenendoli a livelli analoghi o addirittura inferiori, come dimostrato dall'esperienza tedesca che ha visto la spesa per interessi crollare dal 2,5% del 2011 allo 0,7% del 2020.³³



³³ Dati EUROSTAT. <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10a_main/default/table?lang=en>

I risultati della riforma porterebbero nel complesso ad un miglioramento generale della condizione della finanza pubblica italiana. La minore pressione sulla spesa pubblica del costo del debito, derivante dall'abbassamento dei tassi di interesse indotto dall'aumentata fiducia dei mercati nel paese, in virtù del più stringente vincolo alla spesa pubblica indotto dal freno all'indebitamento e dalla gestione maggiormente trasparente dell'emissione e collocamento dei titoli del debito pubblico, nonché dalla maggiore indipendenza che una Agenzia del Debito avrebbe dal potere politico, pur sempre rimanendo sotto l'ombrello della Presidenza del Consiglio o del Ministero dell'Economia e sotto l'occhio vigile del Parlamento, garantirebbe un maggiore spazio di manovra fiscale e permetterebbe di conseguenza di mantenere livelli adeguati di spesa pubblica evitando il ricorso ai tagli verticali (e pertanto dannosi) della *spending review* effettuata successivamente al 2011. Rimane comunque il problema della rimodulazione di alcuni dei capitoli di spesa maggiormente problematici del bilancio statale, il cui aumento incontrollato rischia di vanificare qualsiasi tentativo di riforma, bruciando miliardi di euro altrimenti spesi in investimenti e danneggiando irrimediabilmente le prospettive di crescita futura del paese.

A causa della crisi pandemica, il debito pubblico italiano è arrivato a sfiorare il 160% in rapporto al Prodotto Interno Lordo, sia a causa del crollo verticale del PIL stesso che in conseguenza delle maggiori spese necessarie a sostenere l'economia in una fase di crisi così acuta. Se grazie al PEPP della BCE i tassi di interesse sono rimasti sufficientemente bassi al punto tale da portare ad un calo consistente della spesa per interessi nel 2020 e se le aste dei titoli di stato sono andate generalmente molto bene, garantendo il raccoglimento di tutte le risorse necessarie, non si può prevedere nel medio periodo che la situazione rimanga favorevole. Con il ritorno in vigore del PSC, attualmente sospeso, e con il termine dei programmi di acquisti di titoli della BCE, è necessario ristrutturare le istituzioni statali che si occupano del debito pubblico e rivedere la normativa che regola tali processi. Anche in presenza di una modifica del Patto di Stabilità per meglio rispecchiare le condizioni post-pandemiche delle finanze pubbliche degli Stati Membri, un mantenimento tout-court dell'attuale sistema rischierebbe di inviare un segnale negativo, indicando una passività istituzionale nei confronti del problema del debito pubblico, con il rischio di tornare a situazioni critiche come durante la crisi dei debiti sovrani.

Conclusione

L'arrivo della pandemia ha condizionato le finanze pubbliche di tutti gli stati del mondo, costringendo i governi a pianificare e attuare misure di sostegno all'economia. La necessità di finanziare la risposta sanitaria ed economica al Covid-19 con livelli di indebitamento di portata senza precedenti dal Secondo Dopoguerra ha portato in Europa alla sospensione dei vincoli alle finanze pubbliche con l'attivazione a marzo 2020 della “*General Escape Clause*” del Patto di Stabilità, il quale è stato sospeso almeno fino a tutto il 2022 (Consiglio Europeo, 2020). Se in Italia questo è bastato ad autorizzare, insieme alle deliberazioni a maggioranza qualificata delle due Camere, il recupero sui mercati finanziari delle risorse necessarie tramite il collocamento di titoli di stato, in Germania è stato sospeso, appena due giorni dopo la sospensione del PSC, anche il freno all'indebitamento, con una deliberazione del Bundestag che contestualmente approvava il pacchetto di aiuti voluto dalla Cancelliera Angela Merkel e dal suo Ministro delle Finanze Olaf Scholz.³⁴

La crisi pandemica ha mostrato come, in situazioni di crisi, la presenza di uno stato con i conti pubblici in ordine e la possibilità di ricorrere all'indebitamento possano permettere di superare i momenti maggiormente critici dell'emergenza con un (relativamente) basso impatto sull'economia, soprattutto dal punto di vista dei posti di lavoro persi e dalla velocità della ripresa dell'economia stessa, fattori maggiormente rilevanti rispetto alla decrescita economica presa singolarmente in quanto tale. Se in Italia la risposta alla crisi attraverso l'indebitamento è stata largamente accettata, perlopiù in maniera trasversale e bipartisan, da tutte le forze politiche e dalla società in generale, in Germania un forte dibattito si è creato attorno all'opportunità di riformare gli stringenti vincoli all'indebitamento. L'attuale Ministro delle Finanze e candidato dell'SPD alla Cancelleria Scholz ha rigettato le voci di riforma del meccanismo, affermando al contempo che la Germania deve continuare a sostenere l'economia in ripresa, posizionandosi in una zona grigia finalizzata maggiormente alla raccolta del consenso in vista delle elezioni del 26 settembre che a dare una chiara indicazione ai cittadini ed al suo partito (Chazan, Khalaf, 2021).

Data la possibilità di sospendere lo *Schuldenbremse* in situazioni di crisi e data la forte probabilità di una futura coalizione di governo che includa la CDU/CSU, quantomeno come *junior partner*, tradizionalmente favorevole ad una gestione rigorosa delle finanze pubbliche, è difficile

³⁴ EURACTIV, Il Parlamento tedesco sospende il freno all'indebitamento. <<https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/german-parliament-suspends-debt-brake-to-fight-coronavirus-outbreak/>>

ipotizzare per il prossimo futuro un cambiamento di paradigma in Germania. Il freno all'indebitamento non ha inciso sulla crescita del paese negli anni successivi alla sua entrata in vigore e la relativa flessibilità della norma ne ha fatto uno strumento difficilmente contestabile anche dai partiti tradizionalmente schierati su posizioni di sinistra economica. Sebbene un ritorno al passato già nel 2022 potrebbe comportare spillover negativi nel resto dell'Eurozona e dell'Unione Europea in generale, con un impulso fiscale negativo stimato pari allo 0,6% del PIL se dovesse tornare in vigore il freno all'indebitamento esattamente come prima della pandemia, in assenza di ulteriori emergenze i vincoli all'indebitamento torneranno "alla normalità" in Germania a partire dal 2023 (Buhl, Cohen-Setton, Vallée, 2021).

Ciò che invece potrebbe mutare radicalmente sono i vincoli europei del Patto di Stabilità e la governance del debito in Italia. La riforma del PSC è stata evocata più volte, ma con i livelli di indebitamento raggiunti durante la pandemia si è resa sostanzialmente inevitabile, non potendo più essere rispettati i parametri di Maastricht così come sono se non al prezzo di soffocare quasi del tutto la ripresa post pandemica. Sebbene potrebbero non venire riformati alcuni principi cardine, come il livello target del rapporto debito/PIL del 60%, è indubbio che i principi secondari che regolano più concretamente la gestione delle finanze pubbliche da parte degli Stati soggetti verranno riformati, come l'obbligo di diminuire ogni anno di 1/20 la parte di debito pubblico eccedente al limite del 60%, contenuto nel Six Pack e modificabile a maggioranza qualificata, più semplice da ottenere e facile da far digerire ai paesi cosiddetti frugali, che spingono per un mantenimento delle regole così come sono, con le prime bozze di riforma che potrebbero venire presentate già a inizio 2022 (Bei, 2021).

Dovrebbe infine mutare anche l'approccio italiano alla governance del debito pubblico. Con gli attuali livelli di indebitamento, difficilmente si potrebbe pensare di poter sostenere a livello finanziario una ulteriore crisi come quella appena passata e ormai in via di risoluzione grazie ai vaccini. Se il lavoro della Direzione II del Tesoro ha permesso in questi mesi di raccogliere sui mercati le risorse necessarie, i quasi 2.700 miliardi di debito pubblico impongono una seria riflessione. Il riformato articolo 81 non è riuscito in tempi non emergenziali a mettere un freno al ricorso al deficit, nonostante i ripetuti avanzi primari ottenuti dal paese, unico insieme alla Germania nell'Eurozona, la quale però grazie al freno all'indebitamento è riuscita nella missione di contenere definitivamente la spesa pubblica grazie anche ad una spending review continua che risulta, a causa del vincolo estremamente stringente, di fatto obbligatoria (*Bundesfinanzministerium*). La scelta di un portafoglio di titoli maggiormente calibrato verso i BTP

a lunga scadenza, con il conseguente aumento della vita media del debito, potrebbe inoltre portare, una volta finiti i programmi di acquisti di titoli della BCE, ad un nuovo aumento del costo del debito, ora ai minimi storici; il comportamento *risk-averse* dei burocrati del MEF impedisce il passaggio ad una strategia maggiormente orientata all'uso di titoli a breve, la quale potrebbe essere messa in atto invece attraverso l'istituzione di una Agenzia del Debito indipendente.

Data questa situazione, una riforma del sistema è quasi inevitabile. Un ritorno al passato tout-court significherebbe ignorare la portata degli sconvolgimenti avvenuti con la pandemia e la possibilità di sfruttare i finanziamenti straordinari garantiti dal *Recovery Fund*, parallelamente al rispetto degli obiettivi posti dal PNRR e le riforme ad esso collegate, al fine di mettere in piedi una riforma che renda maggiormente sostenibile il debito pubblico italiano e ne permetta una continua riduzione senza incidere in maniera eccessiva sulle prospettive di crescita del paese.

Summary – “Public debt management in Italy and Germany: a comparative analysis.”

Public debt management has always been a problematic issue in Italy. Since the first years after World War II, the country has accumulated a huge stock of public debt which is now menacing the stability of its economy and all of Europe, since the spill over of an Italian default will bring the EU to its knees.

Italy is experiencing a consistent “snowball effect”, where the debt continues to grow thanks to the interests it generates since the primary balance is not sufficient to repay the interests, it generates a deficit which in turn increases the stock of public debt, leading to an increase in debt’s cost, in a vicious cycle which repeats itself.

At the end of WWII, Italian public debt amounted at 33% of the GDP, stabilizing in the subsequent years at a level of 30% on average. The sound management of public finances in the first phase of the Italian Republic had success in keeping at low levels public debt. It was then introduced the BOT, a short-term instrument which was used to cover unexpected liquidity needs, deemed as “temporary” debt which would disappear at the end of the year, as per word of Luigi Einaudi. In the period following 1973, debt rose without control, due to the negative shocks the Italian economy experienced because of the oil crisis and to the inflation, which eroded both public debt and private wealth, leading to an increase in welfare policies, also used as a political tool to gain consensus. Many reforms further deteriorated the situation, which was bought under control only in the ‘90s, when draconian reforms and expenditure cuts were enacted in order to permit Italy to access the Euro. In the end, this was not sufficient. Maastricht parameters, the Stability and Growth Pact (SGP) and the constitutional reform of 2012 could not stop a further increase in public debt levels, mainly because of the effects of three large events: the financial crisis of 2008, the sovereign debt crisis of 2011 and the Covid-19 pandemic of 2020, which sum led to public debt amounting almost to 160% of the GDP. In recent years, interest rates have decreased thank to the programmes enacted by the ECB, which purchased billions of euros worth of titles on secondary markets, easing the pressure on Euro Member States public finances, but they will eventually come to an end, presenting to the Italian government the necessity of a sounder public debt management.

Germany, on the contrary, managed to maintain low debt levels until reunification. Its cost, mostly due to the underdevelopment of the former DDR territories, led to sharp increase in public

debt, which rose by 20 percent from 1990 to 2000. A report was filed by the consultancy firm Andersen Consulting, which called for the outsourcing of federal public debt management. The government enacted two separate reforms, instituting the Finance Agency, which entered in function in 2006, and establishing a debt brake modelled on its Swiss homonym in 2009, which was applied starting from 2014. These two reforms had a huge impact on German public debt: by 2019 it was under the critical level of 60% of the GDP, indicated by the Stability and Growth Pact, enabling Germany to enact a response to the pandemic which didn't have to take immediately into account the necessity of reducing public debt due to an excessive level. This sharp decline is explained of course also by the solid primary balance of Germany, the only positive one in the EU apart from Italy's (in both cases, before the pandemic), and by a strong GDP growth, which in turn has not been hampered by the debt brake.

Both Italy and Germany have to comply with European targets regarding deficit and public debt, set respectively at 3% and 60% of the GDP. These limits have not been chosen casually, but to satisfy the so called "golden rule", which stipulates that financing public expenditure with deficit is possible only for public investments, which generate revenues and balance the debt incurred on the long term. It is verified that public debt is stationary at a 60% debt/GDP level in presence of a nominal GDP growth of 5% (determined by 2% inflation and 3% real GDP growth) and if the deficit amounts exactly to 3% of the GDP. The SGP is articulated in two branches, one preventive and one punitive; the first establishes a precise annual path for the budgetary programme of each State, the latter stipulates measures and actions to be taken against said states if they violate the terms of the SGP, given they did not respect a set of other rules, such as the obligation to diminish public debt in excess of the 60% limit by one twentieth each year introduced with the Six-Pack in 2012. With the pandemic, the European Commission activated the General Escape Clause on March the 23rd 2020, suspending the SGP until at least 2022, triggering a fierce debate on the eventual reform of the Pact.

Article 81 of the Italian Constitution regulates the public budget and debt limits. Amended in 2012 with a constitutional reform, it introduces two principles which constitute the base upon which are built, in theory at least, Italian public finances: the budgetary balance and a debt constraint. The implementing law, l. 243/2012, specifies that the budgetary balance has to be intended as the Medium-Term Objective as individuated by European norms. The theoretical base for this principle is the Ricardian equivalence theorem between present and future taxes, which stipulates that the choice of financing present public expenditure with debt or an increase in taxes

does not influence the level of the aggregate demand. The budgetary balance in article 81 has been intended as structural budget balance, as defined by European law, and is considered respected either if the structural balance equal to the MTO or deviates from it in a non-significant manner or if said balance allows compliance with the so-called adjustment path towards the MTO or deviates from it in a non-significant manner. The debt constraint instead bans financing public expenditure through debt except for anti-cyclical policies and “exceptional events” according to law 243/2012, provided the approval by the Parliament with qualified majority. Since the anti-cyclical policies are exclusive competence of the central government, the second comma of article 81, in combination with first comma of the same article, stipulates a nominal budgetary balance for local governments, such as the *Regioni* and the *Comuni*. Furthermore, for local governments this budgetary balance is intended as intertemporal, which means that they can incur in debt only prior to the establishing of a plan to repay it. To complete the architecture created by article 81, the Parliamentary Budget Office has been created, an independent body established within Parliament with the task of analysing and verifying public finance trends and assessing compliance with budgetary rules.

On the other hand, Germany introduced in 2009 a strict debt constraint, following the Swiss example, which as been referred as “debt brake”. The debt brake limits the recourse to borrowing at 0.35% of GDP for the Federal Government, while forbidding totally borrowing for *Landers*. The debt brake does not, formally, apply to local governments, but as the European limit of 0,5% of maximum structural debt applies to Germany, considered the 0,35% “reserved” to federal government a tiny 0,15% of GDP is left. Similarly, to Italian article 81, exception to this limit is possible in case of extraordinary events such as Covid-19. A further norm, the notional account, acts as an automatic stabiliser, linking cyclically adjusted government spending to cyclically adjusted trend revenues. German Fundamental Law also poses other rules: the permanent control of federal and state budgets by the Stability Board, the requirements and procedures for establishing a budgetary emergency and the criteria underlying the programmes necessary to avoid a budgetary emergency, also stipulating that all decisions and documents of the Council must be public. After the large recourse to borrowing, necessary to finance the response to Covid-19, a debate has begun in Germany on the need for reform of the mechanism and its future reintroduction once the pandemic emergency is over, with a clear cleavage between the CDU/CSU and FDP against the SPD and the Greens.

The Ministry for Economy and Finances has in Italy the competence on issuance and management of public debt, through the Directorate II of the Treasury Department, which is

responsible also for the management of the fund for the amortisation of government securities, the management of state liquidity, analyses concerning the market for public debt securities and the coordination of relations with other authorities, both national and international, in matters within its competence. In cooperation with the Bank of Italy, the State issues public debt securities both on domestic and foreign markets. There are two methods of issuing bonds, the auction or the placement syndicate; the former can be alternatively competitive or marginal, depending on the type of title auctioned, while the syndicate, on the other hand, is made up of a group of banks, individuated by the Ministry, among state securities Specialists. Italian public debt management is based on IMF's and World Bank's guidelines and on the trade-off between debt cost, calculated according to SEC 10 regulation, and risk, usually measured through the Spread BTP-Bund 10.

The German Finance Agency was created in 1998 and entered in function in 2006. This reform has been one clear and radical example of institutional reform, aimed at conveying into the new structure all the competences on public debt issuance and management, engaging in a new investor-oriented approach to financial market which permitted to decrease debt's cost. This approach treats differently the cost-risk trade off, still managing to find an acceptable balance and following international guidelines. If the Italian Directorate II is subject to the political authority of the Minister, the German Finance Agency is totally independent, while having almost the same function and powers. German securities are similar to Italian ones, although more uniform in type as almost every security is a fixed coupon bond, while in Italy more peculiar instrument have been used to collect resources from financial markets. The issuance of government securities is almost identical as in Italy, being possible both the auction and the syndicate.

While public debt management has a great influence on debt cost and a reform aimed at increasing its efficiency would surely benefit, the ever-growing public expenditure is the first cause of debt increase in Italy. This trend could be counteracted and inverted if reforms on the German model are enacted. One main difference must be taken into account: while Germany is a federal republic, where each Lander has its own government and there is a federal government, both with determined powers and competencies, Italy does have a set of local authorities which way less autonomy than the Landers, which brings as a consequence different relation between the central power and the local one. The consequence would be a different, and in certain ways lesser, influence of the regional governors of Italy on the constitutional and legislative reform that would be enacted to implement the German model. This reform can be divided in two main branches: one regarding the creation of an Italian Debt Agency and the other regarding debt constraints. A replica

of the Finanzagentur is highly unlikely to gain Parliament's approval, due to political aversion to a total outsourcing of public debt management; therefore, the Debt Agency would take the form of an independent authority like the AGCM or one similar to the newly established ACN, the Italian Cyber-security Agency. This institution would absorb most of the competencies of the MEF's Directorate II, which in turn will maintain the power to determine the general framework that regulates debt issuance and management. The Bank of Italy would see its powers untouched, as it has more of a technical function related to auctions, while the Parliament would gain the supervision on the Agency, as a mean of democratic control on debt policy. The other branch of the reform, concerning constraints to borrowing and debt has necessarily to pass through a revision of article 81 of the Constitution. A constraint as low as the German 0.35% of the GDP would be unfeasible for Italian public finances but is not difficult to imagine a higher limit to borrowing, like 1% of the GDP, being introduced and respected. This reform could trigger a process of continuous spending review, as the government and the Parliament would be forced to examine all the expenditure sectors to cut inefficiencies and find enough resources to finance new programmes, therefore benefitting the economic system in its entirety. A level as low as 1% of the GDP also would likely be inferior to the GDP growth, given proper policies enacted and sufficient time for the reform to show its beneficial effects in terms of credibility on financial markets, leading to a sharp fall in public debt levels which could lead, as in Germany's case, to reach the level of 60% debt/GDP imposed by Maastricht and the SGP. This reform should anyway consider critical situations and be structured accordingly. For what concerns Regions and local governments, a tout court imposition of a debt constraint similar to Germany would likely end with many of them without necessary resources to finance basilar services such as healthcare. This could be solved by instituting a temporary regime and exceptions, permitting the economically weaker Regions to transition to the new regime easily.

The pandemic has sparked a fierce debate in Germany on the necessity to reform the debt brake, with many actors who still have to properly take position, like the current Finance Minister Scholz of SPD. However, the German debate end, a reform of the Italian public debt management and institutions is necessary. Not only it would be beneficial to public finances, but it will also ease the burden on future generations and permit an easier response to crises in the future. Germany deployed thousands of euros through public schemes and programmes in support of the economy during the pandemic, with its public debt rising by almost 20% in relation to the GDP. That was possible due to the sound public finances of the country and its low public debt levels, under the 60% threshold in 2019. Berlin obtained this favourable condition without hampering its economic

vitality, permitting a solid response during crisis times and avoiding the full economic impact of the Corivd-19 pandemic. A success that can be replicated. The ECB purchasing programme will not last eternally. Italy has to imagine a new way of managing its huge debt and an inspiration may come right from the first economy of the continent.

Bibliografia

AGI (2021), *Bankitalia rivede al ribasso le stime del PIL*, accessibile a <https://www.agi.it/economia/news/2021-01-15/bankitalia-ribasso-stime-pil-debito-sale-11035831/#:~:text=Nel%202021%20crescita%20del%203,livelli%20precedenti%20la%20crisi%20pandemica%22>. [Accesso 16 settembre 2021].

ANSA (2021), *Nuovo record del debito, a giugno 2.696,2 miliardi*, accessibile a https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2021/08/16/nuovo-record-del-debito-a-giugno-2.6962-miliardi_6835ffa8-b42a-4e36-9538-6f119601c3c7.html. [Accesso 16 settembre 2021].

Banca d'Italia (2020), *Relazione Annuale sul 2019 della Banca d'Italia*, accessibile a <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/index.html>. [Accesso 16 settembre 2021].

Banca d'Italia (2021), *Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia sul 2020*, accessibile a https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2021/cf_2020.pdf. [Accesso 16 settembre 2021].

Banca d'Italia (2021), *Statistiche. Debito delle Amministrazioni Locali*, accessibile a https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/debito-amministrazioni/2021-debito-amministrazioni/statistiche_FPR_20210226.pdf. [Accesso 16 settembre 2021].

Banca d'Italia, *Pubblicazioni Finanza Pubblica*, accessibili a <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/index.html>. [Accesso 16 settembre 2021].

BCE (2020), *Decisione (UE) 2020/440*, accessibile a <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020D0440>. [Accesso 16 settembre 2021].

Bénassy-Quéré A., Coeuré B., Jacquet P., Pisani-Ferry J. (2019), *Politica Economica. Teoria e pratica. Seconda Edizione*, Bologna, Il Mulino.

Bifulco R. (2011), *Il pareggio di bilancio in Germania: una riforma costituzionale post-nazionale?* in Rivista Associazione Italiana dei Costituzionalisti, n.3/2011, accessibile a <https://www.rivistaaic.it/it/rivista/ultimi-contributi-pubblicati/raffaele-bifulco/il-pareggio-di-bilancio-in-germania-una-riforma-costituzionale-postnazionale>. [Accesso 16 settembre 2021].

Buhl D., Cohen-Setton J., Vallée S. (2021), *Germany's Debt Brake and Europe's Fiscal Stance after COVID-19*, Deutsche Gesellschaft für Auswärtige Politik e.V., accessibile a <https://dgap.org/en/research/publications/germanys-debt-brake-and-europes-fiscal-stance-after-covid-19>. [Accesso 16 settembre 2021].

Bundesfinanzministerium (2020), *German Draft Budgetary Plan 2021*, accessibile a https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Press_Room/Publications/Brochures/2020-10-21-german-draft-budgetary-plan-2021.pdf?__blob=publicationFile&v=11. [Accesso 16 settembre 2021].

Bundesfinanzministerium (2021), *Overview of federal budgetary and financial data up to and including June 2021*, accessibile a https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Press_Room/Publications/Monthly_Report/Key_Figures/2021-07-federal-budget.html. [Accesso 16 settembre 2021].

Bundesfinanzministerium (2021), *Spending Reviews in the Federal Budget*, accessibile a <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Public-Finances/Articles/2017-06-14-spending-reviews-im-bundeshaushalt.html>. [Accesso 16 settembre 2021].

Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH (2020), *Issuance outlook of the Federal Government for 2021*, accessibile a https://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/user_upload/pressemeldungen/en/2020/2020-12-17_pm14_Emissionsplanung_2021_en.pdf. [Accesso 15 settembre 2021].

Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH, *German Government Securities*, accessibile a <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/>. [Accesso 15 settembre 2021].

Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH, *Organizational Chart*, accessibile a <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/finance-agency/about-us/organisational-structure/>.

[Accesso 15 settembre 2021].

Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH, *Portfolio Management*, accessibile a <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/portfolio-management/>. [Accesso

15 settembre 2021].

Cassese (2004), *L'attuale situazione delle Autorità Indipendenti*, accessibile a <http://archive.forumpa.it/forumpa2004/convegna/relazioni/38-sabino-cassese/38-sabino-cassese.pdf>.

[Accesso 16 settembre 2021].

Centro Studi Camera dei Deputati (2021), *Gli scostamenti di bilancio per l'emergenza Covid*, accessibile a <https://temi.camera.it/leg18/temi/gli-scostamenti-di-bilancio-per-l-emergenza-covid.html>. [Accesso 16 settembre 2021].

Ciaglia S., Heinemann F. (2013), *Debt Rule Federalism: The Case of Germany*, in *Journal for Comparative Government and European Policy*, Vol. 11, No. 4, pp. 570-602. Accessibile a <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp12067.pdf>. [Accesso 16 settembre 2021].

Commissione Europea, *Assessment del Programma di Stabilità dell'Italia per gli anni dal 2015 al 2019*, accessibili a https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-performance-country/italy/fiscal-surveillance-italy_it. [Accesso 16 settembre 2021].

Commissione Europea (2020), *Assessment of Italy's Stability Programme 2020*, accessibile a https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/it_assessment_of_2020_sp.pdf.

[Accesso 15 settembre 2021]

Commissione Europea (2021), *Summer 2021 Economic Forecast*, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/summer-2021-economic-forecast_en. [Accesso 16 settembre 2021].

Consiglio Europeo (2020), *Letter of Eurogroup President Mario Centeno to the President of the European Council following the Eurogroup of 24 March 2020*. Accessibile a: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/03/25/letter-of-eurogroup-president-mario-centeno-to-the-president-of-the-european-council-following-the-eurogroup-of-24-march-2020/>. [Accesso 16 settembre 2021].

Consiglio Federale della Confederazione Svizzera (2013), *Il freno all'indebitamento a livello della Confederazione: esperienze e prospettive*, Berna. Accessibile a <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/33358.pdf>. [Accesso 16 settembre 2021].

Corte Costituzionale (1966), *Sentenza costituzionale 1/1966*, accessibile a <https://www.cortecostituzionale.it/actionSchedaPronuncia.do?anno=1966&numero=1>. [Accesso 16 settembre 2021].

Craveri P. (2016), *L'Arte del Non Governo*, Venezia, Marsilio.

De Nardis, Micossi (1991), *Disinflazione e re-inflazione in Italia: le implicazioni per la transizione all'Unione Monetaria*. In "Moneta e Credito", n° 174, accessibile a https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/article/view/10909/10787. [Accesso 16 settembre 2021].

Decreto-legge 14 giugno 2021, n.82, convertito in legge con l. 4 agosto 2021, n.109, accessibile a <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2021-06-14;82>. [Accesso 16 settembre 2021]

Dessona Z., Lambertz L., Peters J.W., Falkenbach M., Kauer L. (2020), *Europe's Covid-19 outliers: German, Austrian and Swiss policy responses during the early stages of the 2020 pandemic*, accessibile a <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2211883720300964>. [Accesso 16 settembre 2021].

Deutsche Bundesbank, *Auction Procedure*, accessibile a <https://www.bundesbank.de/en/service/federal-securities/auction-procedure>. [Accesso 16 settembre 2021].

Di Gaspare G. (2017), *Diritto dell'Economia e Dinamiche istituzionali*, Milano, Walters Kluver.

Dipartimento del Tesoro (2020), *Linee Guida sulla Gestione del Debito Pubblico 2020*, accessibile a [http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico - Anno 2020.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Linee_Guida_della_Gestione_del_Debito_Pubblico_-_Anno_2020.pdf). [Accesso 16 settembre 2021].

Dipartimento del Tesoro (2021), *Linee Guida sulla Gestione del Debito Pubblico 2021*, accessibile a http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/archivio_presentazioni/element_0007.html. [Accesso 16 settembre 2021].

Dipartimento del Tesoro, Divisione II – Debito Pubblico (2020), *Elenco degli Specialisti in Titoli di Stato*, accessibile a http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/specialisti_titoli_stato/elenco_specialisti_in_titoli_di_stato/. [Accesso 16 settembre 2021].

Eurostat, Database - Eurostat, accessibile a <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>. [Accesso 16 settembre 2021].

Feld L.P., Reuter, Wolf H. (2021), *The German "debt brake": Success factors and challenges*, Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik. No. 21/10, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg, accessibile a https://www.eucken.de/wp-content/uploads/Discussionpaper_2110.pdf?x34410. [Accesso 16 settembre 2021].

FMI, Banca Mondiale (2014), *Revised Guidelines for Public Debt Management*, accessibile a <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Revised-Guidelines-for-Public-Debt-Management-PP4855>. [Accesso 16 settembre 2021].

Hamker J. (2012), *Implementing Germany's New Constitutional Fiscal Rules*, accessibile a https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-convegni/2011-rules-institution/Hamker.pdf?language_id=1. [Accesso 16 settembre 2021].

Heimberger P. (2020), *Potential Output, EU Fiscal Surveillance and the COVID-19 Shock*, *Intereconomics. Review of European Economic Policy*, accessibile a <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2020/number/3/article/potential-output-eu-fiscal-surveillance-and-the-covid-19-shock.html>. [Accesso 16 settembre 2021].

I.B. (2011), *L'obbligo di «collocare tutto» spinge i tassi*, *IlSole24Ore*, accessibile a <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-11-25/lobbligo-collocare-tutto-spinge-231640.shtml?uuid=AazvOIOE>. [Accesso 16 settembre 2021].

Ibrido, Lupo, (2017), *Le deroghe al divieto di indebitamento tra Fiscal Compact e articolo 81 della Costituzione*, *Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia*, n.2, Roma, accessibile a https://iris.luiss.it/retrieve/handle/11385/174261/53104/42_RTDE_Divieto%20di%20indebitamento.pdf. [Accesso 16 settembre 2021].

ISTAT (2020), *Rapporto Annuale 2020. La situazione nel Paese*, accessibile a <https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2020/Rapportoannuale2020.pdf>. [Accesso 16 settembre 2021].

ISTAT, Banca dati I.Stat, accessibile a <http://dati.istat.it/>. [Accesso 16 settembre 2021].

Landi L. (2014), *Le Regole Europee e il “cosiddetto” pareggio di bilancio strutturale. Regole di non facile comprensione*, in “Osservatorio Monetario 2/2014”, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e di Borsa, Milano, pp. 41-67, accessibile a https://www.assbb.it/wp-content/uploads/2014/10/OM_2014_2.pdf. [Accesso 16 settembre 2021].

Landi L. (2015), *L'ufficio parlamentare di bilancio nell'ordinamento italiano* in *Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia*, n.2, Roma, pp. 177-210, accessibile a <https://archivioceradi.luiss.it/files/2015/02/Landi-Orvieto-2014.pdf>. [Accesso 20 settembre 2021].

MEF (1988), *Relazione del Direttore Generale alla Commissione Parlamentare di Vigilanza – il Debito Pubblico in Italia (1861-1987)*, accessibile a 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. [Accesso 16 settembre 2021].

MEF (2020), *Rapporto sul Debito Pubblico 2019*, accessibile a http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Rapporto_sul_Debito_Pubblico_2019.pdf. [Accesso 16 settembre 2021].

MEF (2021), *Documento di Economia e Finanza 2021, presentato dal Presidente del Consiglio dei Ministri Mario Draghi e dal Ministro dell'Economia e delle Finanze Daniele Franco*, accessibile a <https://www.mef.gov.it/documenti-pubblicazioni/doc-finanza-pubblica/index.html>. [Accesso 16 settembre 2021].

MEF, *Quali sono i titoli di stato*, accessibile a http://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/. [Accesso 16 settembre 2021].

MEF, *Dati Statistici sul Debito Pubblico*, accessibile a http://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/dati_statistici/. [Accesso 16 settembre 2021].

MEF, *Organigramma Direzione II Debito Pubblico*, accessibile a http://www.dt.mef.gov.it/dipartimento/organigramma/direzione_II_debito_pubblico/. [Accesso 16 settembre 2021].

Monorchio A., Mottura L. (2021), *Compendio di Contabilità di Stato. Ottava edizione*, Cacucci Editore, Bari.

Moro D. (2019), *Eliminazione del prestatore di ultima istanza e crisi politiche. Dal "divorzio" tra Tesoro e Banca d'Italia all'euro*, in "Itinerari di ricerca storica, a. XX, accessibile a <http://sibaese.unisalento.it/index.php/itinerari/article/view/20723>. [Accesso 16 settembre 2021].

Nienaber, Rinke (2021), *Merkel's chief of staff triggers fierce debt-brake debate*, Reuters, accessibile a <https://www.reuters.com/article/us-germany-debt-idUSKBN29V0YA>. [Accesso 16 settembre 2021].

Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, accessibile a <https://www.governo.it/sites/governo.it/files/PNRR.pdf>. [Accesso 16 settembre 2021].

Regolamento 2009/479/UE e ss.mm.ii., accessibile a <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32009R0479>. [Accesso 16 settembre 2021].

Rizzoni (2011), *Il “semestre europeo” fra sovranità di bilancio e autovincoli costituzionali: Germania, Francia e Italia a confronto*, in Rivista Associazione Italiana dei Costituzionalisti, n.4/2011, accessibile a <https://www.rivistaaic.it/it/rivista/ultimi-contributi-pubblicati/giovanni-rizzoni/il-semestre-europeo-fra-sovranita-di-bilancio-e-autovincoli-costituzionali-germania-francia-e-italia-a-confronto>. [Accesso 16 settembre 2021].

Trampusch C. (2015), *The Financialisation of Sovereign Debt: An Institutional Analysis of the Reforms in German Public Debt Management*, German Politics, pp. 119-136, accessibile a <https://doi.org/10.1080/09644008.2015.1021791>. [Accesso 16 settembre 2021].

Sito Camera dei Deputati, *Il Pareggio di Bilancio in Costituzione*, accessibile a <https://leg16.camera.it/465?area=1&tema=496&Il+pareggio+di+bilancio+in+Costituzione>. [Accesso 16 settembre 2021].

Sito Camera dei Deputati, *L’attuazione del Principio del Pareggio di Bilancio*, accessibile a <https://leg16.camera.it/522?tema=674&L%27attuazione+del+principio+del+pareggio+di+bilancio>. [Accesso 16 settembre 2021].

Stiglitz, Rosengard, a cura di Gastaldi, Pisauro (2015), *Economia del Settore Pubblico. Fondamenti teorici – Spesa e Imposte*. Terza edizione, Milano, Hoepli.

Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Spesa per Interessi*, accessibile a <https://www.upbilancio.it/dts-05/>. [Accesso 16 settembre 2021].