

Corso di laurea magistrale in Governo,
Amministrazione e Politica

Cattedra di Contabilità Pubblica

La gestione del debito pubblico italiano nel
contesto europeo e delle crisi internazionali:
analisi dell'evoluzione e prospettive future

Prof.ssa Daria Perrotta

RELATORE

Prof. Alberto Iozzi

CORRELATORE

Alessandro Jachemet (653242)

CANDIDATO

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1.....	3
1.1 LA NOZIONE DI DEBITO PUBBLICO	3
1.2 LA FORMAZIONE DEL DEBITO PUBBLICO	6
1.3 IL FINANZIAMENTO DEL DEBITO PUBBLICO.....	8
1.3.1 I Buoni Ordinari del Tesoro (BOT).....	8
1.3.2 I Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'Euribor (CCTeu)	9
1.3.3 I Buoni del Tesoro Poliennali (BTP)	9
1.4 GLI EFFETTI DEL DEBITO PUBBLICO SULL'ECONOMIA	11
1.4.1 Le Teoria della neutralità del debito pubblico	14
1.4.2 La Teoria keynesiana del debito pubblico	17
1.4.3 La scuola della Public Choice	19
1.5 OBIETTIVI, COSTI E RISCHI DELLA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO	20
1.6 MODELLI DI GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO.....	25
1.6.1 Il modello canadese.....	27
1.6.2 Il modello svedese	28
1.6.3 Il modello ungherese	29
1.6.4 Il modello turco.....	31
CAPITOLO 2.....	33
2.1 MODIFICHE NELLA COMPOSIZIONE DELLA STRUTTURA DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO	33
2.2 LA CRISI FINANZIARI GLOBALE E LA GRANDE RECESSIONE.....	36
2.2.1 L'Italia si espone ai mercati globali.....	37
2.2.2 Lo scoppio della crisi.....	37
2.3 LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI	41
2.3.1 Prima fase: la crisi greca raggiunge anche Irlanda e Portogallo.....	42
2.3.2 Seconda fase: la crisi colpisce anche Italia e Spagna e la BCE comincia a reagire	43
2.3.2 Terza fase: "Whatever it takes"	46
2.4 DAGLI ACCORDI DI BASILEA III ALL'UNIONE BANCARIA EUROPEA	47
2.4.1 Gli Accordi di Basilea III.....	48
2.4.2 L'Unione Bancaria Europea.....	49

2.5 GLI INTERVENTI DELL'UNIONE EUROPEA E IL NUOVO PARADIGMA DELLA BCE	52
2.5.1 <i>Le politiche non convenzionali della BCE</i>	53
2.6 LE CONSEGUENZE SULLA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO	57
2.6.1 <i>La risposta ai primi effetti della crisi dei debiti sovrani</i>	59
2.6.2 <i>L'importanza degli investitori retail</i>	60
2.6.3 <i>L'intervento della BCE e gli effetti del Quantitative Easing</i>	61
2.6.4 <i>L'impatto degli Accordi di Basilea e dell'Unione Bancaria Europea</i>	62
CAPITOLO 3.....	65
3.1 L'ITALIA NEGLI ANNI DOPO LA DOPPIA CRISI	65
3.1.1 <i>Un quinquennio di triste immobilità</i>	65
3.1.2 <i>Aumentano le tensioni con l'Europa e con i mercati</i>	70
3.2 GLI STRUMENTI DELLA BCE.....	73
3.2.1 <i>Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)</i>	76
3.2.2 <i>Si può ancora parlare di politiche non convenzionali?</i>	77
3.3 LE MISURE ADOTTATE DALL'UNIONE EUROPEA.....	79
3.3.1 <i>Il programma SURE</i>	80
3.3.2 <i>Il Next Generation EU</i>	82
3.4 LA NUOVA STRATEGIA PER LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA	84
3.4.1 <i>Gli effetti delle politiche della BCE sui detentori dei titoli italiani</i>	88
3.4.2 <i>L'impatto dei prestiti europei</i>	90
3.4.3 <i>L'impatto del ritorno dell'inflazione sulla gestione del debito pubblico</i>	91
3.5 IL MODELLO DI GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO: IL SISTEMA ANALISI PORTAFOGLI DI EMISSIONE (SAPE)	92
3.5.1 <i>I moduli del SAPE</i>	93
3.5.2 <i>L'organizzazione del software SAPE</i>	96
3.5.3 <i>Utilizzo del SAPE nella gestione del debito pubblico italiano</i>	97
CONSIDERAZIONI FINALI.....	99
BIBLIOGRAFIA	109
SITOGRAFIA.....	115
APPENDICE	I
INTERVISTA A DOTT. FABRIZIO TESSERI – MEF	I

INTRODUZIONE

Il seguente elaborato si propone di approfondire l'evoluzione della gestione del debito pubblico italiano, esaminandola alla luce degli eventi che si sono verificati a livello sovranazionale negli ultimi decenni. In particolare, verranno analizzate le principali dinamiche economiche globali, come la crisi finanziaria del 2008, la crisi dei debiti sovrani e le sfide poste dalla recente pandemia, e le politiche adottate dall'Unione Europea e dalla Banca Centrale Europea in risposta a tali eventi. Si approfondiranno le misure di politica monetaria e fiscale messe in campo, analizzando come tali interventi abbiano influenzato la gestione del debito pubblico in Italia. Saranno inoltre esaminati i cambiamenti nelle scelte politiche e strategiche adottate a livello nazionale per affrontare le nuove sfide economiche, con l'obiettivo di garantire la sostenibilità del debito nel lungo termine e mantenere la stabilità finanziaria del Paese. L'elaborato si soffermerà infine sull'evoluzione degli strumenti di gestione e sulle implicazioni future delle politiche adottate.

L'elaborato sarà dunque strutturato in tre capitoli e in una parte conclusiva dedicata alle considerazioni finali.

Nel primo capitolo verrà introdotta la nozione di debito pubblico, esaminando in modo dettagliato la sua formazione e i suoi effetti sull'economia. Si analizzeranno i modelli di gestione del debito pubblico adottati in diversi Paesi, con un focus sulle modalità di finanziamento utilizzate dalle amministrazioni pubbliche, come l'emissione di titoli di Stato. Saranno trattate anche le teorie economiche principali che interpretano il ruolo del debito pubblico per comprenderne meglio le implicazioni economiche.

Il secondo capitolo sarà dedicato all'evoluzione del debito pubblico italiano e alle modifiche nella sua composizione, in particolare a seguito delle crisi economiche globali. Si esamineranno gli effetti della crisi finanziaria del 2008 e della crisi dei debiti sovrani, con particolare attenzione alle ripercussioni sul mercato del debito pubblico italiano e sull'accesso ai mercati finanziari internazionali. Inoltre, verranno analizzate le risposte messe in atto dall'Unione Europea e dalla BCE, e il modo in cui tali misure hanno influenzato la gestione del debito pubblico in Italia, contribuendo a stabilizzare l'economia.

Nel terzo capitolo, l'attenzione si sposterà sugli sviluppi più recenti, con un focus sulle politiche di gestione del debito adottate negli ultimi anni. Verranno esaminati gli interventi della Banca Centrale Europea, come il *Quantitative Easing*, e le misure di stimolo economico promosse dall'Unione Europea, con particolare riferimento agli strumenti introdotti per affrontare le crisi, come il *Next*

Generation EU. Si analizzerà l'impatto di questi strumenti sulla sostenibilità del debito pubblico italiano, esplorando anche l'adozione di nuovi approcci per ottimizzare la gestione del debito pubblico italiano, come il Sistema Analisi Portafogli di Emissione (SAPE).

Le considerazioni finali offriranno una riflessione complessiva sugli effetti a lungo termine delle politiche di gestione del debito pubblico in Italia e a livello europeo. Si valuteranno le prospettive future in un contesto economico globale sempre più complesso, in cui la stabilità del debito pubblico rimane una delle principali sfide per i governi nazionali e le istituzioni sovranazionali. L'elaborato cercherà di fornire una visione critica delle politiche adottate e delle loro conseguenze per le future generazioni.

Le fonti utilizzate per la stesura di questo elaborato sono numerose e diversificate e includono testi di autori e istituzioni di riconosciuta autorevolezza, insieme a riferimenti normativi fondamentali per la comprensione del quadro giuridico di riferimento. Oltre alle pubblicazioni scientifiche, si è fatto riferimento all'ultimo rapporto sulla competitività dell'Unione Europea, che ha fornito un'analisi approfondita delle sfide economiche e delle prospettive future per l'Europa.

Un contributo significativo alla comprensione delle strategie di gestione del debito pubblico è stato fornito dall'intervista rilasciata all'autore da Fabrizio Tesseri, dirigente responsabile delle emissioni di titoli di Stato a medio-lungo termine del *Capital Market* del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Tale intervista, inserita nell'appendice in fondo all'elaborato, ha offerto una visione privilegiata e dettagliata delle politiche e delle pratiche operative adottate dall'Italia nella gestione del debito pubblico e dei relativi strumenti finanziari.

Per l'elaborazione e l'analisi dei dati economici, si è fatto uso di *dataset* di elevata affidabilità, resi disponibili da organizzazioni di primario rilievo come l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), l'Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (Osservatorio CPI), l'Ufficio statistico dell'Unione Europea (Eurostat) e la Base Dati Statistica della Banca d'Italia.

CAPITOLO 1

Il debito pubblico.

Nozione, effetti sull'economia e modelli di gestione

1.1 La nozione di debito pubblico

Il debito pubblico è da lungo tempo uno dei principali problemi strutturali dell'economia italiana, e non solo. Ogni governo, indipendentemente dalla maggioranza politica, si trova prima o poi a dover affrontare la sfida del suo contenimento e, talvolta, della sua riduzione. Le motivazioni a favore della riduzione del debito pubblico sono molteplici: un debito elevato può rappresentare una minaccia per la stabilità finanziaria complessiva del sistema economico, frenando gli investimenti e ostacolando la crescita dell'occupazione. Inoltre, uno degli effetti più rilevanti e a lungo termine riguarda il peso che questo debito impone sulle generazioni future, non solo per la necessità di ripagare il debito accumulato, ma anche per la riduzione dello spazio fiscale disponibile. Tale riduzione limita la capacità dei governi di attuare politiche economiche e sociali mirate e di investire in settori strategici come istruzione, sanità e infrastrutture, privando così le future generazioni di interventi che potrebbero migliorare il loro benessere e favorire una crescita economica sostenibile.

La natura del debito pubblico è particolarmente complessa: esso rappresenta un debito che lo Stato, in quanto espressione dei cittadini, contrae proprio con i cittadini stessi. Questo implica che, in ultima analisi, ogni cittadino è sia creditore che debitore. Da una parte, quindi, i cittadini hanno il diritto di ricevere il rimborso del debito alla scadenza convenuta, con gli interessi pattuiti; dall'altra, hanno il dovere di contribuire alla raccolta delle entrate tributarie necessarie per permettere allo Stato di far fronte agli oneri legati agli interessi sul debito e al suo rimborso¹. Questo duplice ruolo dei cittadini, come creditori e debitori, crea una dinamica complessa in cui gli obblighi fiscali si intrecciano con i benefici derivanti dalla gestione del debito pubblico.

La stabilità economica di un Paese dipende in larga misura dalla capacità del governo di gestire in modo efficace e sostenibile il debito pubblico, bilanciando la necessità di finanziare servizi pubblici e investimenti con l'obbligo di mantenere la fiducia dei creditori e garantire un futuro economico stabile per le generazioni a venire.

¹ Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, il Mulino, 1998, pp. 7-8.

La nozione di debito pubblico è complessa e articolata e può mutare di significato a seconda del contesto in cui viene utilizzata.

La scienza delle finanze classifica il debito pubblico tra le entrate straordinarie, cioè quelle entrate che derivano dal prelievo di capitale piuttosto che di reddito. In pratica, il debito pubblico consiste nello scambio tra una somma di denaro immediata (il capitale monetario) versata dai sottoscrittori e una somma di denaro futura, che include il capitale iniziale, gli interessi e gli eventuali premi, che lo Stato si impegna a restituire².

Il diritto pubblico internazionale definisce i debiti dello Stato come obbligazioni legali di un governo nei confronti di un creditore nazionale o estero, privato o pubblico. Più in generale il debito pubblico viene utilizzato come misura per descrivere le passività finanziarie di un governo o di un altro ente pubblico. I debiti dello Stato possono essere classificati in diversi modi a seconda che siano contratti nel mercato domestico, per cui si parla di debito interno, o su quello internazionale, dove si forma il debito estero. Un'altra distinzione può essere effettuata su base temporale, cioè considerando il periodo che intercorre tra l'emissione e il rimborso. Un debito si considera a lungo termine se la scadenza è fissata ad almeno sei anni dal momento della sottoscrizione³.

Sotto il profilo della contabilità pubblica, il debito pubblico rappresenta una componente passiva del patrimonio dello Stato. Questo patrimonio, concetto applicabile tanto alle aziende private quanto a quelle pubbliche, comprende l'insieme dei beni di cui lo Stato può disporre, sia di fatto che di diritto, nel proprio interesse. Esso si compone di elementi positivi e negativi. Gli elementi negativi, o passività, sono i beni che dovranno essere restituiti a terzi in futuro, e il loro insieme costituisce il passivo del patrimonio. Nel caso del debito pubblico, è cruciale saper valutare accuratamente queste passività, amministrarle nel tempo e gestirle in modo da minimizzare i costi associati. La gestione efficace del debito pubblico implica la pianificazione strategica delle scadenze e degli importi da rimborsare, assicurando che il peso degli oneri finanziari non comprometta la stabilità economica dello Stato. L'obiettivo finale ideale è condurre il debito pubblico verso la sua estinzione attraverso rimborsi programmati e sostenibili, mantenendo un equilibrio tra le esigenze di finanziamento pubblico e la responsabilità fiscale. Sotto il profilo economico, dunque, la gestione

² Andrea Crismani, *Il problema della gestione del debito pubblico*, "Giustizia amministrativa", Volume 7, 2011, p. 1.

³ Hans-Ernst Folz, *State Debt*, "Encyclopedia of Public International Law", vol. VII, Amsterdam, 1985, pp. 484-488, qui pp. 484-485.

del passivo pubblico si traduce nella capacità dello Stato di restituire efficacemente i beni dovuti ad altri soggetti, garantendo allo stesso tempo la solidità del proprio patrimonio complessivo⁴.

Il debito pubblico, però, è anche uno strumento versatile al quale ricondurre diverse finalità in campo economico, finanziario e politico.

In politica economica, infatti, il ricorso all'indebitamento consente il raggiungimento di obiettivi di espansione dell'economia attraverso la tecnica della spesa in *deficit* che consiste nel finanziare maggiori spese dello Stato sottraendo quote del risparmio monetario disponibile sul mercato, generando così un aumento della domanda. L'aumento della domanda di beni, di consumo e d'investimento, può avere un impatto positivo sulla produzione e sull'occupazione, poiché attiva i processi del moltiplicatore e dell'acceleratore.

In politica monetaria, invece, il debito pubblico è uno strumento efficace, poiché consente allo Stato di controllare e regolare il flusso monetario nel mercato in base alle esigenze contingenti. Attraverso l'emissione di titoli di debito pubblico, lo Stato può immettere o ritirare liquidità dal mercato, aumentando o diminuendo la quantità di moneta in circolazione. Questo meccanismo permette di influenzare l'inflazione, il tasso di interesse e la crescita economica. Inoltre, lo Stato può intervenire direttamente sulle condizioni dei prestiti emessi, ad esempio modificando il tasso di interesse o la scadenza dei titoli attraverso processi di conversione del debito, allo scopo di rendere il debito più sostenibile e adeguato alle nuove condizioni economiche⁵.

Infine, come sostenuto da diversi ricercatori, il legame tra debito pubblico e potere politico è una costante storica degli Stati, tanto da diventare una parte nevralgica delle istituzioni e delle strategie dei decisori politici, che lo sfruttano come un fattore centrale per il mantenimento e il rafforzamento del potere politico. “È quasi impensabile un'idea di Stato senza una politica del debito pubblico”⁶.

Negli ultimi decenni però, a seguito dell'adesione ai Trattati, gli Stati membri dell'Unione Europea si sono autovincolati al rispetto di un sistema di regole quantitative in materia di finanza pubblica. I Trattati hanno infatti istituzionalizzato un insieme di parametri ritenuti fondamentali per il corretto funzionamento dei mercati, tra i quali la stabilità dei prezzi, la solidità delle finanze pubbliche, una bilancia dei pagamenti sostenibile e il controllo rigoroso dei disavanzi. Questi principi, benché

⁴ Maria Luisa Bassi, *La gestione del debito pubblico*, Roma, FrancoAngeli, 1992, pp. 19, 36.

⁵ Crismani, *Il problema della gestione del debito pubblico*, cit., p. 2.

⁶ Leonida Tedoldi, Alessandro Volpi, *Storia del debito pubblico in Italia. Dall'Unità a oggi*, Editori Laterza, 2021, p. 3.

la loro rappresentatività della stabilità non sia sempre riconosciuta in modo unanime, sono stati formalizzati⁷ in vincoli normativi stringenti, espressi attraverso rapporti quantitativi inderogabili tra il Prodotto Interno Lordo (PIL) e il disavanzo annuale, nonché tra il PIL e il debito pubblico complessivo di ciascuno Stato membro⁸.

1.2 La formazione del debito pubblico

Per definizione, ci si indebita quando si spende più di quello che si incassa. Il ricorso all'indebitamento è dunque segnale di un disavanzo nel bilancio pubblico. Il debito pubblico deriva quindi dall'accumulo nel tempo dei prestiti presi dallo Stato e dalle sue amministrazioni per coprire il disavanzo nel bilancio pubblico, cioè la differenza tra le spese e le entrate, tenendo conto anche degli interessi sui titoli emessi⁹.

Il settore pubblico spende e incassa. I conti vengono riassunti nel bilancio pubblico, ovvero il bilancio dell'insieme di tutte le amministrazioni pubbliche: centrali, locali e previdenziali. Come ogni altro bilancio, anche quest'ultimo si compone di entrate e uscite.

Nella voce delle uscite del bilancio pubblico, troviamo due principali categorie di spesa: le spese di parte corrente e le spese quali quelle per gli investimenti pubblici, chiamate anche spese di conto capitale¹⁰. Le spese di conto capitale sono destinate all'incremento della dotazione pubblica di beni durevoli, come opere stradali, infrastrutture portuali, sanitarie, scolastiche e così via. La maggior parte delle uscite, tuttavia, rientra nella categoria della spesa corrente. Questa categoria si suddivide ulteriormente in due sottocategorie: la spesa per l'acquisto di beni e servizi e la spesa per i trasferimenti pubblici. La spesa corrente per l'acquisto di beni e servizi comprende le spese sostenute dal settore pubblico per l'acquisizione di beni e servizi, come farmaci, cancelleria e, in particolare, la remunerazione del personale. La spesa per trasferimenti, invece, include i pagamenti effettuati a favore di famiglie e imprese senza che le amministrazioni pubbliche ricevano nulla in cambio. La

⁷ I parametri di Maastricht relativi al rapporto debito/PIL e *deficit*/PIL sono stabiliti nell'Articolo 104 del Trattato di Maastricht (oggi Articolo 126 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea - TFUE) e dettagliati nel Protocollo (n. 12) sui criteri di convergenza. Questi documenti delineano i criteri di convergenza economica che gli Stati membri dell'UE devono rispettare per garantire la stabilità economica e finanziaria all'interno dell'Unione Europea.

⁸ Crismani, *Il problema della gestione del debito pubblico*, cit., pp. 2-3.

⁹ Giuseppe Di Taranto, *Finanza e debito pubblico in Italia tra età moderna e contemporanea*, "Rivista di Storia Finanziaria", 15, 2005, p.137.

¹⁰ Secondo quanto riportato nella Legge di Bilancio per il 2024, in Italia le spese correnti rappresentano l'85,3% del totale, mentre le spese in conto capitale il 14,7%. Dati reperibili sul sito: <https://www.rgs.mef.gov.it>.

maggior parte di questa categoria di spesa è destinata alle cosiddette prestazioni sociali, seguite poi dalle spese per gli interessi sul debito pubblico.

Per quanto riguarda le entrate, invece, le principali voci di riferimento sono le imposte, che si dividono in dirette e indirette, e i contributi sociali. Le imposte dirette includono principalmente l'Imposta sul Reddito delle Persone Fisiche (IRPEF) e l'Imposta sul Reddito delle Società (IRES), mentre le imposte indirette comprendono l'Imposta sul Valore Aggiunto (IVA), le accise su prodotti specifici come carburanti e tabacchi, e i dazi doganali. I contributi sociali rappresentano un'altra importante fonte di entrata e consistono in pagamenti obbligatori effettuati dai lavoratori e dai datori di lavoro per finanziare il sistema di sicurezza sociale. Essi comprendono contributi previdenziali per le pensioni, l'assicurazione contro la disoccupazione, e altre forme di assistenza sociale. Questi fondi sono essenziali per sostenere il *welfare state* e garantire la protezione sociale dei cittadini. Inoltre, rilevanti sono anche le entrate in conto capitale che derivano dalla vendita di patrimonio pubblico. Questo può includere la cessione di immobili di proprietà dello Stato o la smobilizzazione di partecipazioni azionarie in aziende a partecipazione pubblica. Ad esempio, la vendita di quote di società partecipate dallo Stato può generare entrate significative, contribuendo alla riduzione del debito pubblico o al finanziamento di investimenti strategici¹¹.

Il bilancio del settore pubblico riflette dunque la differenza tra entrate e uscite. Quando le uscite superano le entrate, si verifica un disavanzo. Questo disavanzo rappresenta il fabbisogno del settore pubblico, il quale include non solo il *deficit*, ma anche altre spese come l'acquisizione di attività finanziarie o partecipazioni e che deve essere finanziato attraverso il ricorso all'indebitamento. In contrasto, se le entrate superano le uscite totali, il settore riduce il debito complessivo accumulato. La variazione del debito pubblico nel corso di un periodo è pari al fabbisogno in quel periodo. Di conseguenza, il debito pubblico totale di un Paese in una data specifica è la somma di tutti i fabbisogni accumulati fino a quella data, inclusi sia quelli positivi (disavanzi) che quelli negativi (avanzi). Questa misura riflette la consistenza finanziaria complessiva del debito pubblico nazionale, essenziale per valutare la sostenibilità finanziaria a lungo termine di un Paese¹². Altrettanto importante è ricordare la distinzione tra avanzo e disavanzo primario. L'avanzo primario è pari alla differenza tra entrate pubbliche e spese pubbliche senza gli interessi sui titoli del debito pubblico, viceversa il

¹¹ Musu, *Il debito pubblico*, cit., pp. 10-12.

¹² Luigi Spaventa, *Debito pubblico*, Enciclopedia delle scienze sociali, 1992. Disponibile su: [https://www.treccani.it/enciclopedia/debito-pubblico_\(Enciclopedia-delle-scienze-sociali\)/#Introduzione](https://www.treccani.it/enciclopedia/debito-pubblico_(Enciclopedia-delle-scienze-sociali)/#Introduzione).

disavanzo primario è pari alla differenza tra le spese pubbliche al netto degli interessi e le entrate pubbliche¹³.

1.3 Il finanziamento del debito pubblico

Quando si forma un disavanzo nel bilancio pubblico il governo si adopera per coprirlo, ovvero finanziarlo. Per farlo, si presenta sul mercato chiedendo dei soldi in prestito, cedendo in cambio a chi ha deciso di prestarglieli un titolo che genericamente viene detto titolo del debito pubblico, o titolo di Stato. I creditori che hanno sottoscritto titoli di debito pubblico, alla scadenza del prestito potranno essere rimborsati e avranno diritto a ricevere il pagamento degli interessi per tutta la durata del prestito.

In Italia, il Ministero dell'Economia e delle Finanze offre diverse tipologie di titoli di Stato per finanziare il debito pubblico, ciascuno con caratteristiche specifiche.

Principalmente, esistono tre principali categorie di titoli di debito pubblico: i Buoni Ordinari del Tesoro (BOT), i Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'Euribor (CCTeu) e i Buoni del Tesoro Poliennali (BTP).

1.3.1 I Buoni Ordinari del Tesoro (BOT)

I BOT sono titoli a breve termine, con una durata massima di 12 mesi. Il loro rendimento deriva dalla differenza tra il valore nominale di rimborso e il prezzo di emissione inferiore pagato dai cittadini al momento dell'acquisto. Disponibili con scadenze di 3, 6 e 12 mesi, i BOT sono emessi tramite aste competitive e godono di elevata liquidità, potendo essere facilmente negoziati sul mercato secondario. Il rendimento è influenzato dai tassi di interesse di mercato al momento dell'emissione e, poiché sono titoli a breve termine, il loro rendimento è più sensibile alle variazioni dei tassi. I BOT offrono diversi vantaggi quali sicurezza, liquidità, semplicità e prevedibilità del rendimento netto, rendendoli un'opzione attraente per gli investitori. Tuttavia, presentano anche alcuni rischi legati alle variazioni dei tassi di interesse e all'inflazione¹⁴.

¹³ Musu, *Il debito pubblico*, cit., p. 13.

¹⁴ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Buoni Ordinari del Tesoro (BOT)*, Dipartimento del Tesoro, disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/bot/.

1.3.2 I Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'Euribor (CCTeu)

I CCTeu hanno una durata medio-lunga, con scadenze che variano dai 5 ai 7 anni, e la loro caratteristica distintiva è il rendimento variabile. I CCT furono introdotti per la prima volta nella seconda metà degli anni Settanta per allungare la durata del debito pubblico in un periodo di alta inflazione e avevano rendimenti variabili legati ai tassi dei BOT. I CCTeu sono un'evoluzione di questi strumenti, introdotti per modernizzare l'approccio e per adattarsi meglio alle condizioni del mercato odierno dei tassi d'interesse, con cedole semestrali variabili indicizzate all'Euribor, che è il tasso di riferimento europeo. I CCTeu sono emessi tramite aste pubbliche, in cui il prezzo di emissione può essere pari, superiore o inferiore al valore nominale, a seconda delle condizioni di mercato. Questi titoli sono particolarmente apprezzati per la loro liquidità, essendo facilmente negoziabili sul mercato secondario, e per la loro capacità di offrire una protezione parziale contro il rischio di inflazione e di tasso di interesse grazie alla struttura a cedola variabile. Tra i vantaggi principali dei CCTeu vi sono la protezione contro l'aumento dei tassi di interesse e una certa stabilità dei flussi di reddito, mentre tra i rischi si annoverano la possibilità di riduzione dei rendimenti in caso di diminuzione dell'Euribor e la durata relativamente lunga che li rende sensibili alle variazioni del mercato¹⁵.

1.3.3 I Buoni del Tesoro Poliennali (BTP)

I BTP sono titoli di stato a medio-lungo termine, caratterizzati da una cedola fissa e con rendimento costante pagata semestralmente. Le scadenze dei BTP variano generalmente da 18 mesi a 50 anni, con emissioni che possono avvenire anche per scadenze intermedie. I BTP sono offerti tramite un'asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa. La liquidità dei BTP è garantita dalla loro negoziabilità sul mercato secondario, permettendo agli investitori di comprare e vendere i titoli con relativa facilità. Il rendimento dei BTP dipende sia dalla cedola fissa sia dal prezzo di acquisto rispetto al valore nominale¹⁶.

Tuttavia, esistono diverse tipologie di BTP, ognuna con specifiche caratteristiche:

- i) i BTP Green sono destinati al finanziamento di spese pubbliche con impatto ambientale positivo per supportare la transizione ecologica del Paese. Sono emessi con scadenze che possono variare e le cedole sono pagate semestralmente, offrendo un flusso

¹⁵ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'Euribor (CCTeu)*, Dipartimento del Tesoro, disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/ccteu/.

¹⁶ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Buoni del Tesoro Poliennali (BTP)*, Dipartimento del Tesoro, disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp/.

di reddito stabile e prevedibile. La loro principale caratteristica distintiva è l'utilizzo dei proventi per progetti ecologici e sostenibili. Gli ambiti di finanziamento includono dunque la protezione dell'ambiente, la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici, l'efficienza energetica, il trasporto sostenibile, la prevenzione e il controllo dell'inquinamento, la tutela della biodiversità e l'economia circolare¹⁷.

- ii) Il BTP indicizzato all'inflazione europea (BTP€i) è un titolo di Stato a medio-lungo termine, emesso con scadenze a 5, 10, 15 e 30 anni che offre agli investitori protezione contro l'aumento dei prezzi: sia il capitale rimborsato alla scadenza sia le cedole semestrali vengono rivalutati in base all'inflazione dell'area euro. Grazie al meccanismo di indicizzazione, alla scadenza del BTP€i viene garantito al detentore il recupero della perdita di potere d'acquisto verificatasi durante la vita del titolo. In ogni caso, il BTP€i assicura la restituzione del valore nominale sottoscritto: anche se durante la vita del titolo si verifica una riduzione dei prezzi, l'importo rimborsato alla scadenza non sarà mai inferiore al valore nominale¹⁸.
- iii) I BTP Italia, indicizzati all'inflazione italiana, sono titoli pensati specificamente per gli investitori al dettaglio e offrono protezione contro l'aumento dei prezzi italiani. Infatti, sia le cedole, pagate semestralmente, che il capitale, la cui rivalutazione viene anch'essa corrisposta ogni sei mesi, sono adeguati in base all'inflazione italiana misurata dall'Istat tramite l'indice nazionale dei prezzi al consumo. La struttura dei BTP Italia permette agli investitori di recuperare la perdita del potere d'acquisto realizzatasi nel periodo di riferimento, grazie al meccanismo di indicizzazione che adegua il valore del capitale ogni sei mesi. Inoltre, le cedole semestrali garantiscono un rendimento minimo costante in termini reali. Alla scadenza, i BTP Italia assicurano la restituzione del valore nominale sottoscritto, offrendo così una combinazione di protezione contro l'inflazione e stabilità del capitale investito¹⁹.

¹⁷ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Buoni del Tesoro Poliennali Green (BTP Green)*, Dipartimento del Tesoro, disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_green/.

¹⁸ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione europea (BTP€i)*, Dipartimento del Tesoro, disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btpei/.

¹⁹ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione italiana (BTP Italia)*, Dipartimento del Tesoro, disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_italia/.

- iv) i BTP Futura sono titoli di Stato esclusivamente riservati ai risparmiatori individuali e al mercato retail. La loro denominazione “Futura” riflette l’intento di proteggere il risparmio e di contribuire al futuro del Paese, con particolare attenzione al superamento della crisi sanitaria ed economica causata dal COVID-19. Le cedole, pagate semestralmente, seguono un meccanismo *step up* che garantisce rendimenti crescenti nel tempo con tassi minimi prefissati. Questi tassi vengono comunicati prima dell’emissione e possono essere confermati o aumentati alla chiusura. Inoltre, i BTP Futura prevedono un premio fedeltà per gli investitori persone fisiche che acquistano i titoli durante i giorni del periodo di collocamento e li detengono fino alla scadenza. Questo premio, variabile tra l’1% e il 3% lordo sul valore nominale dell’investimento, è calcolato sulla base della media del tasso di crescita annuo del PIL nominale dell’Italia, registrato dall’ISTAT durante la vita del titolo²⁰.
- v) i BTP Valore sono una nuova categoria di titoli di Stato rivolti esclusivamente ai risparmiatori individuali, persone fisiche o affini (i cosiddetti sottoscrittori retail), con caratteristiche di durata variabile e cedole pagate periodicamente. I primi due BTP Valore hanno durate rispettivamente di 4 e 5 anni, con cedole pagate semestralmente per la prima emissione e trimestralmente per la seconda; la terza emissione, invece, ha una durata di 6 anni con cedole pagate trimestralmente. Tutti i titoli prevedono un meccanismo *step up* per le cedole, che crescono nel tempo, con rendimenti minimi prefissati comunicati prima dell’emissione e che possono essere confermati o aumentati alla chiusura della stessa. Inoltre, i BTP Valore offrono un premio finale extra per coloro che li acquistano durante il periodo di collocamento e li detengono fino alla scadenza²¹.

1.4 Gli effetti del debito pubblico sull’economia

L’emissione di debito pubblico per finanziare un disavanzo di bilancio comporta per lo Stato l’obbligo di pagare futuri interessi ai sottoscrittori, oltre al rimborso del capitale alla scadenza. Questo impegno rappresenta una spesa pubblica corrente destinata a trasferimenti futuri, che impone un vincolo significativo sulla struttura di spesa futura del governo. Tale vincolo potrebbe limitare la

²⁰ Ministero dell’Economia e delle Finanze, *Buoni del Tesoro Poliennali step up (BTP Futura)*, Dipartimento del Tesoro, disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_futura/.

²¹ Ministero dell’Economia e delle Finanze, *Buoni del Tesoro Poliennali (BTP Valore)*, Dipartimento del Tesoro, disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_valore/.

capacità dello Stato di finanziare nuovi progetti o servizi essenziali, poiché una parte considerevole delle risorse di bilancio dovrà essere destinata al servizio del debito esistente. Per evitare queste restrizioni, lo Stato potrebbe trovarsi nella necessità di emettere nuovo debito in misura maggiore per coprire sia le nuove esigenze finanziarie sia gli obblighi di pagamento degli interessi passati, con tutte le implicazioni complesse che ne derivano, come l'incremento complessivo del debito pubblico e l'aumento della spesa per interessi.

Dal punto di vista intergenerazionale, il debito pubblico rappresenta un peso che le generazioni attuali trasferiscono a quelle future, che ereditano il debito e ne subiranno le conseguenze negative, come la riduzione dello stock di capitale disponibile per investimenti produttivi e le limitazioni sulle scelte di spesa pubblica, riducendo così le possibilità di sviluppo economico. Pertanto, è fondamentale adottare politiche fiscali prudenti e riforme strutturali per garantire che il debito pubblico rimanga a livelli sostenibili e che lo sviluppo economico non venga compromesso nel lungo termine.

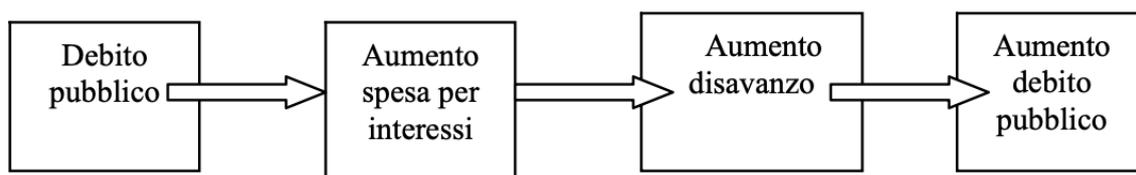
Un'eccessiva dipendenza dal debito pubblico può portare a una spirale di indebitamento, dove il nuovo debito viene costantemente emesso per coprire gli interessi del debito esistente, creando un circolo vizioso che richiede una gestione attenta e sostenibile (Figura 1.1)²². Questo fenomeno è noto come “effetto palla di neve” (*snowball effect*)²³, in cui il debito cresce in maniera esponenziale a causa degli interessi composti. In pratica, man mano che il debito aumenta, anche il costo per servire questo debito cresce, richiedendo ulteriori emissioni di debito per coprire tali costi. Questo può portare a una situazione insostenibile dove gran parte del bilancio statale è destinata al pagamento degli interessi, limitando drasticamente la capacità dello Stato di investire in altri settori cruciali per la crescita economica e il benessere sociale.

²² Musu, *Il debito pubblico*, cit., pp. 30-31.

²³ Il fenomeno dipende dalla differenza tra il tasso di interesse medio sul debito (i) e il tasso di crescita del PIL nominale (g), moltiplicata per il rapporto tra il debito pubblico e il PIL del periodo precedente: $\frac{(i-g)}{(1+g)}$. Ciò implica che, se il tasso di interesse supera il tasso di crescita dell'economia, il rapporto tra debito pubblico e PIL tenderà ad aumentare, anche in presenza di un bilancio primario in pareggio. In altre parole, una volta accumulato un debito pregresso, questo tende a crescere a causa dell'accumulo di interessi al tasso i , a meno che il PIL non cresca a un ritmo più veloce. Il meccanismo può essere paragonato a una palla di neve che si ingrossa progressivamente mentre rotola, semplicemente col passare del tempo.

Su questo cfr. Nadej, *il problema è il debito*, a cura dell'Osservatorio dei Conti Pubblici Italiani, 2023; *Il debito è sostenibile solo con le riforme*, sul sito *web* del Ministero per la Pubblica Amministrazione, 2021.

Figura 1.1 Spirale di crescita del debito pubblico ed effetto palla di neve



Fonte: *Il problema della gestione del debito pubblico*, p. 6

La valutazione degli effetti del debito pubblico sull'economia non può essere limitata a un'ottica di breve termine. Per sua stessa natura, il debito pubblico si estende per un arco di tempo che va dal momento della sua emissione fino al rimborso alla scadenza, imponendo allo Stato di considerare non solo le esigenze immediate, ma anche quelle future. Il principio del vincolo di bilancio intertemporale richiede che le risorse prese a prestito vengano restituite attraverso entrate future superiori alle spese. In sostanza, il valore attuale delle spese deve corrispondere al valore attuale delle entrate.

La necessità di mantenere l'equilibrio finanziario e garantire la sostenibilità fiscale a lungo termine implica che, in presenza di disavanzi di bilancio in alcuni anni, sarà indispensabile generare avanzi negli anni successivi. Tuttavia, questa valutazione deve essere inserita nel contesto del ciclo economico, che richiede politiche fiscali differenziate a seconda delle fasi congiunturali. Durante i periodi di crescita economica, è fondamentale adottare un approccio prudente e misurato nella gestione delle finanze pubbliche, adottando politiche economiche cicliche moderatamente espansive così da sostenere la crescita e, allo stesso tempo, accumulare margini di manovra da impiegare in futuro. Al contrario, durante le fasi recessive, risulta cruciale adottare politiche anticicliche, che prevedano un incremento della spesa pubblica e un ampliamento temporaneo del disavanzo, con l'obiettivo di stimolare la domanda aggregata e facilitare la ripresa economica. In questo quadro, la sostenibilità fiscale non si ottiene tramite un rigido equilibrio di bilancio anno per anno, ma attraverso una gestione flessibile e strategica della politica fiscale, capace di adattarsi alle esigenze del ciclo economico utilizzando avanzi e disavanzi in modo mirato, al fine di stabilizzare l'economia e promuovere una crescita sostenibile nel lungo termine.

Questa prospettiva di lungo termine è cruciale perché il debito pubblico comporta obblighi futuri che influenzano le scelte di politica economica e fiscale. Gli anni di disavanzo devono essere compensati da anni di avanzo per evitare che il debito diventi insostenibile. Inoltre, una gestione attenta del debito è fondamentale per preservare la fiducia dei mercati finanziari, permettendo allo Stato di finanziare le proprie attività senza incorrere in costi proibitivi. Pertanto, le decisioni riguardanti

il debito pubblico devono essere prese con una visione a lungo termine, bilanciando le esigenze attuali con la capacità futura di generare entrate sufficienti per assicurare la sostenibilità economica e finanziaria del Paese²⁴.

Sono state elaborate diverse teorie che provano ad interpretare gli effetti dell'emissione del debito pubblico e, tra queste, tre hanno avuto più risonanza delle altre e meritano di essere approfondite nella sezione seguente: la teoria della neutralità del debito pubblico, sviluppata da Barro sulle basi degli studi condotti già ad inizio Ottocento dall'economista inglese David Ricardo, la teoria keynesiana, affermata nella seconda metà del Novecento, e la teoria della *Public Choice*, strutturata sulle ricerche effettuate da James Buchanan e Gordon Tullock.

1.4.1 Le Teoria della neutralità del debito pubblico

Barro si inserisce nel dibattito accademico a partire dal 1974²⁵, offrendo una prospettiva innovativa che si radica nelle assunzioni della teoria neoclassica. In questo contesto, egli avanza l'idea che vi sia un'equivalenza tra il finanziamento della spesa pubblica attraverso il *deficit* e quello mediante l'imposizione fiscale diretta. Questo principio, che due anni dopo, nel 1976, James Buchanan ribattezzò come *equivalenza ricardiana*²⁶, divenne il fondamento per lo sviluppo del concetto di neutralità del debito pubblico in relazione ad altre grandezze economiche. Barro, nelle conclusioni del suo articolo, sostiene che non esiste una base teorica convincente che giustifichi la considerazione del debito pubblico come una forma di ricchezza netta per il settore privato. Questa posizione sfida l'idea tradizionale secondo cui il debito pubblico potrebbe avere effetti stimolanti sull'economia.

Approfondendo, la teoria della neutralità del debito pubblico postula che il finanziamento della spesa pubblica tramite l'emissione di debito non modifichi il valore attuale netto del carico fiscale gravante sui cittadini. In base a questa teoria, qualsiasi spesa pubblica deve, inevitabilmente, essere coperta mediante l'imposizione fiscale, sia essa immediata o differita. Se lo Stato decide di finanziare il proprio fabbisogno attraverso l'emissione di nuovo debito, ciò non fa altro che rimandare nel tempo il necessario aumento delle imposte, che sarà richiesto per onorare il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale. Secondo l'approccio ricardiano, i cittadini, considerati agenti razionali e lungimiranti, comprenderanno che l'attuale riduzione delle imposte, dovuta al ricorso al

²⁴ Ibidem, pp. 31-32.

²⁵ Robert Barro, *Are Government Bonds Net Wealth?*, "Journal of Political Economy", 1974.

²⁶ James Buchanan, *Barro on the Ricardian Equivalence Theorem*, "Journal of Political Economy", 1976.

debito, sarà compensata da un aumento futuro delle stesse. Tale consapevolezza li indurrebbe a risparmiare la parte di reddito che, in futuro, sarà necessaria per far fronte all'aumento delle imposte, annullando quindi gli effetti espansivi che la politica di indebitamento pubblico potrebbe generare nel breve periodo.

In altre parole, la teoria sostiene che il debito pubblico non rappresenti una vera soluzione per il finanziamento della spesa pubblica, ma una dilazione temporanea delle responsabilità fiscali, con conseguenze inevitabili per i contribuenti futuri. Secondo questa visione, i cittadini razionali percepiscono chiaramente la compensazione tra una minore imposizione fiscale presente e un futuro aggravio fiscale, determinando un effetto nullo sull'andamento complessivo del reddito disponibile e, quindi, sul consumo aggregato.²⁷

Assumendo che ogni generazione consideri importante il benessere della generazione successiva e che la propria utilità dipenda non solo dai livelli di consumo durante la giovinezza e la vecchiaia, ma anche dai livelli di consumo accessibili ai propri discendenti, emerge un'interpretazione significativa del debito pubblico. In questo contesto, il debito emesso dal settore pubblico non può essere visto dalle famiglie come una forma di ricchezza netta. Questo perché, nonostante il vantaggio fiscale immediato rappresentato da una riduzione delle imposte, le famiglie tenderanno a compensare tale sgravio fiscale con un aumento equivalente del risparmio, mantenendo inalterati sia il consumo sia la domanda aggregata.

Il corollario di questo teorema che estremizza il concetto dell'equivalenza ricardiana è di fatto la totale inefficacia della politica fiscale, sia nei suoi effetti positivi che negativi²⁸. Nella teoria di Barro quindi, l'emissione di nuovo debito non sortisce alcun effetto al piano di consumi e risparmi intertemporale degli agenti economici, facendo venire meno ogni effetto che la politica fiscale può avere sulla ricchezza degli individui e sulle grandezze reali.

In questa prospettiva, l'emissione di debito pubblico non altera la percezione della ricchezza netta degli individui, poiché essi prevedono l'aumento futuro delle imposte necessario per ripagare il debito. Di conseguenza, i cittadini rispondono aumentando i loro risparmi per prepararsi a tale eventualità, neutralizzando così qualsiasi effetto che il debito potrebbe avere sul consumo corrente.

²⁷ Musu, *Il debito pubblico*, cit., pp. 33-34.

²⁸ Spaventa, *Debito pubblico*, cit. Disponibile su: [https://www.treccani.it/enciclopedia/debito-pubblico_\(Enciclopedia-delle-scienze-sociali\)/#Introduzione](https://www.treccani.it/enciclopedia/debito-pubblico_(Enciclopedia-delle-scienze-sociali)/#Introduzione).

Questo comportamento rende la politica fiscale inefficace, poiché non riesce a stimolare né a deprimere la domanda aggregata, lasciando inalterate le grandezze economiche fondamentali.

La teoria di Barro, spingendo all'estremo il concetto di equivalenza ricardiana, suggerisce che la politica fiscale non è in grado di modificare il benessere intertemporale degli individui o di influenzare significativamente le variabili economiche reali, poiché ogni tentativo di farlo viene annullato dal comportamento razionale delle famiglie che anticipano le future implicazioni fiscali del debito pubblico.

L'idea della neutralità del debito pubblico si basa sul presupposto che i consumatori siano agenti economici perfettamente razionali e lungimiranti, capaci di anticipare tutte le eventualità future e di incorporarle nelle loro decisioni presenti. Tuttavia, questa visione risulta piuttosto idealizzata e distante dalla realtà: in molti casi, le persone tendono a sottovalutare, o addirittura ignorare, le implicazioni a lungo termine che l'emissione di debito pubblico può comportare. È plausibile che molti individui siano miopi rispetto agli effetti futuri del debito, concentrando maggiormente la loro attenzione sui benefici immediati. Inoltre, le scelte di consumo attuale non derivano sempre da un'analisi ponderata e accurata del reddito futuro, ma sono spesso influenzate da fattori contingenti e soggettivi. Infine, considerando che il peso delle future imposizioni fiscali necessarie per sostenere il debito pubblico potrebbe essere posticipato nel tempo, la teoria della neutralità del debito risulta valida solo se le generazioni presenti percepiscono quelle future come parte integrante del proprio orizzonte temporale, un'ipotesi che nella pratica si dimostra spesso debole.

Quanto detto finora è particolarmente valido se il debito pubblico viene utilizzato per finanziare un aumento della spesa destinata ai trasferimenti pubblici. Tuttavia, la situazione cambia leggermente se l'incremento della spesa è destinato all'acquisto di beni e servizi da parte del governo. In questo caso, la teoria della neutralità del debito pubblico ammette che l'aumento del debito possa avere un effetto espansivo limitato, analogo a quello derivante dall'espansione della spesa per beni e servizi finanziata con un bilancio in pareggio. Questo effetto si verifica perché la spesa per beni e servizi agisce direttamente sulla domanda aggregata, mentre l'aumento futuro delle imposte ridurrà il reddito disponibile. Tale riduzione, però, si tradurrà solo in parte in una diminuzione dei consumi, e quindi in una minore domanda aggregata²⁹.

²⁹ Musu, *Il debito pubblico*, cit, pp. 35-40.

Nel 1979³⁰, Barro amplia ulteriormente la sua costruzione teorica introducendo la cosiddetta teoria positiva del debito pubblico, che fornisce una guida più chiara per la scelta tra tassazione e indebitamento, una questione che nel suo articolo precedente appariva come irrilevante e indifferente.

Barro parte dal presupposto che l'esazione delle tasse comporti costi crescenti nel tempo, suggerendo che la strategia più efficace per minimizzare tali costi consista nel mantenere costante il carico fiscale nel tempo.

Supponendo uno scostamento momentaneo della spesa pubblica rispetto alla sua tendenza di lungo periodo, la convenienza a finanziare questo scostamento mediante un aumento della pressione fiscale dipende dalla durata di tale scostamento: quanto più è prolungato, tanto più risulta vantaggioso ricorrere all'imposizione fiscale. Analogamente, se si prevede un calo prolungato del gettito fiscale, sarà più conveniente compensare questa diminuzione attraverso un incremento delle tasse piuttosto che con l'indebitamento.

Tuttavia, se gli scostamenti – sia della spesa pubblica sia del gettito – sono temporanei, ossia di breve durata rispetto all'orizzonte di lungo periodo, Barro consiglia di ricorrere all'emissione di titoli di debito pubblico. Questo approccio consente di distribuire nel tempo le distorsioni fiscali necessarie per finanziare tali scostamenti, evitando così di imporre un carico fiscale eccessivo in un periodo specifico (*tax smoothing*).

La teoria positiva del debito di Barro suggerisce dunque una strategia dinamica e adattiva nella gestione della politica fiscale, in cui la scelta tra tassazione e indebitamento viene modulata in base alla durata e alla natura delle variazioni nei livelli di spesa pubblica e gettito fiscale.³¹

1.4.2 La Teoria keynesiana del debito pubblico

La teoria avanzata dall'economista inglese John Maynard Keynes si discosta significativamente dal concetto di neutralità economica, soprattutto per la rivalutazione del ruolo espansivo della domanda aggregata in condizioni di risorse produttive inutilizzate. Questo aspetto centrale della teoria keynesiana si basa sulla premessa che, in un'economia con capacità produttiva e forza lavoro

³⁰ Robert Barro, *On the Determination of the Public Debt*, "Journal of Political Economy", 87, 1979.

³¹ Spaventa, *Debito pubblico*, cit. Disponibile su: [https://www.treccani.it/enciclopedia/debito-pubblico_\(Enciclopedia-delle-scienze-sociali\)/#Introduzione](https://www.treccani.it/enciclopedia/debito-pubblico_(Enciclopedia-delle-scienze-sociali)/#Introduzione).

sottoutilizzate, un aumento della domanda aggregata può stimolare una crescita economica significativa.

Keynes sosteneva che, in tali circostanze, un disavanzo di bilancio che incrementi la domanda aggregata può portare a un'espansione del reddito nazionale. Questa espansione, se sufficientemente robusta, potrebbe consentire al governo di raccogliere le entrate fiscali necessarie per coprire il debito pubblico accumulato. In altre parole, Keynes vedeva il ricorso al debito pubblico non solo come un male necessario ma come uno strumento attivo per stimolare la crescita economica, a condizione che il disavanzo fosse destinato a spese con un forte impatto espansivo³².

Nella visione keynesiana, l'adozione del debito pubblico è considerata opportuna solo quando vi è un grado sufficiente di certezza riguardo all'efficacia e alla durata dell'effetto espansivo generato dal disavanzo. In altre parole, Keynes suggerisce che il debito pubblico debba essere utilizzato con cautela e strategia, soprattutto quando vi è una chiara aspettativa che esso produrrà un impatto positivo sostanziale sull'economia. Questo implica che l'emissione di nuovo debito pubblico è particolarmente consigliabile se destinata a finanziare spese per investimenti, come infrastrutture o progetti di sviluppo, poiché tali spese non solo stimolano l'economia nel breve termine, ma rafforzano anche la capacità produttiva nel lungo periodo, generando benefici duraturi.

Un aspetto cruciale della corretta applicazione della teoria keynesiana è la natura congiunturale del debito pubblico. Questo significa che il debito dovrebbe essere temporaneo e flessibile, in modo da poter essere ridotto o trasformato in avanzo di bilancio non appena le condizioni economiche migliorano. Keynes avvertiva dei rischi associati a un disavanzo pubblico rigido, soprattutto quando tale disavanzo deriva da aumenti nella spesa corrente o da trasferimenti che tendono a perpetuarsi negli anni successivi. Un approccio di questo tipo rischia di trasformare il disavanzo in una caratteristica strutturale dell'economia, alimentando un ciclo continuo di incremento del debito pubblico che potrebbe minacciare la sostenibilità fiscale a lungo termine³³.

L'applicazione pratica della teoria keynesiana, come descritta, non è sempre stata attuata in modo coerente e corretto, specialmente in alcuni contesti europei. Molti governi, trovandosi a dover gestire situazioni di conflittualità sociale e pressioni politiche, hanno spesso scelto di privilegiare soluzioni politiche immediate a scapito della rigorosa logica economica suggerita da Keynes. In questi casi, le decisioni di politica economica non sono state guidate esclusivamente da considerazioni

³² Musu, *Il debito pubblico*, cit, p. 44.

³³ *Ibidem*, pp. 45-46.

sull'efficacia macroeconomica, ma piuttosto da necessità politiche contingenti. Questo ha portato all'adozione di misure che, pur trovando a volte il supporto di responsabili delle politiche macroeconomiche, non rispondevano pienamente ai criteri di prudenza e sostenibilità richiesti per una gestione efficace del debito pubblico.

In particolare, invece di utilizzare il debito pubblico per finanziare investimenti strategici capaci di stimolare la crescita economica a lungo termine, alcuni governi hanno optato per aumentare la spesa corrente o per finanziare trasferimenti sociali al fine di risolvere problemi immediati. Tali decisioni, pur essendo politicamente vantaggiose nel breve termine, hanno rischiato di compromettere la stabilità fiscale e la sostenibilità economica nel lungo periodo. L'adozione di politiche economiche dettate più dalle esigenze di consenso politico che da considerazioni economiche rigorose ha spesso portato a un accumulo di debito pubblico non sostenibile, distorcendo l'intento originale della teoria keynesiana e contribuendo a disavanzi strutturali difficili da correggere³⁴.

1.4.3 La scuola della *Public Choice*

La teoria della *Public Choice* nasce dall'incontro tra economia e scienza politica e si concentra principalmente sull'analisi del comportamento degli attori politici e degli elettori, presupponendo che questi agiscano per massimizzare il proprio interesse personale, piuttosto che perseguire il bene comune.

James Buchanan e la scuola della *Public Choice* si opposero fermamente al fenomeno dell'espansione eccessiva del ruolo dello Stato nelle democrazie liberali contemporanee, criticando aspramente la situazione di *deficit* permanente in cui queste democrazie erano precipitate³⁵. Buchanan attribuiva gran parte di questa problematica alle teorie keynesiane, sostenendo che queste avevano preparato il terreno politico ed economico per l'attuale situazione delle democrazie liberali.

Applicata alla gestione del debito pubblico, infatti, la *Public Choice* mette in luce come la tendenza dei governi a incrementare il debito possa essere motivata da incentivi elettorali, piuttosto che da ragioni economiche razionali.

La concentrazione di ingenti risorse pubbliche nelle mani dei politici li rende figure centrali nel processo di formazione delle decisioni pubbliche. In questo contesto, gli individui tendono a formare coalizioni, trasformandosi in gruppi di pressione al servizio di interessi particolari, con

³⁴ Ibidem, p. 46.

³⁵ James Buchanan, Gordon Tullock, *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*, Ann Arbor, The University of Michigan, 1962.

L'obiettivo di influenzare i politici affinché modellino le politiche pubbliche secondo le loro specifiche priorità. Di conseguenza, i politici assumono il ruolo di intermediari tecnici all'interno del sistema politico democratico, cercando di costruire maggioranze che possano legittimare e imporre all'intera società il peso del finanziamento di quei beni pubblici che risultano maggiormente vantaggiosi per i gruppi di pressione più potenti.

Questo processo, spesso radicato nella tradizione fiscale keynesiana che tollera l'uso del *deficit* pubblico, conduce a una manipolazione delle decisioni pubbliche in modi che possono risultare inappropriati, con conseguenze potenzialmente dannose per l'interesse collettivo³⁶.

Un altro importante aspetto messo in luce da questa teoria è come la mancanza di vincoli stringenti alla crescita del debito – ad esempio, l'assenza di regole fiscali rigorose o di una supervisione da parte di enti indipendenti – possa favorire un uso opportunistico delle risorse pubbliche. Questo comportamento rischia di essere ulteriormente aggravato dalla scarsa trasparenza e dalla mancanza di responsabilità nelle decisioni di spesa pubblica, riducendo così la capacità degli elettori di sanzionare, attraverso il voto, comportamenti irresponsabili da parte dei politici.

1.5 Obiettivi, costi e rischi della gestione del debito pubblico

Nelle ultime cinque decadi, a livello globale, si sono verificate quattro grandi ondate di indebitamento che hanno coinvolto simultaneamente numerosi Paesi e Regioni. La prima, tra il 1970 e il 1989, si concluse con la risoluzione della crisi del debito in America Latina. La seconda, dal 1990 al 2001, culminò con la crisi finanziaria dell'Asia orientale e della Russia, risolta grazie a una serie di programmi di sostegno del Fondo Monetario Internazionale. La terza ondata, dal 2002 al 2009, coincise con la crisi finanziaria globale del 2008, che portò molti governi ad attuare ampie politiche di stimolo fiscale a livello internazionale per contrastare gli effetti negativi della recessione. L'attuale ondata, iniziata nel 2010 e ancora in corso, è caratterizzata da un persistente aumento del debito pubblico, alimentato dalle conseguenze della crisi del 2008 e dalle sfide economiche globali più recenti. Le prime tre ondate sono emerse in contesti di bassi tassi di interesse reali prolungati, e si sono tutte concluse con crisi finanziarie che hanno provocato recessioni globali o significativi

³⁶ Panagiotis Evangelopoulos, *The Restoration of Fiscal Stability. A Public Choice Approach on the Problem of Public Debt*, Theoretical Economics Letters, 8, 2018.

rallentamenti economici³⁷. Questo precedente storico evidenzia l'importanza cruciale di analizzare a fondo le cause, lo sviluppo e le possibili ripercussioni dell'attuale ondata di indebitamento. Tale esercizio è essenziale affinché i responsabili delle politiche economiche possano adottare le strategie più efficaci e implementare modelli di gestione appropriati, prevenendo così il rischio che questa fase si concluda, come le precedenti, in una crisi finanziaria di vasta portata³⁸.

L'attuale ondata di aumento significativo del debito pubblico ha però evidenziato l'importanza fondamentale del solido quadro istituzionale e di *governance* sviluppato a partire dagli anni Novanta e rafforzato in seguito alla crisi di inizio anni Dieci. Questo impianto istituzionale ha svolto un ruolo chiave nella gestione del debito, permettendo ai governi di strutturare portafogli di debito più sicuri e resilienti. Una gestione efficace del debito pubblico si traduce infatti nella capacità di costruire portafogli meno esposti ai rischi finanziari, attraverso una ponderata diversificazione della composizione valutaria, una gestione accorta dei tassi di interesse e una pianificazione strategica delle scadenze. Queste misure non solo aiutano a mitigare i rischi associati alle fluttuazioni del mercato globale, ma contribuiscono anche a ridurre i costi complessivi del finanziamento. In altre parole, un approccio ben strutturato alla gestione del debito consente ai Paesi di affrontare meglio le sfide economiche, mantenendo la stabilità finanziaria e sostenendo una crescita economica sostenibile nel lungo periodo³⁹.

L'obiettivo fondamentale delle strutture preposte alla gestione del debito pubblico è assicurare che le necessità di finanziamento del governo e i relativi obblighi di pagamento siano soddisfatti nel modo più efficiente e sostenibile possibile nel medio-lungo termine. Questo implica non solo minimizzare i costi associati al debito, ma farlo in un contesto di gestione del rischio attentamente calibrato. La gestione del debito deve quindi perseguire il massimo contenimento dei costi, evitando al contempo strutture e strategie di debito che possano esporre il governo a rischi eccessivi o non sostenibili, come il ricorso al finanziamento monetario⁴⁰.

Queste due priorità sono di fatto contrapposte, in quanto generalmente per ottenere costi di gestione inferiori è necessario esporsi a rischi maggiori. Per questo motivo, una gestione del debito

³⁷ Kose M. Ayhan, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, Naotaka Sugawara., *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, World Bank Group, 2021, pp. 83-86.

³⁸ *Ibidem*, p. 133.

³⁹ M. Coşkun Cangöz, Eric Bouyé, *Debt Management in Uncertain Times: a background paper*, in *Debt Management in Uncertain Times: PDM Network Conference Proceedings Paris 2019*, Roma, Ministero dell'Economia e delle Finanze., 2020, pp. 7-16, qui p. 8.

⁴⁰ Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale, *Revised Guidelines for Public Debt Management*, Washington, D.C., International Monetary Fund, 2015, p. 8.

pubblico efficiente mira ad ottenere un insieme di soluzioni Pareto-efficienti che possano essere valide alternative per ogni scenario ragionevolmente immaginabile⁴¹.

I governi dovrebbero dunque adottare strategie volte a ridurre al minimo i costi previsti per il servizio del debito e il mantenimento delle attività liquide, mantenendo sempre un livello di rischio accettabile su un orizzonte temporale di medio-lungo termine. È importante comprendere che il semplice perseguimento della riduzione dei costi, senza considerare adeguatamente i rischi associati, non dovrebbe mai essere l'obiettivo principale della gestione del debito. Infatti, le operazioni che in apparenza riducono i costi di servizio del debito possono nascondere rischi significativi, che potrebbero compromettere la capacità del governo di adempiere ai propri obblighi finanziari nei confronti dei creditori⁴².

I costi del debito pubblico sono influenzati da diversi fattori. Tra questi troviamo sicuramente la dimensione dello stock di debito, i tassi di interesse e di cambio e il tasso di inflazione⁴³. Tradizionalmente, il costo della gestione del debito pubblico è misurato in termini di oneri del servizio del debito, che includono gli interessi pagati sui titoli di stato emessi. Questi costi possono essere rappresentati sia in termini assoluti, come l'ammontare totale degli interessi pagati, sia in termini relativi, come la percentuale degli oneri del debito rispetto allo stock totale del debito. Un'altra dimensione del costo è la sua volatilità nel tempo. Le strategie di finanziamento che privilegiano titoli a breve termine tendono a comportare costi di debito più bassi, ma con una maggiore incertezza, poiché i tassi a breve termine sono più volatili rispetto a quelli a lungo termine. Al contrario, l'uso di titoli a lungo termine può stabilizzare i costi nel tempo, ma tipicamente comporta tassi di interesse più elevati. Questo *trade-off* tra costo e stabilità è centrale nella gestione del debito pubblico⁴⁴.

Gestire il costo del debito e i relativi rischi richiede quindi un delicato equilibrio, dove ogni decisione deve essere ponderata in base alla tolleranza al rischio del governo. Questo processo decisionale deve tenere conto non solo dei costi immediati, ma anche di altri obiettivi politici a lungo termine e delle riserve disponibili per affrontare eventuali imprevisti. In altre parole, una gestione efficace del debito non si limita a considerare l'aspetto finanziario, ma si inserisce in un contesto

⁴¹ András Bebes, Dávid Tran, László Bebesi, *Optimizing the Hungarian Government Debt Portfolio*, Proceedings of Economics and Finance Conferences, Roma, International Institute of Social and Economic Sciences, 2018, pp. 47-60, qui p. 48.

⁴² Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale, *Revised Guidelines for Public Debt Management*, cit., p. 8.

⁴³ Pål Bergström, Anders Holmlund, Sara Lindberg, *The SNDO's Simulation Model for Government Debt Analysis*, Swedish National Debt Office, 2002, p. 1.

⁴⁴ David Jamieson Bolder, Simon Deeley, *The Canadian Debt-Strategy Model: An Overview of the Principal Elements*, Discussion Paper 2011-3, Bank of Canada, 2011, pp. 11-20.

più ampio di politiche economiche e di stabilità macroeconomica, dove ogni scelta è guidata dalla necessità di garantire la sostenibilità e la resilienza del sistema economico nel suo complesso. Questo implica la capacità di prendere decisioni informate e flessibili, in grado di adattarsi alle mutevoli condizioni economiche e di mercato, salvaguardando allo stesso tempo gli interessi a lungo termine del Paese⁴⁵.

Le esposizioni ai rischi di un portafoglio di debito pubblico sono determinate, tra diversi fattori, anche dalla composizione del portafoglio di debito, inclusa la quota di debito a breve termine rispetto al debito a lungo termine nel portafoglio, il debito a tasso variabile rispetto al debito a tasso fisso e il debito denominato in valuta estera. Gli uffici che si occupano della gestione del debito pubblico affrontano quindi numerosi tipi di rischio generati dalle operazioni di finanziamento attuate di volta in volta, riassunti nella Tabella 1.1 che segue.

Tabella 1.1 Tipologie di rischio riscontrabili nella gestione del debito pubblico

Rischio	Descrizione
Rischio di Mercato	Si riferisce al rischio di aumenti del costo del debito derivanti da cambiamenti nelle variabili di mercato, come tassi di interesse e tassi di cambio. I tipi più comuni di rischio di mercato sono il rischio di tasso di interesse e il rischio di cambio.
Rischio di Tasso di Interesse (<i>Refixing risk</i>)	Si riferisce al rischio di aumenti del costo del debito derivanti da cambiamenti nei tassi di interesse. Per il debito sia in valuta nazionale che in valuta estera, le variazioni dei tassi di interesse influenzano i costi del servizio del debito su nuove emissioni quando il debito a tasso fisso viene rifinanziato, e su nuovo o già esistente debito a tasso variabile alle date di reset del tasso. Pertanto, il debito a breve termine o a tasso variabile è generalmente considerato più rischioso rispetto al debito a lungo termine a tasso fisso. Le misure tradizionali del rischio di tasso di interesse includono la durata, il tempo medio di <i>refixing</i> , e la quota di debito a tasso variabile sul totale del debito.
Rischio di Cambio	Si riferisce al rischio di aumenti del costo del debito derivanti da cambiamenti nei tassi di cambio. Il debito denominato in - o indicizzato a - valute estere aggiunge volatilità ai costi del servizio del debito misurati in valuta nazionale a causa delle variazioni dei tassi di cambio. Le misure del rischio

⁴⁵ Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale, *Revised Guidelines for Public Debt Management*, cit., p. 8.

	di cambio includono la quota di debito in valuta nazionale sul totale del debito, e il rapporto tra il debito esterno a breve termine e le riserve internazionali.
Rischio di Rifinanziamento (<i>Rollover risk</i>)	Si riferisce al rischio che il debito debba essere rifinanziato a un costo eccezionalmente alto o, in casi estremi, che non possa essere rifinanziato affatto. Nella misura in cui il rischio di rifinanziamento è limitato al rischio che il debito possa dover essere finanziato a tassi di interesse più elevati, comprese le variazioni degli spread di credito, può essere considerato un tipo di rischio di tasso di interesse. Tuttavia, spesso è trattato separatamente poiché l'incapacità di rifinanziare il debito in scadenza e/o aumenti eccezionalmente grandi dei costi di finanziamento del governo possono portare a o aggravare una crisi del debito. Inoltre, le obbligazioni con opzioni di vendita incorporate possono aggravare il rischio di rifinanziamento. Gli indicatori rilevanti includono il tempo medio alla scadenza, la percentuale di debito in scadenza in 12, 24 e 36 mesi, e il profilo delle scadenze.
Rischio di Liquidità	Si riferisce a una situazione in cui il volume di attività liquide si riduce rapidamente a causa di obblighi di flusso di cassa imprevisti e/o una possibile difficoltà nel raccogliere liquidità attraverso il prestito in un breve periodo di tempo.
Rischio di Credito	Si riferisce al rischio di inadempienza da parte dei debitori su prestiti o altre attività finanziarie, o da parte di una controparte su contratti finanziari. Questo rischio è particolarmente rilevante nei casi in cui la gestione del debito include la gestione di attività liquide.
Rischio di Liquidazione	Si riferisce al rischio che una controparte non consegni un titolo come concordato in un contratto, dopo che il Paese (altra controparte) ha già effettuato il pagamento secondo l'accordo.
Rischio Operativo	Si riferisce a una serie di diversi tipi di rischi, tra cui errori di transazione nelle varie fasi di esecuzione e registrazione delle transazioni; inadeguatezze o fallimenti nei controlli interni, o nei sistemi e servizi; rischio reputazionale; rischio legale; violazioni della sicurezza; o disastri naturali che influenzano la capacità del gestore del debito di perseguire le attività necessarie per raggiungere gli obiettivi di gestione del debito.

Fonte: *Revised Guidelines for Public Debt Management*, p. 9

La gestione del debito pubblico, quindi, si concretizza nella definizione e nell'attuazione di una strategia che permetta al governo di raccogliere i fondi necessari al costo più basso possibile, compatibilmente con un grado prudente di rischio. Oltre a questo, essa deve considerare ulteriori obiettivi, come lo sviluppo di un mercato efficiente per i titoli di Stato e il mantenimento di un percorso sostenibile per il livello e il tasso di crescita del debito pubblico. Questo percorso deve essere gestibile anche in situazioni di stress economico e finanziario, rispettando al contempo gli obiettivi di costo e rischio.

È indispensabile che i gestori del debito pubblico collaborino strettamente con le autorità fiscali e monetarie, affinché l'indebitamento del settore pubblico rimanga su un percorso sostenibile. Gli indicatori di sostenibilità del debito, come il rapporto tra servizio del debito e PIL, devono essere valutati in una vasta gamma di scenari per garantire una gestione prudente del debito.

Le scelte politiche riguardanti la gestione del debito, in particolare la tolleranza al rischio e la gestione delle passività potenziali, devono riflettere le migliori pratiche internazionali, che mirano a ridurre la vulnerabilità a *shock* finanziari e al contagio. Questo implica l'importanza di una *governance* solida e chiara nella gestione del debito pubblico, con una netta separazione delle responsabilità tra la gestione del debito e quella monetaria.

Portafogli di debito mal strutturati, con scadenze inappropriate o un'eccessiva dipendenza dal debito a breve termine o in valuta estera, hanno storicamente contribuito a crisi economiche in molti Paesi. Una gestione prudente del debito, accompagnata da politiche solide per la gestione delle passività potenziali, può ridurre significativamente il rischio di instabilità economica, rendendo il Paese meno suscettibile a crisi finanziarie. È dunque cruciale che i governi stabiliscano obiettivi chiari e trasparenti per la gestione del debito, aumentando la prevedibilità delle operazioni e riducendo l'incertezza per gli investitori⁴⁶.

1.6 Modelli di gestione del debito pubblico

I gestori del debito pubblico adottano una varietà di approcci analitici, che spaziano dai modelli deterministici a quelli stocastici, per individuare la strategia di indebitamento più efficace e in linea con le preferenze di costo e rischio stabilite dai decisori politici. Questi modelli permettono di simulare e valutare le diverse opzioni di finanziamento, tenendo conto delle incertezze e delle

⁴⁶ Ibidem, pp. 3-4.

variabili economiche che possono influenzare i risultati nel medio e lungo termine. Un quadro politico ben strutturato, che integra modelli di ottimizzazione del rapporto costo-rischio, è essenziale per consentire ai governi di identificare le strategie di finanziamento ottimali, che siano in armonia con le politiche monetarie e fiscali in vigore.

La modellizzazione finanziaria del portafoglio del debito pubblico è un processo complesso che può essere suddiviso in cinque fasi fondamentali.

La prima fase riguarda la definizione degli obiettivi e dei vincoli, che implica la chiarificazione delle priorità del governo, come la minimizzazione del costo del debito, la gestione dei rischi associati e il rispetto dei limiti legali e istituzionali.

Successivamente, si passa alla progettazione delle ipotesi di mercato dei capitali, dove si definiscono gli scenari economici e finanziari che influenzeranno la strategia di indebitamento, come le previsioni sui tassi di interesse, l'inflazione e i flussi di cassa futuri.

La terza fase è il processo di ottimizzazione, in cui i modelli vengono applicati per identificare la combinazione di strumenti di debito che meglio soddisfa gli obiettivi definiti, bilanciando i costi previsti e i rischi associati.

Segue lo studio della robustezza attraverso scenari, che comporta l'analisi delle *performance* della strategia di indebitamento sotto diverse condizioni economiche e di mercato, per assicurarsi che sia resiliente anche in situazioni avverse.

Infine, la valutazione *ex-post* della strategia di finanziamento rappresenta l'ultima fase del processo. In questa fase, si analizzano i risultati effettivi della strategia adottata, confrontandoli con le previsioni e valutando l'efficacia delle decisioni prese. Questo passaggio è cruciale per apprendere dai risultati ottenuti e per migliorare continuamente l'approccio alla gestione del debito pubblico, garantendo che rimanga allineato con gli obiettivi di sostenibilità fiscale e stabilità economica del Paese.

A ogni modo, i modelli deterministici e stocastici condividono metodologie simili e offrono entrambi informazioni preziose che possono supportare i processi decisionali. Mentre i modelli deterministici operano con l'assunzione di *input* fissi e noti per fornire un unico risultato, i modelli stocastici incorporano casualità e incertezza, generando una gamma di possibili risultati basati su scenari probabilistici. Nonostante i loro approcci differenti nella gestione dell'incertezza, entrambi

i tipi di modelli sono fondamentali per fornire una comprensione completa dei potenziali rischi e risultati, sostenendo così decisioni più informate e solide⁴⁷.

I modelli di gestione del debito pubblico costituiscono dunque una parte importante del processo decisionale che porta alla definizione della strategia di indebitamento da parte del governo, ma restano comunque solo uno dei molti strumenti a disposizione e, per questa ragione, devono essere usati affiancandoli al giudizio esperto dei gestori del debito⁴⁸.

Torna utile, ai fini di questo elaborato, esporre brevemente alcuni esempi di modelli di gestione del debito pubblico sviluppati e applicati in Paesi diversi. In particolare, verranno analizzati due modelli “storici”, quello canadese e quello svedese, che furono all’avanguardia in questo campo, e due modelli più recenti elaborati dagli uffici di gestione del debito pubblico di Ungheria e Turchia.

1.6.1 Il modello canadese

Tra gli obiettivi degli uffici preposti alla gestione del debito pubblico canadese, oltre a scegliere una strategia che minimizzi i costi del debito mantenendo i rischi entro limiti accettabili, c’è anche quello di garantire il buon funzionamento del mercato azionario. La sfida principale da affrontare risiede nell’incertezza riguardante il comportamento futuro dei tassi d’interesse, dell’economia e delle politiche fiscali del governo.

Il modello, rimasto pressoché immutato da quello proposto e introdotto a partire dal 2002⁴⁹, si basa su una serie di equazioni che descrivono l’interazione tra i pagamenti per il servizio del debito, le scadenze del debito, le esigenze di finanziamento del governo e le emissioni di debito.⁵⁰

Per raggiungere questi risultati, il modello tenta di bilanciare queste sfide analizzando di volta in volta cinque aspetti.

- i) La strategia di finanziamento è il cuore del modello e descrive come il governo decide di emettere il proprio debito, distribuendo le emissioni tra strumenti con diverse scadenze (buoni del tesoro, obbligazioni nominali e indicizzate all’inflazione). Importante

⁴⁷ Coşkun Cangöz, Bouyé, *Debt Management in Uncertain Times: a background paper*, cit., p. 9.

⁴⁸ Jamieson Bolder, Deeley, *The Canadian Debt-Strategy Model: An Overview of the Principal Elements*, cit., p. iii.

⁴⁹ David Jamieson Bolder, *A Stochastic Simulation Framework for the Government of Canada’s Debt Strategy*, Working Paper No. 2003-10, Bank of Canada, 2003.

⁵⁰ Jamieson Bolder, Deeley, *The Canadian Debt-Strategy Model: An Overview of the Principal Elements*, cit., p. 1.

sottolineare che, per agevolare il modello nell'analisi di lungo periodo, si assuma che questa rimanga costante nel tempo.

- ii) Per tener conto dell'incertezza economica e dei tassi d'interesse futuri, il modello utilizza un approccio stocastico che riassume l'evoluzione futura dell'economia canadese e dei tassi d'interesse, basato su dati storici. Questo consente di simulare un'ampia gamma di possibili scenari futuri per analizzare come diverse strategie di finanziamento influenzano vari indicatori chiave, come la dimensione del debito, i costi del debito, la volatilità di questi costi e le esigenze di finanziamento del governo.
- iii) Per fornire una visione completa delle conseguenze delle diverse strategie di finanziamento, il modello include delle simulazioni iterative delle dinamiche del debito governativo, come le scadenze, le esigenze di finanziamento, le nuove emissioni di debito e il calcolo degli oneri sul debito.
- iv) Il modello tiene conto delle interazioni e dei *feedback* tra le variabili chiave come la politica fiscale, la strategia di finanziamento e l'evoluzione dell'economia. Ad esempio, il modello include una funzione di penalità per emissioni di debito eccessive o insufficienti, che influisce sui costi di finanziamento in modo da riflettere i limiti pratici delle emissioni di debito governative.
- v) L'inclusione di un modulo di ottimizzazione consente di identificare la strategia di finanziamento che meglio bilancia i vari obiettivi di politica del governo, come la minimizzazione dei costi del debito e la gestione della volatilità degli oneri sul debito, pur rispettando i vincoli di rischio e operativi⁵¹.

1.6.2 Il modello svedese

L'ufficio nazionale svedese di gestione del debito pubblico ha sviluppato, già a partire dal 2000, un modello stocastico di simulazione per analizzare costi e rischi nel lungo periodo di un ventaglio di portafogli possibili. I risultati delle simulazioni offrono una base quantitativa per supportare le decisioni in materia di debito pubblico⁵².

⁵¹ Ibidem, pp. 4-10.

⁵² Bergström, Holmlund, Lindberg, *The SNDO's Simulation Model for Government Debt Analysis*, cit., p. 1.

Il modello è articolato in due moduli principali.

- i) La prima sezione è costituita da un modello macroeconomico, progettato per simulare l'andamento e l'interazione di diverse variabili macroeconomiche e finanziarie, come il PIL, il tasso di inflazione, i tassi di interesse, i tassi di cambio e il fabbisogno netto di indebitamento. Questo modello permette di prevedere come tali variabili possano evolversi nel tempo in risposta a vari scenari economici, fornendo così una base solida per l'analisi e la pianificazione economica⁵³.
- ii) La seconda sezione consta di una simulazione di strategia, utilizzata per valutare come il governo può gestire il proprio fabbisogno di finanziamento nel corso del tempo, all'interno di una determinata strategia di portafoglio. Questo include il modo in cui vengono rifinanziati i prestiti in scadenza e come viene coperto il fabbisogno di indebitamento in ciascun periodo. Inoltre, questa parte del modello non si limita a simulare le azioni, ma fornisce anche una stima dettagliata dei costi e dei rischi associati a diverse strategie di portafoglio. Considerando i percorsi economici simulati, il modello è in grado di confrontare varie strategie, definite in termini di composizione del debito e durata obiettivo, per determinare quale sia la più efficace e sostenibile in funzione dell'andamento economico previsto⁵⁴.

In sostanza, il modello macroeconomico viene utilizzato per simulare migliaia di diversi percorsi economici su un periodo di 30 anni, con intervalli trimestrali. Questi percorsi vengono poi utilizzati come *input* nel modello di simulazione di strategia, dove vengono confrontate varie strategie di portafoglio - definite in termini di composizione del debito e durata target - con i percorsi economici simulati per calcolare i costi e i rischi associati a ciascuna strategia⁵⁵.

1.6.3 Il modello ungherese

Il modello ungherese introduce nuove tecniche rispetto ai modelli di gestione del debito già esistenti. Innovativo, sotto questo punto di vista, è l'utilizzo di un algoritmo di ottimizzazione multiobiettivo per trovare soluzioni che minimizzino i costi attesi, la volatilità dei costi e i rischi di

⁵³ Ibidem, pp. 3-17.

⁵⁴ Ibidem, pp. 17-25.

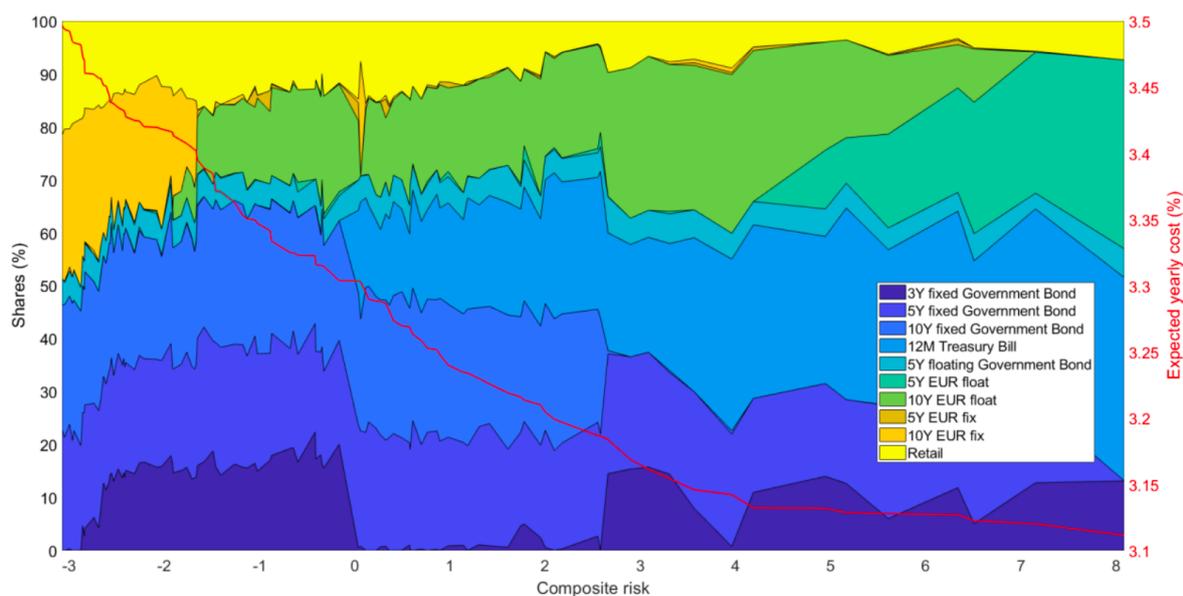
⁵⁵ Ibidem, p. 2.

rifinanziamento, fornendo così ai decisori una serie di soluzioni Pareto-ottimali con un orizzonte temporale di medio termine a cinque anni⁵⁶.

L'*output* prodotto da questo modello, dopo aver standardizzato le tre principali misure di rischio su oltre cinquemila scenari di finanziamento differenti, è rappresentato nella Figura 1.2. Questo risultato grafico consente di visualizzare il portafoglio di debito ottimale per ciascun livello di rischio composito considerato, evidenziando quali combinazioni di strumenti di debito risultano più vantaggiose in termini di bilanciamento tra costi e rischi per ogni profilo di rischio.

Questo strumento di visualizzazione è estremamente utile per i responsabili della gestione del debito, poiché fornisce un'analisi chiara e dettagliata delle opzioni di finanziamento più efficienti, aiutandoli a prendere decisioni informate basate su una valutazione quantitativa e comparativa dei rischi e dei costi associati⁵⁷.

Figura 1.2 Portafogli ungheresi ottimali dato il⁵⁸ rischio composito



Fonte: *Optimizing the Hungarian Government Debt Portfolio*, p. 57

⁵⁶ Bebes, Tran, Bebesi, *Optimizing the Hungarian Government Debt Portfolio*, cit., pp. 58-59.

⁵⁷ Ibidem, p.57.

⁵⁸ Emre Balibek, Hamdi Alper Memis, *Turkish Treasury Simulation Model for Debt Strategy Analysis*, World Bank Policy Research Working Paper, 2012, p. 33.

1.6.4 Il modello turco

Il Tesoro turco ha sviluppato, già a partire dal 2003 ma con importanti aggiornamenti dopo il 2007, un modello simulativo per facilitare il processo decisionale nella formulazione delle strategie di gestione del debito pubblico. Può essere classificato come un modello in cui solamente le variabili finanziarie vengono simulate stocasticamente, mentre quelle macroeconomiche sono considerate come variabili esogene.

Questo modello è stato sviluppato principalmente per valutare, con un orizzonte di medio termine di cinque anni, la sensibilità del debito pubblico ai movimenti di mercato e per quantificare i costi e i rischi associati a strategie di indebitamento alternative.

Le principali metriche di costo sono la spesa per interessi e il valore dello *stock* di debito, anche aggiustato per l'inflazione mentre, l'innovativa metrica di rischio valutata in questo modello è la *Conditional Cost-at-Risk (CondCaR)*. Questo indicatore fornisce una misura del rischio che si concentra sulla media dei costi attesi che si verificano nella coda della distribuzione. Per valutare la struttura del debito, invece, vengono considerate altre metriche di rischio come il rifinanziamento, il tasso di interesse e il tasso di cambio⁵⁹.

Concretamente, il modello simulativo del Tesoro turco opera attraverso tre moduli principali.

- i) Il *database* del debito contiene tutte le informazioni dettagliate riguardanti le emissioni dei titoli di Stato ed è aggiornato man mano che i titoli maturano o vengono emessi nuovi strumenti. Il modello attinge da questo *database* per definire la struttura del debito all'inizio della simulazione.
- ii) Il generatore di scenari finanziari utilizza invece i modelli econometrici disponibili per simulare tutti i percorsi possibili delle variabili finanziarie chiave, come i tassi di interesse e i tassi di cambio.
- iii) Il motore di calcolo dei flussi di cassa calcola per ogni scenario il fabbisogno finanziario basandosi sulle diverse ipotesi avanzate in relazione all'avanzo primario e agli altri flussi di cassa. Inoltre, elabora le già citate metriche di costo e rischio per tutte le strategie elaborate⁶⁰.

⁵⁹ Ibidem, pp. 10-18.

⁶⁰ Ibidem, pp. 18-29.

CAPITOLO 2

L'Italia nella doppia crisi.

L'evoluzione della gestione del debito pubblico

2.1 Modifiche nella composizione della struttura del debito pubblico italiano

All'inizio degli anni Novanta, l'Italia si trovò ad affrontare una fase cruciale della sua storia economica, caratterizzata da sfide significative sia a livello nazionale che internazionale. Durante questo periodo, la crisi della finanza pubblica segnò un arresto nel percorso di crescita economica che l'Italia aveva seguito fino a quel momento. Contemporaneamente, il Paese decise di intraprendere il cammino verso l'adesione all'Unione Monetaria Europea (UEM), un processo che richiedeva una disciplina di bilancio rigorosa e una stabilità economica che l'Italia faticava ancora a raggiungere.

Un punto di svolta avvenne tra il 1992 e il 1993 quando in Italia, problemi di natura finanziaria interni ed esterni al Paese, come la crescita dei tassi reali interni e il declassamento del debito pubblico italiano da parte dell'agenzia di *rating* Moody's, si intrecciarono con un problema valutario reale, consistente nel continuo apprezzamento reale della lira, portando a una perdita di competitività delle imprese italiane favorendo la deindustrializzazione già in atto. Tale situazione viene notata anche nella Relazione Annuale del maggio 1992 della Banca d'Italia che richiedeva al governo un'urgente manovra fiscale correttiva. Purtroppo, per via della campagna elettorale in corso e per le imminenti elezioni, in un clima reso ancora più pesante dallo scandalo di Tangentopoli, lo stallo politico si protrasse fino all'inizio dell'estate causando un ulteriore peggioramento dei conti pubblici. La manovra correttiva proposta dal nuovo Governo Amato non fu sufficiente e si optò nuovamente per un rialzo dei tassi di sconto.

Agli inizi di settembre, in seguito alla decisione di svalutare la lira del 7 per cento nei confronti di tutte le valute, partirono una serie di attacchi speculativi che travolsero numerose altre valute. Tra il 16 e il 17 settembre 1992 la sterlina e la lira lasciarono il Sistema monetario europeo, passando a un regime a cambi flessibili. Nel complesso, nei mesi da giugno a settembre, la mancata difesa del cambio del 1992 costò alla Banca d'Italia 48 miliardi di dollari di riserve e perdite in conto capitale di 3.200 miliardi di lire⁶¹.

⁶¹ Michele Fratianni, Franco Spinelli, *Storia monetaria d'Italia. Lira e politica monetaria dall'Unità all'Unione Europea*, Etas, 2001, pp. 505-511.

La svalutazione della moneta nazionale ebbe conseguenze rilevanti sull'economia del Paese, in particolare provocando un aumento dell'inflazione. L'aumento dei prezzi erodeva il potere d'acquisto delle famiglie e metteva sotto pressione i tassi di interesse, che dovevano essere mantenuti alti per attrarre investimenti e stabilizzare la lira.

L'ambiente economico che si era venuto a configurare, caratterizzato da alti tassi di inflazione e di interesse, pur incidendo sul costo del debito pubblico, consentivano tuttavia una gestione del debito che, dal punto di vista dell'emittente, poteva apparire meno onerosa. In un contesto di inflazione elevata, il tasso d'interesse reale – cioè il tasso nominale al netto dell'inflazione – risultava essere più basso. Questo significava che il costo effettivo del debito per lo Stato era inferiore a quanto sarebbe stato in un ambiente a bassa inflazione.

L'inflazione, in questo senso, agiva come un meccanismo di alleggerimento del peso del debito pubblico, un fenomeno che viene definito come “polverizzazione del debito pubblico”. Essendo il debito una grandezza nominale, un aumento generalizzato dei prezzi riduceva il valore reale del debito stesso, permettendo allo Stato di ridurre il suo peso senza dover effettivamente ridurre l'ammontare nominale del debito. Questo effetto era particolarmente utile in un contesto in cui il debito pubblico italiano aveva raggiunto livelli molto elevati. Tuttavia, questo meccanismo non poteva essere sostenuto a lungo senza conseguenze negative, come la perdita di fiducia nei confronti della lira e la crescente difficoltà a mantenere la stabilità economica in vista dell'ingresso nell'Unione Monetaria.

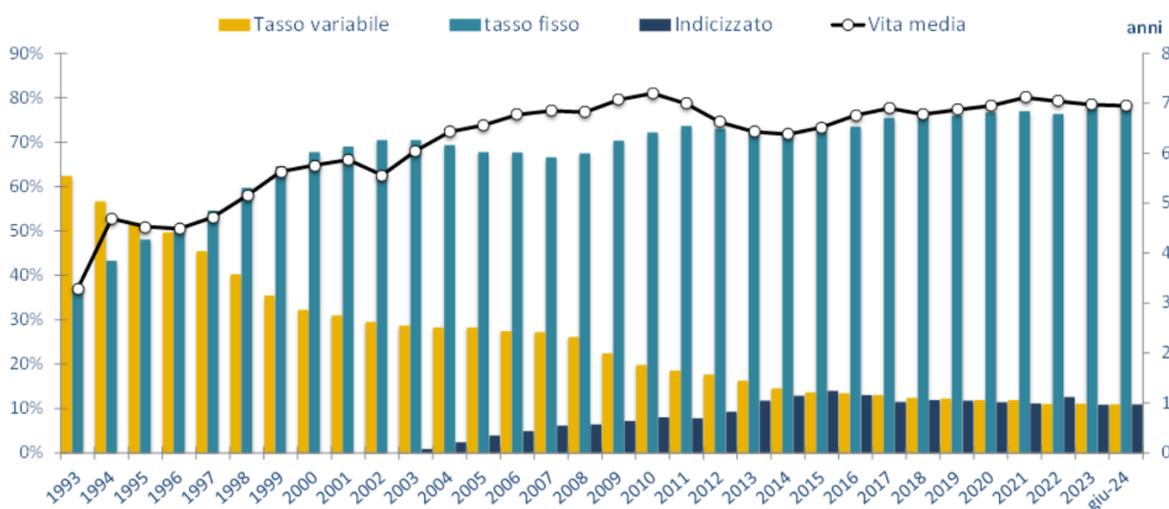
All'epoca, la gestione del debito pubblico italiano si basava su una struttura molto diversa rispetto a quella attuale. La maggior parte dei titoli emessi dallo Stato erano a tasso variabile o con una velocità di *refixing* dei tassi estremamente rapida. Questo significava che i tassi di interesse sui titoli di Stato come i Buoni Ordinari del Tesoro, con scadenze brevi di 6-12 mesi, e i Certificati di Credito del Tesoro, indicizzati ai tassi dei BOT, venivano aggiornati molto frequentemente, riflettendo quasi immediatamente le variazioni nei tassi di interesse di mercato.

Un debito pubblico strutturato in tale maniera era una risposta all'ambiente economico di quel periodo, caratterizzato da un'inflazione elevata e da tassi di interesse volatili. Tuttavia, vista la necessità di allinearsi alle politiche economiche dell'Unione Monetaria Europea, l'Italia intraprese un percorso di stabilizzazione macroeconomica, volto a ridurre l'inflazione e a portare i tassi di interesse a livelli più sostenibili. Di conseguenza, divenne chiaro che la struttura del debito pubblico doveva essere modificata per ridurre la vulnerabilità del Paese ai cambiamenti improvvisi nei tassi di interesse.

Uno dei cambiamenti più rilevanti nel panorama della gestione del debito pubblico italiano è stato l'avvio di una transizione graduale ma costante verso un portafoglio prevalentemente composto da titoli di Stato a tasso fisso. Come ben illustrato dalla Figura 2.1, nel 1993 oltre il 60 per cento del debito pubblico era ancora denominato in titoli a tasso variabile. Negli anni sono poi incrementate significativamente le emissioni di titoli a tasso fisso, un'operazione strategica volta a mitigare il rischio associato alla volatilità dei tassi di interesse. Questa ristrutturazione ha richiesto diversi anni e ha comportato un adattamento graduale del mercato, ma ha consentito una maggiore stabilizzazione delle finanze pubbliche, migliorando al contempo la prevedibilità della gestione del debito nel lungo termine. A oggi, il 76,8 per cento del debito pubblico italiano è a tasso fisso e, considerando anche i prestiti come SURE e NGEU concessi dalle istituzioni europee, questa percentuale sale al 78,11 per cento.

Il passaggio a una struttura del debito a tasso fisso ha avuto importanti implicazioni sul rischio associato al debito pubblico. Un effetto immediato è stato l'allungamento della vita media del debito. Sempre dalla Figura 2.1, si evince come la vita media del debito pubblico sia cresciuta dai circa 4,6 anni registrati all'inizio di questo processo, fino ai quasi 7 anni registrati all'ultima rilevazione. Anche in questo caso, includendo nell'analisi i prestiti erogati dalle istituzioni europee, il valore tende a crescere, raggiungendo una vita media di 7,28 anni⁶².

Figura 2.1 Evoluzione del debito pubblico italiano e vita media, dati al 30 giugno 2024



Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

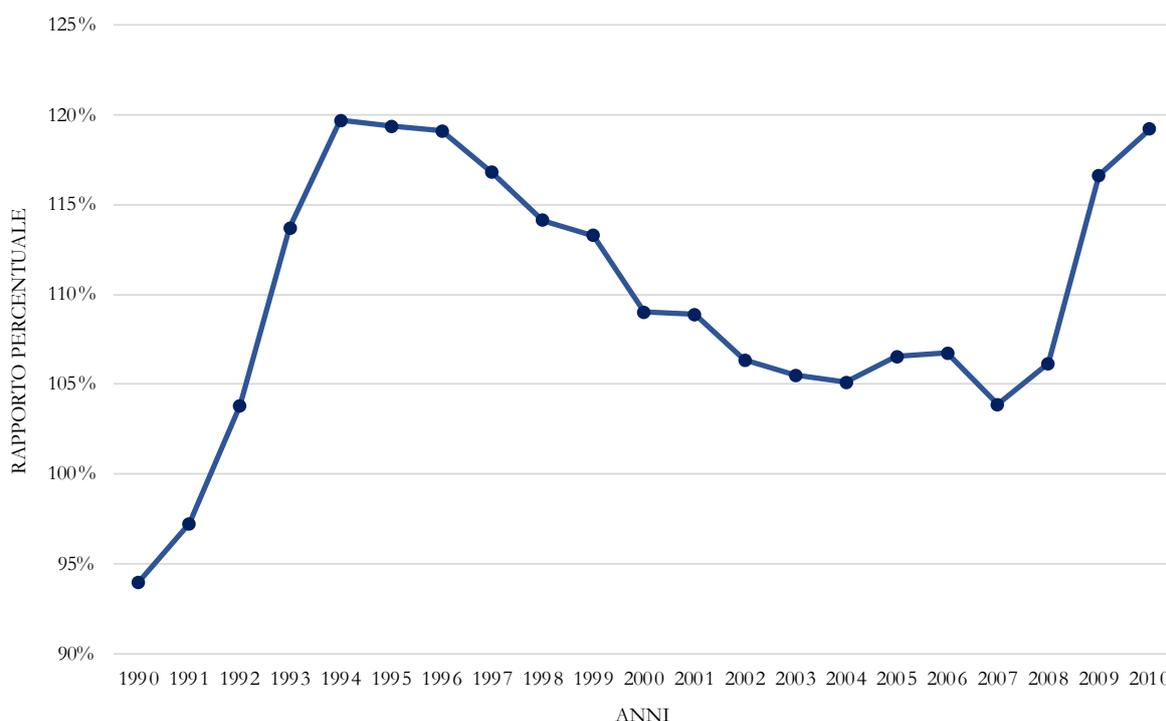
⁶² Fabrizio Tesseri, *Intervista rilasciata all'autore*, in "Appendice", Roma, 16 luglio 2024, pp. III-IV.

2.2 La crisi finanziari globale e la Grande Recessione

Dopo la firma degli accordi di Maastricht e l'introduzione dell'euro, l'Italia intraprese una serie di misure significative per rientrare nei parametri stabiliti dai trattati, tra cui il contenimento del rapporto debito/PIL. Questo sforzo di risanamento dei conti pubblici si rifletté in un graduale miglioramento di alcune grandezze di finanza pubblica del Paese⁶³.

Nel 2006, al termine del secondo governo Berlusconi, il debito pubblico italiano si era stabilizzato intorno al 107 per cento del PIL (Figura 2.2). Con l'insediamento del nuovo governo Prodi, questa tendenza alla riduzione del debito continuò, portando il rapporto debito/PIL a scendere ulteriormente fino a poco più del 103 per cento, valore minimo rispetto ai picchi storici raggiunti a metà anni Novanta⁶⁴.

Figura 2.2 Rapporto percentuale Debito/PIL in Italia, 1990-2010



Fonte: elaborazione su dati Osservatorio CPI

⁶³ Francesco Baldi, Massimiliano Parco, Valerio Mancini, *Il debito pubblico in Italia. Analisi e prospettive*, Rome Business School, 2024, p. 8.

⁶⁴ Tedoldi, Volpi, *Storia del debito pubblico in Italia*, cit., p. 250.

2.2.1 L'Italia si espone ai mercati globali

In questo periodo, la composizione dei detentori del debito pubblico italiano subisce cambiamenti significativi, riflettendo una trasformazione nel panorama finanziario del Paese. Fino alla metà degli anni Duemila, infatti, si osserva una progressiva riduzione della quota di debito detenuta dalle famiglie italiane, che nel 2005 arriva a rappresentare solo il 13,66 per cento del totale. Questo calo segnala una diminuzione dell'interesse da parte dei risparmiatori privati nazionali nei confronti dei titoli di Stato, probabilmente a causa di rendimenti relativamente bassi o della crescente attrattiva di altre forme di investimento. Parallelamente, anche le banche e le compagnie assicurative italiane vedono scemare la quota di titoli in loro possesso, arrivando a detenere rispettivamente il 21,3 e il 10,34 per cento del debito pubblico italiano, continuando comunque a svolgere un ruolo rilevante nel finanziamento dello Stato.

Tuttavia, la vera trasformazione si osserva nel crescente peso degli investitori stranieri, la cui quota di partecipazione al debito pubblico italiano raggiunse il 53,31 per cento nel 2005. Questo fenomeno fu il risultato di una serie di fattori, tra cui una crescente integrazione dei mercati finanziari europei e globali, che rese il debito italiano accessibile e attraente per un pubblico internazionale.

L'aumento della quota detenuta da investitori stranieri ha messo in evidenza una crescente dipendenza dell'Italia dai mercati finanziari internazionali e ciò ha avuto implicazioni importanti per la politica economica del Paese, poiché l'andamento dei rendimenti sui titoli di Stato italiani è divenuto sempre più sensibile agli umori e alle percezioni dei mercati globali⁶⁵.

2.2.2 Lo scoppio della crisi

La crisi economica globale del 2007-2008 trova le sue radici nel sistema finanziario degli Stati Uniti, dove un ambiente caratterizzato da politiche monetarie estremamente accomodanti, un'abbondanza di liquidità e tassi di interesse reali eccezionalmente bassi creò le condizioni ideali per l'espansione di una bolla speculativa nel mercato immobiliare. Al centro di questa bolla vi era l'intensa attività di cartolarizzazione, un processo attraverso il quale mutui, inclusi quelli ad alto rischio noti come mutui *subprime*, venivano trasformati in titoli negoziabili e venduti sul mercato finanziario. Questi strumenti, resi sicuri all'apparenza grazie a tecniche di ingegneria finanziaria, nascondevano al loro interno livelli di rischio elevati e spesso mal compresi.

Nonostante i segnali di avvertimento, i rischi crescenti associati a questi strumenti finanziari furono ampiamente ignorati o sottovalutati da gran parte degli attori del mercato. Anche le autorità di

⁶⁵ Ibidem, p. 149.

regolazione e supervisione, responsabili di monitorare la stabilità del sistema finanziario, fallirono nel riconoscere tempestivamente la portata del pericolo. L'euforia del mercato e la fiducia eccessiva nella capacità del sistema di autoregolarsi contribuirono a una pericolosa accumulazione di rischi all'interno dei mercati finanziari globali.

Il mutamento nella percezione del rischio fu improvviso e devastante. Quando emerse la fragilità sottostante del mercato dei mutui *subprime*, la fiducia degli investitori crollò rapidamente, estendendo il panico ad altri segmenti del mercato finanziario. Il collasso di Lehman Brothers nel settembre 2008 fu un evento emblematico e catalizzatore di questa crisi. Come una delle principali banche d'investimento a livello mondiale, Lehman Brothers era strettamente interconnessa con numerosi altri istituti finanziari in tutto il mondo e il suo fallimento non solo sconvolse il mercato finanziario statunitense, ma agì da vettore per trasmettere la crisi a livello globale.

Il crollo di Lehman Brothers innescò una crisi di fiducia generalizzata, portando a un drastico congelamento del credito. Le banche, timorose delle perdite potenziali e delle incertezze riguardo la solvibilità delle controparti, iniziarono a ridurre drasticamente la concessione di prestiti, sia tra istituti finanziari sia verso imprese e famiglie. Questo rapido inasprimento delle condizioni creditizie ebbe effetti devastanti sull'economia reale, portando a una contrazione dell'attività economica a livello globale.

La crisi non rimase confinata al settore finanziario, ma si trasformò rapidamente in una recessione economica globale, passata alla storia come la Grande Recessione. Le economie avanzate furono colpite duramente, con una riduzione significativa della produzione industriale, un aumento vertiginoso della disoccupazione e una grave crisi fiscale in molti Paesi. Le ripercussioni della crisi furono profonde e durature, influenzando le politiche economiche e finanziarie globali per anni a venire e portando a una riconsiderazione del ruolo delle regolamentazioni nel sistema finanziario internazionale⁶⁶.

Di fronte al rapido deterioramento del settore finanziario durante la crisi del 2007-2008, i governi e le banche centrali furono costretti a intervenire con urgenza, introducendo linee di credito e pacchetti di salvataggio per sostenere gli istituti bancari sull'orlo dell'insolvenza. Questi interventi erano cruciali per evitare un collasso sistemico del settore finanziario, ma comportarono costi enormi per le finanze pubbliche, aumentando significativamente il debito e i *deficit* dei bilanci statali⁶⁷.

⁶⁶ Salvatore Rossi, *La politica economica italiana dal 1968 a oggi*, Editori Laterza, 2020, pp.148-150.

⁶⁷ Salvatore Rossi, *Breve racconto dell'Italia nel mondo attraverso i fatti dell'economia*, il Mulino, 2023, p. 97.

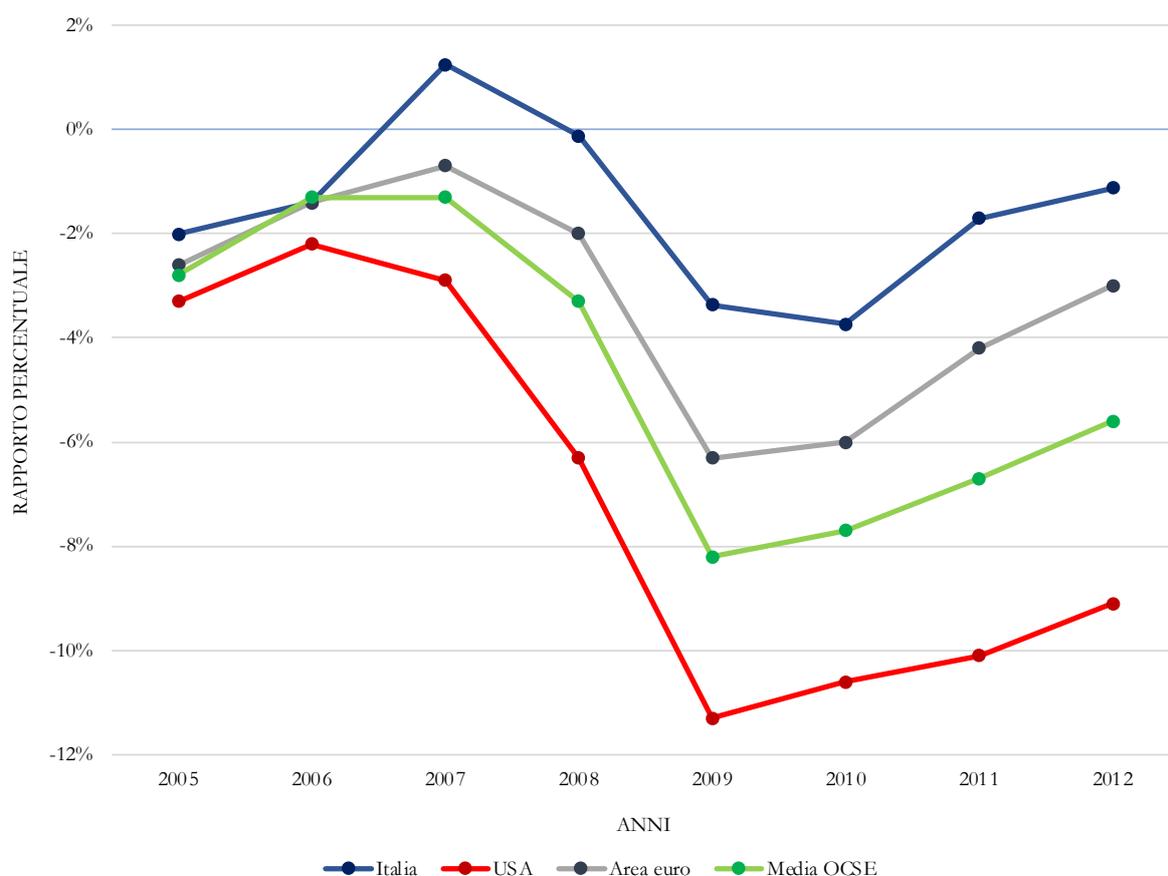
Come si evince dalla Figura 2.3, nel 2007 il *deficit* di bilancio degli Stati Uniti era relativamente contenuto al 2,9 per cento del PIL, ma subì un'esplosione drammatica nei due anni successivi. Già nel 2008, il disavanzo era salito al 6,3 per cento per poi raggiungere l'11,3 per cento nel 2009, un livello senza precedenti per l'economia statunitense in tempi di pace. Questo incremento vertiginoso fu il risultato diretto delle massicce spese pubbliche necessarie per sostenere il sistema bancario e finanziare programmi di stimolo economico volti a contrastare la recessione. Nel 2010, il *deficit* americano iniziò a stabilizzarsi, ma rimase comunque elevato, intorno al 10 per cento, riflettendo il persistere delle difficoltà economiche.

Anche la media OCSE seguì una tendenza simile. Nel 2007, il *deficit* medio si attestava intorno al 1,3 per cento del PIL, ma nel 2008 aumentò rapidamente al 3,3 per cento e, nel 2009, raggiunse l'8,2 per cento. Dal 2010, il disavanzo medio dei Paesi OCSE mostrò una leggera ripresa, evidenziando gli sforzi compiuti dai governi per contenere gli effetti della crisi, sebbene rimanesse comunque lontano dai livelli pre-crisi.

Nell'area dell'euro, la crisi finanziaria si manifestò con un leggero ritardo rispetto agli Stati Uniti, ma gli effetti sulle finanze pubbliche furono altrettanto devastanti. Nel 2008, il *deficit* medio nell'eurozona era del 2 per cento del PIL, ma nel 2009 era già salito al 6,3 per cento, riflettendo l'impatto delle misure di salvataggio bancario e delle politiche di stimolo economico necessarie per contrastare gli effetti della crisi, allineandosi alla tendenza osservata negli Stati Uniti. Anche nel 2010, il *deficit* nell'area euro rimase elevato, intorno al 6 per cento, a testimonianza delle persistenti difficoltà economiche nella regione.

In Italia, fino al 2007, grazie ad aumenti consistenti del prelievo fiscale, il *deficit* di bilancio aveva cominciato a diminuire, arrivando a far registrare un avanzo di 1,24 punti percentuali del 2007. Tuttavia, con l'inizio della crisi nel 2008, l'avanzo di bilancio si trasformò in disavanzo, peggiorando ulteriormente nei due anni successivi, arrivando al -3,37 per cento nel 2009 e al -3,73 per cento nel 2010. Nei due anni successivi il *deficit* iniziò a ridursi segnalando, almeno inizialmente, una graduale ripresa.

Figura 2.3 Rapporto percentuale *Deficit*/PIL in Italia, Area euro, OCSE e Stati Uniti, 2005-2012



Fonte: elaborazione su dati Osservatorio CPI e OCSE

Le finanze pubbliche europee e statunitensi furono quindi gravate da due principali categorie di spese. In primo luogo, vi furono i costi diretti associati al sostegno del settore bancario. I governi furono costretti a utilizzare fondi pubblici per nazionalizzare istituti bancari in difficoltà, fornire garanzie sui prestiti, e concedere iniezioni di capitale e linee di credito d'emergenza. In secondo luogo, la crisi finanziaria si trasmise rapidamente all'economia reale, provocando un forte aumento della disoccupazione, una contrazione dell'attività economica e una drastica riduzione delle entrate fiscali. Di fronte a questo scenario, i bilanci pubblici furono ulteriormente appesantiti dagli stabilizzatori automatici, come le maggiori spese per i sussidi di disoccupazione e altri programmi di *welfare*. Inoltre, i governi adottarono politiche economiche espansive per cercare di attenuare l'impatto sociale della crisi, come il finanziamento di programmi per la creazione di posti di lavoro e altre iniziative volte a ridurre la povertà crescente.

Queste misure, sebbene cruciali per sostenere la coesione sociale e prevenire un ulteriore deterioramento dell'economia, contribuirono a un aumento esponenziale del *deficit* e del debito pubblico. La combinazione di interventi diretti nel settore bancario e di politiche espansive per contrastare la recessione rappresentò un onere significativo per i bilanci statali, i cui effetti si fecero sentire negli anni successivi sotto forma di austerità fiscale e di tensioni nei mercati del debito sovrano, particolarmente acuti nell'eurozona⁶⁸.

2.3 La crisi dei debiti sovrani

La situazione dei debiti sovrani è diventata sempre più preoccupante a causa di un intreccio di fattori negativi che, pur presentando alcune variazioni da Paese a Paese, hanno avuto un impatto significativo in diversi contesti nazionali. Nei Paesi noti come PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), che da diverso tempo erano considerati a rischio, l'accumulo di ingenti *stock* di debito pubblico nel corso degli anni aveva raggiunto livelli difficilmente sostenibili.

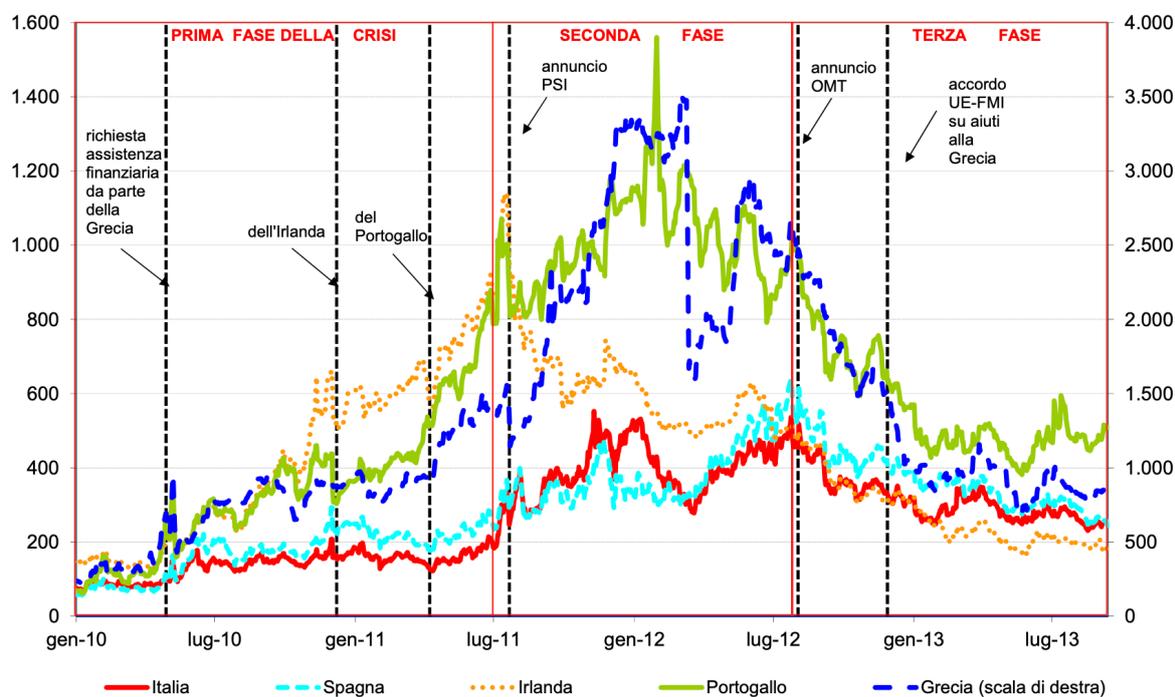
Questa criticità era di fatto il risultato di fondamentali macroeconomici deboli, spesso legati a problemi strutturali con radici storiche profonde. Tali debolezze strutturali, unite a incertezze politiche che hanno ostacolato l'implementazione di politiche di risanamento adeguate e coerenti, hanno aggravato la situazione, rendendo ancora più difficile il recupero economico e la gestione del debito⁶⁹.

Per descrivere l'evoluzione della crisi dei debiti sovrani può essere utile suddividerla in tre fasi distinte (Figura 2.4).

⁶⁸ Carlo D'Ippoliti, Alessandro Roncaglia, *L'Italia: una crisi nella crisi*, "Moneta e Credito", vol. 64 n. 255, 2011, pp. 189-227, qui p. 195.

⁶⁹ Annamaria Viterbo, Roberto Cisotta, *La Crisi del debito sovrano e gli interventi dell'UE: dai primi strumenti finanziari al Fiscal Compact*, "Il Diritto dell'Unione Europea", Anno XVII Fasc. 2, Giuffrè Editore, 2012, pp. 323-366, qui p. 324.

Figura 2.4 Differenziali di rendimento sui titoli di Stato a 10 anni dei Paesi in legenda e quelli tedeschi, 01/2010 – 07/2013



Fonte: *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano*, p. 7

2.3.1 Prima fase: la crisi greca raggiunge anche Irlanda e Portogallo

Nell'autunno del 2009, nel pieno della recessione globale scaturita dalla crisi finanziaria, il governo greco aveva rivelato che per diversi anni i precedenti esecutivi avevano sistematicamente falsificato i dati del bilancio pubblico. A titolo esemplificativo, in quell'anno il disavanzo pubblico superava il 15 per cento del PIL, anziché il 4 per cento dichiarato nelle stime ufficiali. La portata di questo episodio non solo scosse l'intera Grecia, ma fece esplodere tensioni che covavano fin dai primi giorni dell'Unione Monetaria Europea. Venivano infatti sollevati dubbi profondi sulla trasparenza e l'affidabilità delle finanze pubbliche all'interno dell'Unione, alimentando una crescente sfiducia tra gli Stati membri. In questo contesto, riemergeva dunque con forza il conflitto tra l'identità nazionale e l'identità europea, che poneva gli Stati di fronte a difficili scelte e suscita interrogativi sul futuro dell'integrazione europea⁷⁰.

⁷⁰ Rossi, *La politica economica italiana dal 1968 a oggi*, cit., pp. 158-159.

Nella primavera del 2010, in seguito alla crisi della Grecia, l'attenzione degli investitori internazionali verso il rischio sovrano nell'area euro si era intensificata notevolmente. Infatti, il governo ellenico, trovandosi travolto dai conti pubblici dissestati e incapace di collocare i propri titoli di Stato sul mercato, si era visto costretto a rivolgersi all'Unione Europea e al Fondo Monetario Internazionale per ottenere un sostegno finanziario. Questo evento aveva segnato l'inizio di una crisi debitoria che, in breve tempo, si era estesa ad altri Paesi dell'area euro. Nel novembre dello stesso anno, l'Irlanda aveva dovuto seguire la stessa strada della Grecia, seguita poi dal Portogallo nell'aprile del 2011. Entrambi i Paesi si erano trovati nella necessità di adottare rigorosi programmi di aggiustamento macroeconomico, simili a quelli imposti alla Grecia, per tentare di stabilizzare le loro economie e contenere la crisi. In questo contesto di crescente incertezza, lo *spread* tra i titoli di Stato italiani a 10 anni (BTP) e i corrispondenti titoli tedeschi (BUND) era rimasto sorprendentemente stabile, mantenendosi in media intorno ai 150 punti base⁷¹.

2.3.2 Seconda fase: la crisi colpisce anche Italia e Spagna e la BCE comincia a reagire

Dalla nascita dell'Unione Monetaria Europea era venuto a crearsi un ambiente di forte convergenza tra i Paesi membri, con i tassi di interesse sui titoli di Stato uniformemente bassi e quasi identici tra loro, indipendentemente dalle differenze nei fondamentali economici di ciascuno Stato, come il livello del debito pubblico, il *deficit* di bilancio, la crescita economica e la capacità di attuare riforme strutturali. Questo periodo, definito come il “decennio felice” dell'euro (1999-2008), fu caratterizzato da una stabilità finanziaria in cui il rischio percepito sui titoli di Stato dei Paesi dell'eurozona era pressoché omogeneo.

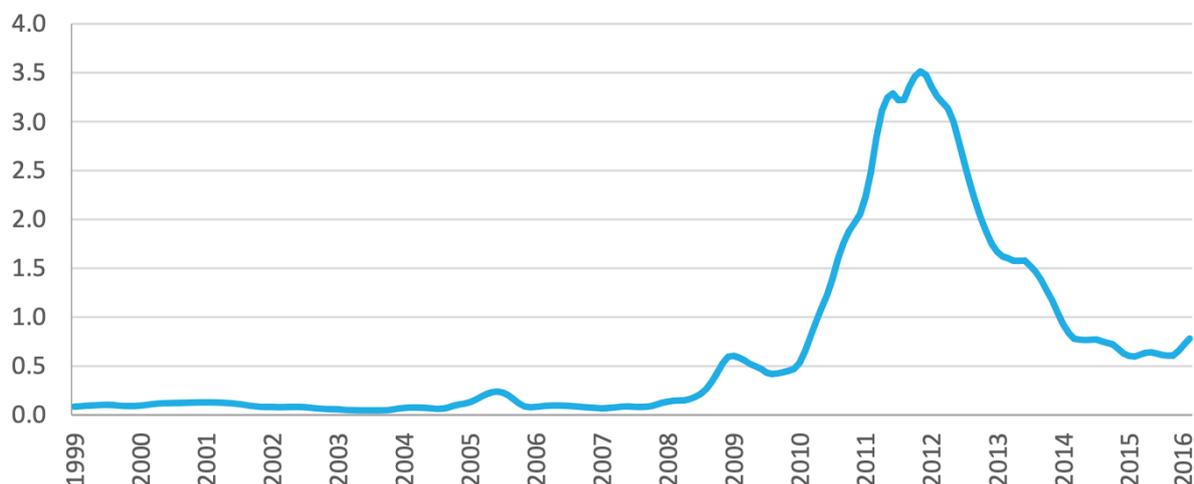
Con l'annuncio del secondo piano di assistenza alla Grecia, che prevedeva il coinvolgimento degli investitori privati nella ristrutturazione del debito sovrano ellenico attraverso il cosiddetto *Private Sector Involvement* (PSI), però, il mercato iniziò a differenziare significativamente il rischio di credito, premiando i Paesi con fondamentali economici più solidi e penalizzando quelli con maggiori vulnerabilità.

La Figura 2.5 evidenzia bene quanto detto finora. Escludendo la Grecia, entrata solo a partire dal 2001, e il Lussemburgo, per cui non si hanno dati, fino al 2007 la dispersione dei rendimenti dei dieci Paesi fin da subito entrati nell'area euro era prossima allo zero e si assestava a circa 9 punti

⁷¹ Fabio Buseti, Pietro Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, “Questioni di Economia e Finanza”, Banca d'Italia, Numero 201, 2013, p. 6.

base di media. Nel 2008 il dato era salito a 19 punti base ma è a partire dall'anno successivo che il dato esplode, facendo registrare fino al 2015 una media di 148 punti base⁷².

Figura 2.5 Dispersione dei rendimenti dei Paesi dell'area euro, ad esclusione di Grecia e Lussemburgo, 1999-2016



Fonte: *La vulnerabilità dei conti pubblici dell'Italia*, p 2

Per evitare che le crescenti tensioni nei mercati del debito sovrano e le loro inevitabili ripercussioni sul mercato monetario e sul credito bancario potessero compromettere la trasmissione omogenea della politica monetaria in tutta l'area euro, il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) decise di adottare una serie di misure straordinarie.

In primo luogo, decise di continuare a utilizzare di per il rifinanziamento delle banche le *Long-Term Refinancing Operation (LTRO)*, aste a tasso fisso dell'1 per cento e con pieno soddisfacimento della domanda, inizialmente con scadenza trimestrale, estesa gradualmente fino a tre anni. Questa misura aveva l'obiettivo di assicurare un adeguato flusso di liquidità nel sistema bancario, prevenendo così ulteriori tensioni. Con questa tipologia di operazioni triennali, l'Eurosistema inietterà nel sistema bancario dell'area euro fondi lordi per circa mille miliardi di euro, ovvero 500 miliardi netti⁷³.

⁷² Luca Ricolfi, *La vulnerabilità dei conti pubblici dell'Italia*, Fondazione David Hume per il Sole 24 Ore, 2015, p. 1.

⁷³ Rossi, *La politica economica italiana dal 1968 a oggi*, cit., pp. 160-161.

Inoltre, il Consiglio decise di avviare il *Securities Markets Programme* (SMP), ovvero un programma che prevedeva l'acquisto sterilizzato⁷⁴ direttamente sul mercato secondario di titoli di debito pubblico da parte della BCE, mirato a specifici mercati che erano stati particolarmente colpiti dalla crisi. L'obiettivo del SMP era duplice: ripristinare la profondità di questi mercati, che avevano visto una drastica riduzione della domanda e dell'offerta, e migliorare la liquidità, facilitando così la circolazione dei titoli di Stato e contribuendo a stabilizzare i tassi di interesse a lungo termine⁷⁵. Nell'ambito del SMP la BCE acquistò nei mercati dei titoli di debito pubblici e privati dell'Eurozona obbligazioni sovrane per un ammontare di circa 219,5 miliardi di euro⁷⁶.

Nonostante gli ampi interventi della BCE attraverso l'acquisto di titoli di Stato, gli *spread* con i titoli tedeschi si ampliarono in modo significativo per tutte le economie periferiche dell'eurozona, inclusa l'Italia, e mostrano una volatilità crescente.

In particolare, per l'Italia, il peso del debito pubblico elevato e le previsioni di crescita economica modesta diventano fattori di preoccupazione sempre più rilevanti per gli investitori. Questa situazione portò a un aumento del differenziale rispetto ai titoli di Stato tedeschi, che raggiunse il suo punto più alto a 550 punti base nel novembre 2011. In quel periodo, i tassi di interesse per le obbligazioni italiane con scadenze di un anno o più superarono il 7 per cento, riflettendo la crescente sfiducia nei confronti della capacità del Paese di gestire la propria situazione economica e finanziaria⁷⁷.

La preoccupazione per i titoli di Stato dei Paesi considerati a rischio continuava ad aumentare, riflettendo una crescente inquietudine nei mercati finanziari. Tuttavia, si andava delineando un quadro più complesso, in cui diventava evidente che la crisi non era solo il risultato di debolezze strutturali ed economiche proprie di quei Paesi, ma segnalava una profonda crisi di credibilità dell'intera costruzione dell'Unione Monetaria Europea⁷⁸. Questo scenario alimentava tra gli investitori internazionali il timore che l'UEM potesse non essere sostenibile nel lungo termine. In particolare,

⁷⁴ Gli "interventi sterilizzati" si riferiscono a operazioni in cui una banca centrale acquista titoli per influenzare specifici settori economici senza alterare la massa monetaria complessiva. Per evitare effetti inflazionistici, la banca centrale neutralizza l'aumento di liquidità ritirando un'uguale quantità di denaro dal sistema, ad esempio, vendendo altri titoli o accettando depositi a termine dalle banche.

⁷⁵ Busetti, Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, cit., p. 7.

⁷⁶ Mathias Ries, *The Role of the Central Bank, Banks and the Bond Market in the Paradigm of Monetary Analysis*, Doctoral dissertation, Bayerische Julius-Maximilians-Universität Würzburg, 2017, p. 96.

⁷⁷ Busetti, Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, cit., p. 6.

⁷⁸ Viterbo, Cisotta, *La Crisi del debito sovrano e gli interventi dell'UE: dai primi strumenti finanziari al Fiscal Compact*, cit., p. 331.

creceva l'ansia riguardo alla possibilità che alcuni Paesi potessero abbandonare la moneta unica, portando alla ridenominazione delle loro obbligazioni in valute nazionali, un'eventualità nota come rischio di ridenominazione. Questi timori accentuavano ulteriormente la volatilità dei mercati, con ripercussioni significative sulla fiducia degli investitori nella stabilità e nella coesione dell'Eurozona⁷⁹.

2.3.2 Terza fase: "Whatever it takes"

Con l'intensificarsi delle preoccupazioni sulla stabilità dell'Eurozona, principalmente a causa del legame tra debito sovrano e sistema bancario e del continuo aumento del debito sovrano, il Presidente della BCE Mario Draghi, nel suo intervento alla *Global Investment Conference*, tenutasi a Londra a luglio 2012 rilasciò una dichiarazione cruciale per le sorti della crisi in corso:

«Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough»

Questa affermazione, sebbene vaga, fu immediatamente interpretata dai mercati come un'indicazione che un nuovo programma di acquisto di *asset* fosse in arrivo, anche se non ancora annunciato ufficialmente. La dichiarazione fu sostanziata quando il Consiglio Direttivo, nel settembre dello stesso anno, annunciò la sostituzione del *Securities Markets Programme* con il nuovo programma *Outright Monetary Transactions* (OMT). L'obiettivo dell'OMT era di facilitare la trasmissione della politica monetaria e armonizzare le condizioni di credito in tutta l'Eurozona, garantendo che le differenze nei costi di finanziamento tra i vari Paesi membri non ostacolassero la stabilità finanziaria della regione, rassicurando al contempo gli investitori sull'irreversibilità della moneta unica⁸⁰.

A differenza del SMP, che non imponeva condizioni specifiche per gli acquisti di obbligazioni, l'OMT, per garantire che i Paesi richiedenti l'attivazione del programma intraprendessero le riforme necessarie per rafforzare le loro finanze pubbliche, prevedeva che i governi dei Paesi beneficiari aderissero preliminarmente a programmi di aggiustamento economico concordati con le istituzioni sovranazionali. Solo rispettando questi programmi, i Paesi potevano qualificarsi per gli acquisti di obbligazioni sovrane da parte della BCE, che erano limitati a titoli con una scadenza più breve, compresa tra 1 e 3 anni⁸¹.

⁷⁹ Busetti, Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, cit., p. 7.

⁸⁰ Nonostante la sua importanza, l'OMT non è mai stato effettivamente utilizzato. Tuttavia, ha svolto un ruolo cruciale come strumento di *forward guidance*, contribuendo a stabilizzare i mercati finanziari semplicemente con il suo annuncio, dimostrando l'impegno della BCE a sostenere i Paesi membri e a prevenire il rischio di frammentazione dell'Eurozona.

⁸¹ Ries, *The Role of the Central Bank, Banks and the Bond Market in the Paradigm of Monetary Analysis*, cit., p. 97.

Ha quindi inizio la terza e ultima fase della crisi dei debiti sovrani europei, segnata da una significativa riduzione dei rischi e da un calo dei timori di contagio. Questo sviluppo è attribuibile, oltre che alle varie azioni intraprese dai governi e dalle autorità europee, che saranno analizzate in dettaglio più avanti in questo elaborato, anche alla prospettiva dell'Unione bancaria⁸².

2.4 Dagli Accordi di Basilea III all'Unione Bancaria Europea

Data l'impossibilità di spingere ulteriormente i limiti statutari della Banca Centrale Europea e la complessità nel tentare una trasformazione della stessa in un'istituzione simile alla *Federal Reserve* (FED) statunitense, con un mandato più ampio che includa la tutela dell'occupazione e della crescita economica, si è cercato di risolvere la soluzione di crisi dovuta ai debiti sovrani esplorando soluzioni diverse: dalla creazione di meccanismi di protezione finanziaria per sostenere gli Stati in difficoltà e interrompere il legame tra salvataggi bancari e debiti pubblici, al rafforzamento della disciplina di bilancio e del coordinamento economico dei Paesi dell'Eurozona, fino alla creazione di un'Unione bancaria, con l'obiettivo di avere una struttura di supervisione centralizzata per garantire maggiore stabilità⁸³.

Riguardo a quest'ultimo punto, è lecito domandarsi quali siano le ragioni a supporto della creazione di un'ulteriore entità sovranazionale.

Semplificando, è facile immaginare come tutte le banche includano nei loro bilanci titoli di Stato, con una prevalenza per quelli emessi dal proprio Paese.

Al verificarsi di una crisi dei debiti sovrani, come quella che ha colpito l'Europa, la crescente sfiducia degli investitori verso alcuni Stati altamente indebitati provoca un aumento dei rendimenti richiesti per i titoli emessi da questi Paesi, considerati più rischiosi, rispetto ai titoli più sicuri.

Questo fenomeno porta a una diminuzione del valore di mercato dei titoli più rischiosi, causando una svalutazione degli attivi bancari e le banche che possiedono un'ampia quota di questi titoli svalutati diventano oggetto di una maggiore preoccupazione da parte degli investitori, che le percepiscono come vulnerabili.

Se queste banche dovessero entrare in difficoltà e necessitassero di un salvataggio da parte dello Stato, ricordando la premessa iniziale, ciò peggiorerebbe ulteriormente la situazione finanziaria del

⁸² Busetti, Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, cit., p. 8.

⁸³ Mario Sarcinelli, *L'unione bancaria europea e la stabilizzazione dell'Eurozona*, "Moneta e Credito", vol. 66, n. 261, 2013, pp. 7-42, qui p. 17.

Paese già in difficoltà, innescando un circolo vizioso in cui il deterioramento dei bilanci bancari e statali si rafforzano a vicenda, minacciando la stabilità economica complessiva⁸⁴.

La presenza della moneta unica, al verificarsi di una situazione simile a quella descritta, risulterebbe destabilizzante in quanto le difficoltà finanziarie di uno stato membro si diffonderebbero nel resto dell'area valutaria. In altre parole, il fallimento di una banca europea è un problema che riguarda tutta l'Unione, non solo dello Stato in cui ha sede. Prevedere un'entità sovranazionale a livello europeo, che impedisca allo Stato emittente dei titoli che si stanno svalutando di procedere direttamente al salvataggio, garantirebbe che una crisi bancaria non generi una crisi del debito pubblico e viceversa⁸⁵.

2.4.1 Gli Accordi di Basilea III

A questo si aggiungeva la volontà di recepire le raccomandazioni formulate dal Comitato di Basilea⁸⁶, che erano state sviluppate come risposta diretta alla precedente crisi finanziaria globale. La crisi aveva infatti rivelato in modo inequivocabile l'esistenza di gravi lacune negli standard stabiliti dai precedenti Accordi di Basilea II. Queste carenze si manifestavano in almeno tre aree fondamentali: innanzitutto, nella quantità e nella qualità dei requisiti di capitale richiesti alle banche, che si erano rivelati insufficienti per assorbire le perdite durante la crisi; in secondo luogo, nello squilibrio esistente nel trattamento prudenziale tra rischi creditizi e rischi finanziari, dove i rischi finanziari, all'origine della crisi, non erano adeguatamente considerati; infine, nell'assenza di requisiti stringenti di liquidità e di limiti al rischio di concentrazione, elementi cruciali per garantire la stabilità del sistema bancario.

In risposta a queste criticità, nel 2010 fu pubblicato il primo testo degli Accordi di Basilea III⁸⁷, un insieme di nuove regole pensate per rafforzare la resilienza del settore bancario a livello globale. Gli Accordi di Basilea III introdussero diversi elementi chiave per correggere le debolezze emerse.

Tra questi, vi era l'aumento dei requisiti di capitale, con la previsione di riserve aggiuntive di patrimonio che variavano in base alla rilevanza sistemica della banca. Ciò significava che le banche più

⁸⁴ Rossi, *La politica economica italiana dal 1968 a oggi*, cit., p. 163.

⁸⁵ Mario Sarcinelli, *L'Unione bancaria europea*, "Banca Impresa Società", vol. XXXI, n. 3, il Mulino, 2012, pp. 333-338, qui pp. 333-334.

⁸⁶ Il Comitato di Basilea è un organismo internazionale istituito nel 1974 dai governatori delle banche centrali del G10, con l'obiettivo di promuovere la cooperazione tra le autorità di vigilanza bancaria a livello globale. Esso sviluppa standard, linee guida e raccomandazioni per rafforzare la regolamentazione, la supervisione e le pratiche bancarie, contribuendo così alla stabilità finanziaria internazionale.

⁸⁷ La versione finale di Basilea III viene adottata a fine 2017.

grandi e con maggiore impatto sistemico erano tenute a mantenere riserve di capitale maggiori, per proteggere meglio l'economia in caso di difficoltà.

Inoltre, venne richiesto un miglioramento della qualità del capitale. Questo nuovo requisito assicurava che il capitale fosse composto da strumenti finanziari realmente capaci di assorbire le perdite inaspettate, senza portare la banca al default.

I nuovi Accordi introdussero anche nuovi requisiti per affrontare altri rischi che in precedenza erano stati trascurati, rafforzando così la capacità delle banche di gestire una gamma più ampia di potenziali minacce.

Parallelamente, vennero stabiliti requisiti di liquidità più rigorosi, con l'intento di garantire che le banche avessero sempre a disposizione risorse sufficienti per far fronte alle esigenze a breve termine, evitando crisi di liquidità che potessero destabilizzare l'intero sistema finanziario.

Infine, furono introdotti limiti alla leva finanziaria per ridurre il rischio di eccessivo indebitamento, che aveva contribuito a peggiorare la crisi. Il *Leverage Ratio* era dunque una misura progettata per garantire che le banche mantenessero un livello di capitale adeguato rispetto alla loro esposizione complessiva, proteggendo così il sistema finanziario da eventuali perdite significative⁸⁸.

Tuttavia, è importante sottolineare che gli Accordi di Basilea non costituiscono una fonte normativa vincolante, né conferiscono al Comitato di Basilea alcun potere di vigilanza per garantire l'attuazione delle misure in essi stabilite. Inoltre, in Europa, l'insolvenza di intermediari finanziari di rilevanza sistemica operanti a livello transfrontaliero, aveva messo in evidenza le lacune e l'insufficienza di coordinamento all'interno della normativa bancaria, la quale si fondava su un modello di vigilanza nazionale armonizzata rivelatosi inadeguato di fronte alle sfide poste crisi finanziaria globale.

2.4.2 L'Unione Bancaria Europea

Alla luce di queste criticità, e con l'obiettivo di rafforzare la stabilità e la resilienza del sistema bancario europeo, è stato avviato un processo di riforma a partire dall'estate del 2012. Tale iniziativa, che mira alla creazione di un quadro normativo e istituzionale che possa garantire una maggiore integrazione e uniformità nella regolamentazione e nella supervisione bancaria all'interno dell'Unione, ha portato alla nascita dell'Unione Bancaria Europea, un sistema progettato per

⁸⁸ Luigi Federico Signorini, *Le banche e gli anni di Basilea III*, intervento alla 53ª Giornata del Credito, Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito, Roma, 2021, pp. 7-9.

garantire un controllo più centralizzato e coordinato delle banche europee, riducendo così i rischi sistemici e promuovendo una maggiore solidità del settore finanziario a livello continentale⁸⁹.

La proposta avanzata dalla Commissione prevedeva di assegnare alla Banca Centrale Europea una serie di compiti specifici relativi alla supervisione prudenziale delle istituzioni creditizie e degli altri intermediari finanziari all'interno dell'Unione. Tali compiti comprendono, tra gli altri, il rilascio delle licenze bancarie, la garanzia del rispetto dei requisiti di capitale, liquidità e leva finanziaria, la revisione continua dei profili di rischio delle istituzioni sottoposte a vigilanza e l'intervento tempestivo in caso di violazione di tali requisiti, in stretta collaborazione con le autorità di risoluzione competenti, dando dunque seguito alle raccomandazioni avanzate dal Comitato di Basilea⁹⁰.

L'attribuzione alla BCE di queste competenze di vigilanza bancaria unificata ha sollevato però una serie di questioni riguardanti la coesistenza con altre istituzioni, sia a livello nazionale che europeo, oltre a sollevare preoccupazioni in merito alla possibile interferenza con il suo ruolo tradizionale di autorità monetaria. Tuttavia, queste sfide sono affrontate e risolte attraverso una sofisticata separazione organizzativa all'interno della BCE. Per svolgere efficacemente le nuove funzioni di supervisione, la BCE ha dovuto riorganizzarsi internamente in due compartimenti distinti: uno destinato esclusivamente alla politica monetaria, che ha continuato a essere esercitata con piena indipendenza e senza interferenze esterne, e un altro dedicato alle attività di supervisione prudenziale.

Questa separazione non è solo un meccanismo per prevenire potenziali conflitti di interesse tra le funzioni di politica monetaria e quelle di vigilanza, ma serve anche a sottolineare la diversa natura delle responsabilità della BCE in questi due ambiti. Mentre per quanto riguarda la politica monetaria la BCE opera in piena autonomia e non risponde ad altre autorità, per le attività di supervisione bancaria la BCE sarà tenuta a rendere conto al Parlamento Europeo e al Consiglio Europeo circa l'effettivo e proporzionato esercizio dei suoi poteri di vigilanza⁹¹.

Il progetto di realizzazione dell'Unione Bancaria Europea, finalizzato a garantire un'omogeneità nei modelli di controllo e risoluzione bancaria all'interno dell'Unione Europea, si articola su tre pilastri fondamentali: il Meccanismo di Vigilanza Unico (*Single Supervisory Mechanism* - SSM), il

⁸⁹ Greta Pede, *La riforma strutturale del sistema bancario europeo*, Tesi di dottorato, Università Commerciale Luigi Bocconi, Milano, 2018, p. 20.

⁹⁰ La Direttiva 2013/36/UE (CRD IV) e il Regolamento UE n. 575/2013 (CRR) hanno recepito Basilea III, imponendo regole uniformi sui requisiti patrimoniali, con focus sulla qualità del capitale, introducendo il *credit valuation adjustment* (CVA) per i derivati OTC, obblighi di *reporting* sul *leverage ratio*, e riserve patrimoniali aggiuntive. Inoltre, il pacchetto CRD IV – CRR IV include norme di *governance* sui *board* e sugli organi di gestione.

⁹¹ Sarcinelli, *L'Unione bancaria europea*, cit., pp. 334-336.

Meccanismo Unico di Risoluzione (*Single Resolution Mechanism* - SRM) e un progetto di schema unico di garanzia dei depositi.

Il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) è stato istituito con il Regolamento (UE) n. 1024/2013⁹², che ha assegnato alla Banca Centrale Europea specifici compiti di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi. Questo meccanismo ha creato un sistema di supervisione bancaria unitario nell'Eurozona, basato sulla ripartizione delle competenze tra la BCE e le autorità nazionali di vigilanza, secondo un criterio dimensionale. In questo contesto, la BCE esercita la vigilanza diretta, sia macroprudenziale che microprudenziale, sulle banche più significative, le cosiddette "*more significant banks*", selezionate in base a criteri dimensionali, di rilevanza sistemica ed economica.

Il secondo pilastro dell'Unione Bancaria, il Meccanismo Unico di Risoluzione (SRM), è stato introdotto con il Regolamento (UE) n. 806/2014⁹³. Questo regolamento ha istituito un sistema centralizzato per la gestione delle crisi bancarie, includendo la creazione del Comitato Unico di Risoluzione (*Single Resolution Board*), l'autorità europea responsabile dell'attuazione delle procedure di risoluzione per le banche in difficoltà.

Infine, il quadro normativo dell'Unione Bancaria è stato ulteriormente completato con la Direttiva 2014/49/UE⁹⁴, che ha rafforzato il sistema esistente di garanzia dei depositi a livello nazionale. Tuttavia, il progetto di costituzione di uno schema unico europeo di assicurazione dei depositi, che avrebbe costituito il terzo pilastro dell'Unione Bancaria, è stato temporaneamente accantonato. Attualmente, la protezione dei depositi rimane di competenza nazionale, sebbene con un maggiore coordinamento tra gli Stati membri⁹⁵.

Il quadro normativo comunitario si caratterizza dunque per una marcata centralizzazione delle funzioni di vigilanza e gestione delle crisi bancarie. In un contesto finanziario interconnesso, è stato necessario creare un sistema di supervisione per controllare le entità di rilevanza sistemica e prevenire la trasmissione al resto del sistema delle loro eventuali fragilità. Parallelamente, è stata introdotta una disciplina uniforme per la risoluzione delle crisi, affidata a un'autorità europea, con

⁹² Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, GU L 287 del 29.10.2013, pp. 63–89.

⁹³ Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 luglio 2014, che istituisce norme e una procedura uniforme per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro di un Meccanismo di risoluzione unico e di un Fondo di risoluzione unico, GU L 225 del 30.7.2014, pp. 1–90.

⁹⁴ Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi, GU L 173 del 12.6.2014, pp. 149–178.

⁹⁵ Pede, *La riforma strutturale del sistema bancario europeo*, cit., pp. 21-25.

l'obiettivo di mantenere la stabilità dell'intero sistema bancario, privilegiando la risoluzione rispetto alla liquidazione in situazioni di crisi⁹⁶.

2.5 Gli interventi dell'Unione Europea e il nuovo paradigma della BCE

La crisi del debito sovrano nella zona euro ha evidenziato i limiti del Trattato di Lisbona, spingendo a ricorrere a strumenti di natura intergovernativa al di fuori del quadro normativo dei Trattati UE per contrastarla⁹⁷.

In questo contesto, le istituzioni europee hanno intensificato significativamente il controllo sulle finanze statali, sugli equilibri macroeconomici e sulle politiche economiche dei singoli Stati membri, cercando di garantire una maggiore stabilità e coerenza nelle risposte alla crisi⁹⁸.

Attraverso l'adozione di strumenti come il semestre europeo, la nuova *governance* economica introdotta con il *Six-Pack*, e le regole sul pareggio di bilancio previste dal *Fiscal Compact*, l'Unione Europea ha instaurato un sistema di sorveglianza continua e rigorosa sugli Stati membri, in particolare nell'ambito dell'Eurozona.

Il *Six-Pack*, entrato in vigore nel 2011, ha riformato profondamente il Patto di Stabilità e Crescita. Queste modifiche hanno introdotto nuovi meccanismi di sorveglianza multilaterale per monitorare più efficacemente la disciplina di bilancio degli Stati membri, incluso un attento monitoraggio dell'andamento del debito pubblico. Tuttavia, una delle innovazioni più significative è stata l'introduzione del semestre europeo, un ciclo di coordinamento delle politiche economiche e di bilancio che consente alla Commissione e al Consiglio dell'Unione Europea di esercitare una sorveglianza preventiva e di emettere raccomandazioni prima dell'approvazione dei bilanci nazionali, permettendo di individuare e correggere tempestivamente eventuali squilibri macroeconomici, prevenendo situazioni di crisi. La riforma del *Six-Pack* ha inoltre dato maggiore enfasi alla politica di bilancio prudente, imponendo agli Stati membri di mantenere un obiettivo di bilancio a medio termine che tenda al pareggio o al *surplus*.

All'entrata in vigore del *Six-Pack*, durante l'inverno dello stesso anno, è stato proposto di adottare un nuovo pacchetto di misure rivolte specificamente all'area euro. Questi regolamenti, entrati in vigore sotto il nome di *Two-Pack*, miravano a rafforzare ulteriormente la sorveglianza economica e

⁹⁶ Ibidem, p. 26.

⁹⁷ Viterbo, Cisotta, *La Crisi del debito sovrano e gli interventi dell'UE: dai primi strumenti finanziari al Fiscal Compact*, cit., p. 362.

⁹⁸ Giovanni Pitruzzella, *Crisi economica e decisioni di governo*, "Quaderni costituzionali", vol. 34, n. 1, 2014, pp. 29-49, qui p. 34.

di bilancio degli Stati che in difficoltà finanziarie o a rischio di instabilità. Il primo dei due regolamenti prevede un monitoraggio più stretto e continuo per gli Stati sotto procedura per disavanzi eccessivi o che ricevono assistenza finanziaria, mentre il secondo stabilisce regole comuni per la presentazione e la valutazione dei bilanci nazionali, promuovendo una maggiore coerenza e trasparenza nelle politiche fiscali.

Il *Fiscal Compact*, firmato nel 2012, ha rafforzato ulteriormente le disposizioni previste dai sei regolamenti approvati l'anno precedente, introducendo l'obbligo per gli Stati membri di mantenere una posizione di bilancio equilibrata o in avanzo, con un limite massimo per il disavanzo strutturale annuo fissato allo 0,5 per cento del PIL. Inoltre, questo Trattato prevede l'adozione di meccanismi di correzione automatica in caso di deviazioni significative dagli obiettivi di bilancio, garantendo una maggiore disciplina fiscale⁹⁹.

Il sistema di *governance* economica europea, progettato per prevenire crisi del debito sovrano come quella che ha colpito l'Eurozona e per promuovere la sostenibilità delle finanze pubbliche e la stabilità economica a lungo termine, comporta una significativa limitazione dell'autonomia degli Stati membri nella gestione delle loro politiche economiche. Gli Stati sono infatti obbligati a conformarsi a rigidi parametri europei e a implementare riforme strutturali per garantire il rispetto degli obiettivi comuni dell'Unione Europea. L'obiettivo di questo sistema è quello di consolidare la coesione e la stabilità dell'intera Eurozona, ma allo stesso tempo riduce la capacità degli Stati membri di adattare le loro politiche economiche alle specifiche esigenze nazionali, costringendoli a operare entro i limiti stabiliti a livello europeo¹⁰⁰.

2.5.1 Le politiche non convenzionali della BCE

Nonostante la firma di diversi accordi intergovernativi tra i Paesi dell'Eurozona volti a rafforzare gli impegni in materia di rigore di bilancio, le tensioni sui mercati finanziari sono perdurate. Solo con l'intervento della BCE, che attraverso dichiarazioni e azioni concrete ha ampliato significativamente il proprio ruolo, assumendo una funzione di fatto assimilabile a quella di prestatore di ultima istanza nonostante i limiti imposti dai Trattati europei non prevedessero esplicitamente un'estensione così ampia del suo mandato, le tensioni sui mercati hanno iniziato a placarsi.¹⁰¹

⁹⁹ Viterbo, Cisotta, *La Crisi del debito sovrano e gli interventi dell'UE: dai primi strumenti finanziari al Fiscal Compact*, cit., pp. 348-362.

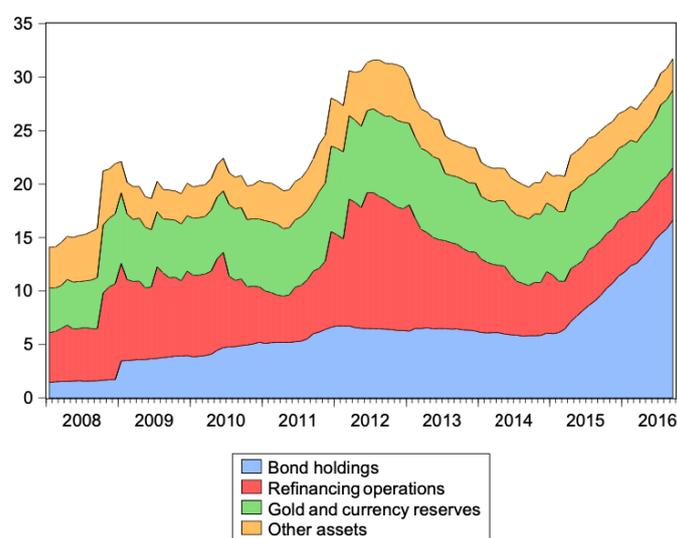
¹⁰⁰ Pitruzzella, *Crisi economica e decisioni di governo*, cit., p. 34.

¹⁰¹ Giuseppina Talamo, Michele Sabatino, *Le teorie economiche tradizionali e i nuovi approcci alla recente crisi economica e finanziaria*, Università Kore di Enna, 2017, p. 9.

Il mandato principale della Banca Centrale Europea, infatti, è mantenere la stabilità dei prezzi, definita come un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2 per cento nel medio termine. In condizioni normali, la banca centrale utilizza strumenti convenzionali come le modifiche ai tassi di interesse ufficiali per orientare la politica monetaria. Quando l'inflazione scende sotto il livello desiderato, i tassi vengono abbassati, riducendo così i tassi di interesse reali. Questa riduzione incoraggia le famiglie a spendere di più nel presente e spinge le imprese a investire, dato che il costo reale del capitale diminuisce. L'aumento della domanda aggregata, quindi, favorisce un rialzo dei prezzi, riportando l'inflazione verso l'obiettivo stabilito.

Esiste tuttavia un limite alla capacità della banca centrale di ridurre i tassi di interesse ufficiali. Quando si raggiunge questo limite, noto come *zero lower bound* (ZLB), i tassi reali dipendono solo dalle aspettative di inflazione. In questa situazione, la banca centrale non può più ridurre i tassi per contrastare una bassa inflazione, aumentando il rischio di deflazione o di una prolungata stagnazione economica. Per stimolare la domanda aggregata e riportare l'inflazione verso l'obiettivo, la banca centrale si trova nella situazione di dover adottare altre misure, non convenzionali, come l'acquisto di attività finanziarie a medio-lungo termine¹⁰². L'adozione di questi strumenti di politica monetaria non convenzionali, permette di influenzare l'economia reale senza intervenire sui tassi di interesse, modificando però la composizione e il valore del proprio bilancio¹⁰³.

Figura 2.6 Composizione del bilancio della BCE in percentuale del PIL, 2008-2016



Fonte: *The Role of the Central Bank, Banks and the Bond Market in the Paradigm of Monetary Analysis*, p. 95

¹⁰² Pietro Cova, Giuseppe Ferrero, *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*, "Questioni di Economia e Finanza", Banca d'Italia, Numero 270, 2015, p. 5.

¹⁰³ Talamo, Sabatino, *Le teorie economiche tradizionali e i nuovi approcci alla recente crisi economica e finanziaria*, cit., p. 11.

La Figura 2.6 mostra chiaramente che l'espansione del bilancio nei primi anni dopo la crisi è stata principalmente dovuta alle misure di supporto alla liquidità descritte in precedenza in questo elaborato, in particolare alle *Long-Term Refinancing Operation*, che vanno ad incrementare molto la porzione rossa rappresentante le operazioni di rifinanziamento, e al *Securities Markets Programme*, che invece accresce gradualmente la porzione blu.

In seguito alla stabilizzazione della liquidità nel sistema bancario, molti istituti di credito hanno iniziato a restituire volontariamente e in via anticipata i fondi presi in prestiti tramite LTRO, contribuendo in questo modo alla riduzione del bilancio della BCE osservabile tra il 2013 e il 2014¹⁰⁴.

Una volta superato il rischio di liquidità, dalla seconda metà del 2011 si è assistito all'insorgere di un secondo tipo di rischio, definito rischio di ridenominazione, e causato dall'eventualità di un collasso della moneta unica¹⁰⁵.

A partire dal 2014, dopo diversi anni di stabilità e successivamente alle oscillazioni avute con la crisi finanziaria globale, l'Eurozona ha sperimentato una marcata diminuzione della dinamica dei prezzi al consumo, con l'inflazione che si è attestata ben al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE (Figura 2.7). Questa situazione ha suscitato crescenti preoccupazioni riguardo al rischio di un disancoraggio delle aspettative di inflazione, ossia la possibilità che le aspettative di inflazione a lungo termine si distaccassero dall'obiettivo della BCE, creando le condizioni per una potenziale spirale deflattiva che avrebbe aggravato ulteriormente la situazione economica.

In risposta a queste ulteriori pressioni, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato una serie di riduzioni dei tassi di interesse ufficiali, nel tentativo di stimolare l'economia e riportare l'inflazione verso livelli più vicini all'obiettivo di stabilità dei prezzi (Figura 2.8). Queste riduzioni hanno continuato fino a raggiungere, nel settembre 2014, lo *zero lower bound*¹⁰⁶.

Tra l'estate e l'autunno di quello stesso anno, la BCE ha annunciato una serie di interventi volti a sostenere l'economia dell'Eurozona, tra cui l'avvio delle *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO), ovvero operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, e l'introduzione di nuovi programmi di acquisto di attività, tra cui il *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3),

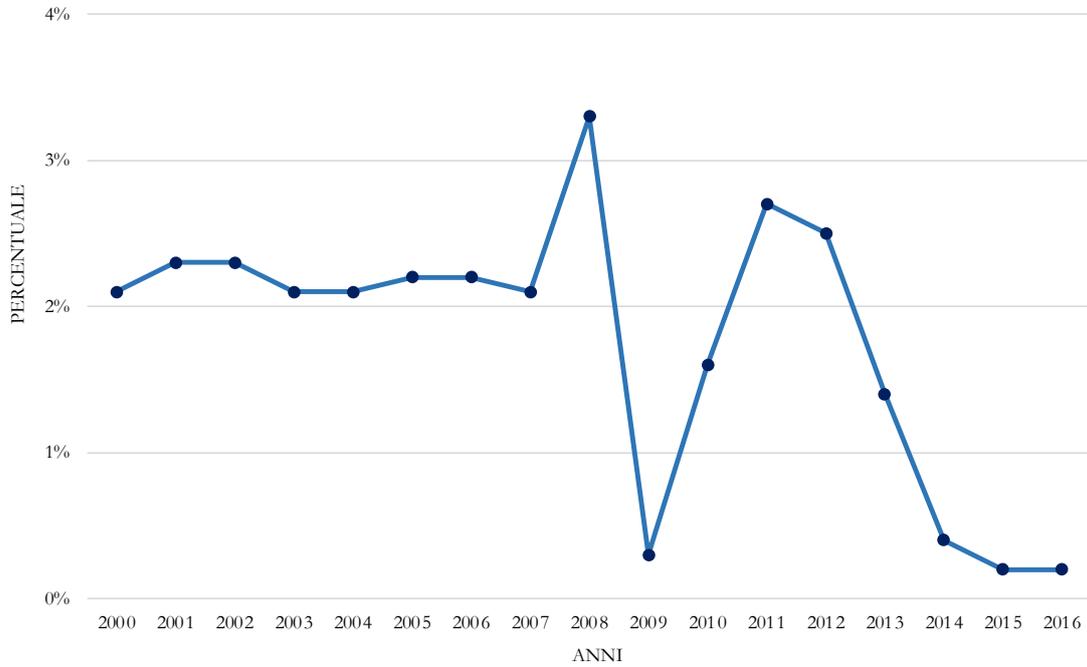
¹⁰⁴ Ries, *The Role of the Central Bank, Banks and the Bond Market in the Paradigm of Monetary Analysis*, cit., pp. 95-96.

¹⁰⁵ Mario Draghi, *L'euro, la politica monetaria, le riforme*, discorso in occasione della cerimonia di conferimento della laurea *honoris causa* in Scienze Politiche all'Università LUISS "Guido Carli", Roma, 6 maggio 2013. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130506.it.html>.

¹⁰⁶ Cova, Ferrero, *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*, cit., p. 11.

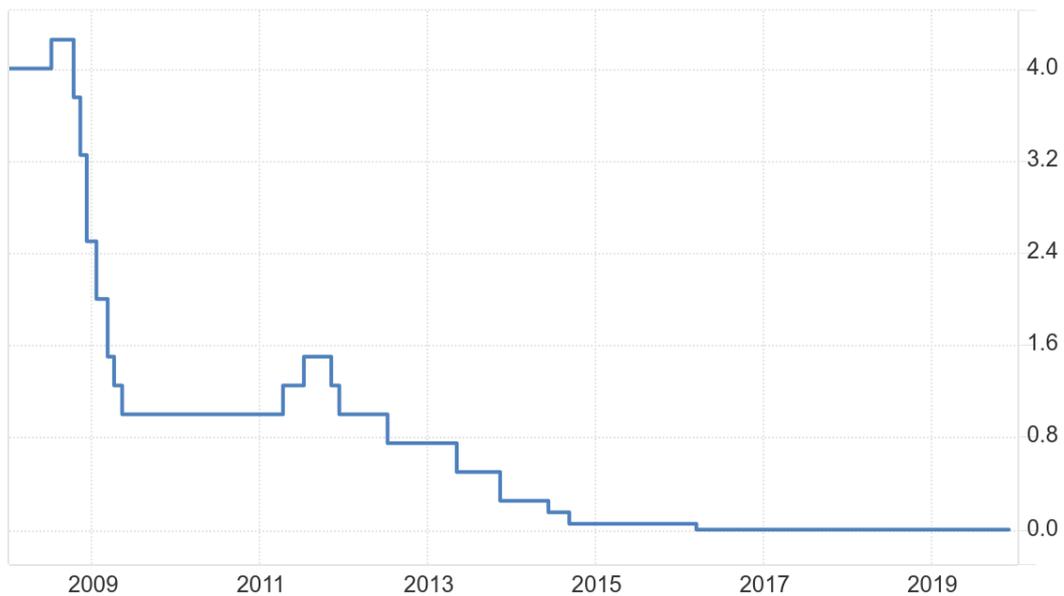
programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite e l'*Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP), mirato a facilitare nuovi flussi di credito verso il settore privato non finanziario¹⁰⁷.

Figura 2.7 Inflazione media Eurozona, 2000-2016



Fonte: elaborazione su dati Eurostat

Figura 2.8 Tassi di interesse fissati dalla BCE, 2008 - 2019



Fonte: Banca Centrale Europea

¹⁰⁷ Ries, *The Role of the Central Bank, Banks and the Bond Market in the Paradigm of Monetary Analysis*, cit., p. 97.

Nel gennaio 2015, il Consiglio direttivo della BCE ha giudicato inadeguato lo stimolo monetario ottenuto dalle misure adottate tra giugno e settembre 2014. Nonostante queste avessero contribuito a ridurre in modo significativo i costi di finanziamento per il settore privato, specialmente i tassi d'interesse applicati dalle banche alle imprese, la liquidità complessivamente immessa era risultata inferiore alle aspettative. Pertanto, considerando che i tassi ufficiali non potevano essere ulteriormente ridotti, il Consiglio ha deciso di espandere il programma di acquisto di titoli per finalità di politica monetaria, includendo anche i titoli di Stato attraverso il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), in conformità con il suo mandato di garantire la stabilità dei prezzi nell'area euro¹⁰⁸.

Nasce così l'*Expanded Asset Purchase Programme* (EAPP), meglio conosciuto come *Quantitative Easing* (QE), che ha permesso ai mercati azionari di beneficiare del miglioramento delle aspettative sulla ripresa dell'inflazione e dell'economia nel suo complesso. Il programma prevedeva l'acquisto mensile fino a 60 miliardi di euro di titoli, sia pubblici che privati, per un valore complessivo di circa 1.140 miliardi di euro che, come si può notare dall'impennata dopo il 2014 della porzione blu nella Figura 2.6, ha avuto un forte impatto sul bilancio della BCE. La distribuzione degli acquisti tra i vari Paesi fu stabilita in proporzione al contributo delle rispettive banche centrali nazionali al capitale della BCE, mantenendo una certa flessibilità nella quantità acquistata mensilmente, e includendo titoli con scadenze comprese tra 2 e 30 anni.

Il QE ha avuto un impatto più esteso rispetto alle precedenti misure di politica monetaria. Infatti, dopo l'annuncio dell'EAPP, i rendimenti del debito sovrano nell'area euro sono diminuiti a livelli eccezionalmente bassi su tutte le scadenze, riducendo significativamente la percezione del rischio sovrano per i Paesi dell'Eurozona. Questa riduzione dei rendimenti sui titoli pubblici ha contribuito a diminuire i costi per il servizio del debito, facilitando l'implementazione delle misure di contenimento del *deficit* nei Paesi con maggiori squilibri di bilancio pubblico¹⁰⁹.

2.6 Le conseguenze sulla gestione del debito pubblico italiano

Nel secondo semestre del 2011, in coincidenza con l'inizio della seconda fase della crisi dei debiti sovrani europei, l'economia italiana entra in recessione. Il mercato ha dunque iniziato a differenziare

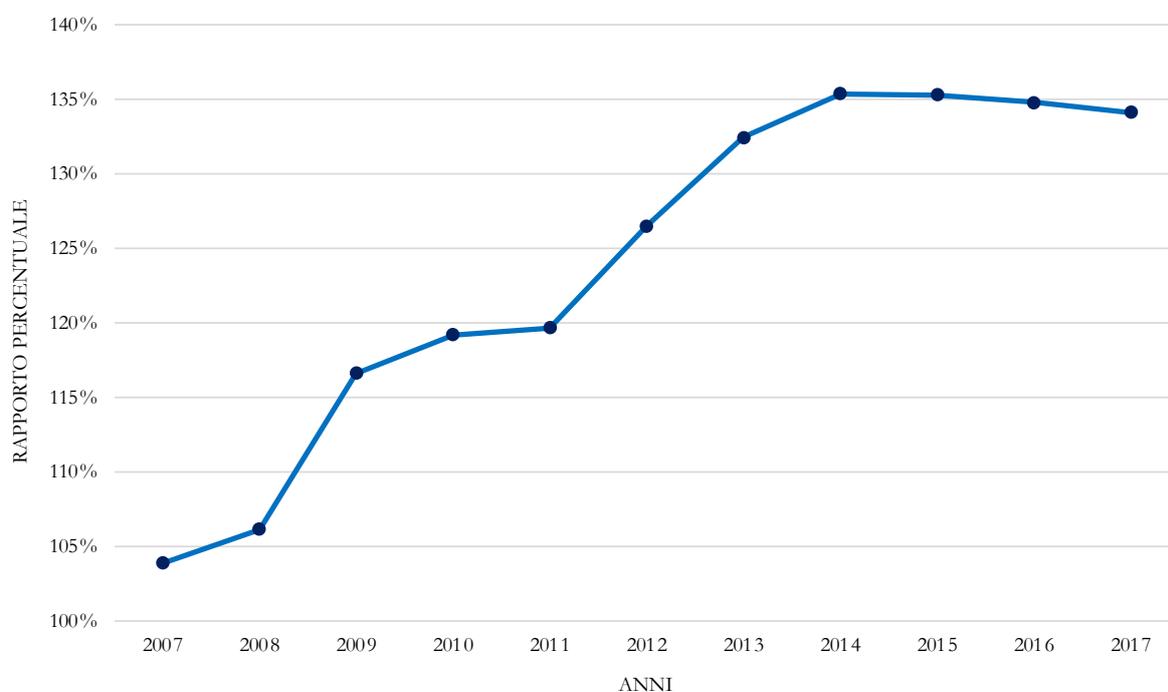
¹⁰⁸ Cova, Ferrero, *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*, cit., pp. 11-12.

¹⁰⁹ CONSOB, *Crisi del debito sovrano 2010-2011*, disponibile su: <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>.

in modo significativo i metodi di credito applicati ai vari emittenti, basandosi principalmente sui loro fondamentali economici, a cui sono seguite alcune dinamiche di mercato¹¹⁰.

L'esplosione del rapporto debito/PIL verificatasi a partire dal 2007 (Figura 2. 9) ha sicuramente contribuito a influenzare l'improvviso e significativo aumento dello *spread* tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani a dieci anni (BTP) e i corrispondenti titoli tedeschi (BUND), fatto che ha poi generato una serie di conseguenze negative. Questo divario crescente non solo ha compromesso la capacità degli intermediari finanziari italiani di raccogliere capitali, ma ha inciso anche sulle loro valutazioni in borsa. Di riflesso, è seguito un irrigidimento delle condizioni del credito e un generale peggioramento delle prospettive economiche del Paese.

Figura 2.9 Rapporto percentuale Debito/PIL in Italia, 2007-2017



Fonte: elaborazione su dati Osservatorio CPI

Tra metà settembre e i primi di ottobre, le tre principali agenzie di *rating* globali — Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings — hanno declassato il merito di credito dell'Italia e di diverse

¹¹⁰ Tesseri, *Intervista rilasciata all'autore*, cit., p. IV.

banche italiane, registrando di fatto un peggioramento delle aspettative future sull'affidabilità finanziaria del Paese e delle sue principali banche.

Questo è stato solo l'inizio di una serie di declassamenti che si sono susseguiti nel tempo. Le agenzie, infatti, hanno continuato a ridurre il *rating* dell'Italia e delle principali banche anche in momenti successivi. Dall'inizio della crisi del debito in Europa fino alla seconda metà di luglio 2013, il *rating* del debito pubblico italiano è stato ridotto di quattro livelli da Standard & Poor's (da A+ a BBB), di quattro da Fitch (da AA- a BBB+), e di ben sei livelli da Moody's (da Aa2 a Baa2), segnalando un significativo aumento della percezione del rischio legato al debito sovrano italiano¹¹¹.

2.6.1 La risposta ai primi effetti della crisi dei debiti sovrani

Tutti questi aspetti hanno reso indispensabile un ripensamento delle strategie di emissione del debito pubblico per adattare alle nuove condizioni del mercato. All'inizio della crisi, il contesto estremamente volatile e complesso, caratterizzato dal repentino aumento degli *spread* e dal conseguente incremento del costo di finanziamento a lungo termine, hanno imposto una revisione tattica delle politiche di emissione del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). Di conseguenza, in controtendenza con la strategia di allungamento della vita media del debito intrapresa a metà anni Novanta, poiché i costi per finanziare il debito a lungo termine erano diventati insostenibili, si è deciso di ridurla. Le nuove emissioni sono state quindi orientate verso scadenze leggermente più brevi, concentrandosi su titoli che si posizionavano sulla parte della curva dei rendimenti che offriva costi più contenuti.

L'impatto di questa strategia non si è manifestato immediatamente, principalmente a causa dell'elevato volume dello *stock* di debito italiano, che richiede tempo per adattarsi a nuove condizioni. Tuttavia, a tre anni di distanza, è stato evidente un effetto significativo: la durata media del debito italiano era scesa da 7,2 a 6,4 anni (Figura 2.1).

La capacità di prevedere la crisi ha comunque giocato un ruolo cruciale nella gestione del debito pubblico italiano. La strategia di aver anticipato l'allungamento della durata media del debito ha offerto una maggiore capacità di adattamento quando le condizioni di mercato sono peggiorate. Il Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze, infatti, è riuscito a ridurre la vita media del debito in modo strategico.

Uno dei benefici di mantenere una durata media più lunga del debito è che eventuali aumenti improvvisi dei costi di finanziamento non si riflettono immediatamente sul costo complessivo del

¹¹¹ Busetti, Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, cit., p. 8.

debito. Sarebbe necessario un intero ciclo di vita del debito affinché l'aumento dei rendimenti sia introiettato completamente nella struttura dei costi. Durante questo periodo, tuttavia, i tassi d'interesse potrebbero variare nuovamente, potenzialmente scendendo e abbassando i costi futuri.

Un elemento cruciale di questa strategia è stato il mantenimento del calendario delle emissioni previsto, evitando modifiche improvvise che i mercati finanziari avrebbero potuto interpretare come un segnale di debolezza. Preservare la fiducia degli investitori era fondamentale in quel periodo critico e per questo motivo le emissioni sono state gestite con l'intento di trasmettere un messaggio di stabilità e sicurezza al mercato, riducendo leggermente la durata media delle nuove emissioni per assicurare una maggiore flessibilità e capacità di risposta alle condizioni economiche in continua evoluzione¹¹².

2.6.2 L'importanza degli investitori retail

Il ruolo degli investitori *retail*, ovvero tutti quelli non appartenenti alla categoria degli investitori istituzionali e internazionali, è diventato sempre più cruciale per la gestione del debito pubblico italiano. Considerando che ogni anno il Tesoro deve emettere circa 350 miliardi di euro in titoli a medio-lungo termine, è fondamentale avere una base diversificata e ampia di investitori. La partecipazione del *retail* non solo amplia la platea di acquirenti, ma contribuisce anche a stabilizzare il mercato, riducendo la dipendenza dalle altre tipologie di investitori. Questo rende il debito pubblico meno vulnerabile a movimenti speculativi e a repentini cambiamenti nelle condizioni di mercato, assicurando una maggiore stabilità finanziaria nel lungo periodo.

Per questo motivo, a partire dal 2012, il MEF ha iniziato a introdurre strumenti finanziari specificamente dedicati agli investitori *retail*, come il BTP Italia, progettato per attrarre una clientela non istituzionale con un prodotto semplice e trasparente. Negli anni successivi, sono stati lanciati altri strumenti come il BTP Futura e il BTP Valore, tutti con l'obiettivo di rispondere alle esigenze di un mercato *retail* sempre più significativo. Questi titoli offrono vantaggi come la protezione contro l'inflazione o premi di fedeltà, rendendoli particolarmente attraenti per i risparmiatori che cercano alternative sicure e più redditizie rispetto ai tradizionali conti correnti e ai BOT.

Tuttavia, l'incremento della quota di titoli di Stato detenuti dal *retail* non è solo il risultato dell'introduzione di questi prodotti specifici, ma è anche strettamente legato al contesto di mercato. Infatti, in un periodo caratterizzato da tassi di interesse più elevati, gli investitori *retail* sono

¹¹² Tesseri, *Intervista rilasciata all'autore*, cit., pp. IV-V.

naturalmente portati a cercare opportunità che offrano rendimenti migliori rispetto ai conti correnti, che spesso non offrono alcun interesse¹¹³.

2.6.3 L'intervento della BCE e gli effetti del *Quantitative Easing*

L'introduzione di strumenti di *Quantitative Easing* da parte della Banca Centrale Europea dopo la crisi dei debiti sovrani ha inciso sul comportamento del mercato, influenzato anche dalla consapevolezza degli investitori di poter contare su un compratore di ultima istanza, a cui potevano scaricare le loro posizioni in caso di necessità. Come detto in precedenza, le strategie di emissione del debito pubblico italiano non sono state rivoluzionate in risposta diretta alle fonti di rischio presenti sul mercato.

Il primo strumento introdotto, il *Securities Markets Programme*, è stato di breve durata e non particolarmente efficace, a causa di una struttura non ottimale. Tuttavia, la situazione è migliorata con l'introduzione del *Public Sector Purchase Programme*, il più rilevante all'interno del più ampio programma di acquisto di attività finanziarie dell'*Expanded Asset Purchase Programme*. L'obiettivo principale della BCE, attraverso l'adozione di questi programmi, non era intervenire direttamente per ridurre gli *spread* tra i rendimenti dei diversi Paesi dell'Eurozona, quanto piuttosto contrastare la crescente frammentazione del mercato finanziario, che stava di fatto creando condizioni simili a una politica monetaria non uniforme all'interno della zona euro.

Infatti, quando gli *spread* tra i Paesi non riflettono i loro fondamentali economici, la politica monetaria della BCE rischia di non essere trasmessa in modo uniforme in tutta l'area valutaria. Ad esempio, un'azione della BCE, come un aumento o una riduzione dei tassi, avrà effetti diversi nei vari contesti nazionali. Se la BCE decidesse di aumentare i tassi d'interesse, l'impatto sarebbe molto più forte in un Paese dove i tassi sono già alti, aggravando ulteriormente le condizioni di finanziamento e creando distorsioni nell'efficacia della politica monetaria.

Di conseguenza, l'intervento della BCE attraverso i programmi del *Quantitative Easing* non aveva l'obiettivo di influenzare direttamente gli *spread*, ma era volto a garantire una trasmissione uniforme e coerente della politica monetaria in tutti i Paesi dell'area euro. Un approccio di questo tipo si era reso fondamentale per prevenire che le differenze nei costi di finanziamento tra i Paesi ostacolasero l'efficacia delle decisioni di politica monetaria, garantendo così la stabilità finanziaria e favorendo la crescita economica in tutta l'area euro.

¹¹³ Ibidem, p. VII.

Nonostante i significativi miglioramenti, i tassi di interesse sui titoli di Stato che durante il primo decennio dell'euro erano rimasti pressoché allineati non sono mai più tornati a convergere come in passato. Al contrario, il fenomeno della differenziazione dei tassi è diventato una caratteristica permanente, che ha contribuito ad accentuare le disparità economiche tra i Paesi membri e influenzare profondamente le politiche fiscali e monetarie dell'Unione Europea.

Il principale effetto del QE, quello che ha inciso maggiormente sulla gestione del debito pubblico, è un altro e consiste nella significativa riduzione della volatilità dei rendimenti.

Infatti, gli investitori sono consapevoli che la presenza di un acquirente stabile e rilevante come la BCE sul mercato, anche in situazioni di stress, riduce le possibilità che si sperimentino gli effetti di un eccesso di offerta, che amplierebbe in maniera considerevole il divario tra prezzo di acquisto e di vendita e genererebbe ampie oscillazioni che influirebbero negativamente sulla volatilità. Questo cambio nella percezione degli investitori è fondamentale perché nei modelli di gestione del rischio, come nel più diffuso *Value at Risk* (VAR), basato su dati storici e sull'analisi della volatilità, episodi di alta instabilità aumentano il rischio percepito. Se un modello indica che un nuovo episodio di volatilità è probabile, l'investitore potrebbe essere portato a ridurre la propria esposizione per evitare potenziali perdite significative. La riduzione della volatilità ha quindi avuto un impatto positivo, permettendo ai modelli come il VAR di escludere gradualmente gli episodi di instabilità passati, migliorando così la redditività degli investimenti in titoli di Stato precedentemente considerati troppo rischiosi¹¹⁴.

2.6.4 L'impatto degli Accordi di Basilea e dell'Unione Bancaria Europea

Le nuove regole di Basilea hanno avuto un impatto significativo sul sistema bancario italiano, soprattutto durante il periodo più critico della crisi dei debiti sovrani. In quel contesto, era venuto a crearsi un pericoloso un circolo vizioso, anche detto "*diabolic loop*" tra il debito pubblico e le istituzioni finanziarie. Le banche italiane, infatti, detenevano una quantità considerevole di titoli di Stato, e il peggioramento della situazione del debito sovrano italiano si rifletteva negativamente sui loro bilanci. Questo ciclo di deterioramento reciproco ha accentuato le fragilità del sistema finanziario.

Da una parte, le banche italiane erano quasi obbligate ad acquistare ulteriori titoli di Stato poiché, in assenza di investitori stranieri disposti a farlo, la necessità di finanziare il debito doveva essere espletata rivolgendosi al mercato interno. Dall'altra, nonostante l'acquisto di titoli di Stato fosse

¹¹⁴ Ibidem, pp. VIII-IX.

profittevole per le banche grazie agli alti rendimenti offerti, tali operazioni erano comunque segnate da un alto grado di rischio che minava la stabilità degli istituti di credito.

Un aspetto positivo delle modifiche apportate al sistema bancario italiano a partire dal 2012 è stato la significativa riduzione della quota di debito detenuta dalle banche italiane. Questo è stato possibile anche grazie al *Quantitative Easing*, che ha permesso alle banche di vendere parte delle loro partecipazioni in titoli di Stato alle banche centrali, contribuendo al riequilibrio della situazione.

Inoltre, oltre che riducendo l'esposizione al debito sovrano italiano, le banche italiane hanno migliorato la loro stabilità e solidità anche attraverso la diversificazione dei loro investimenti, acquistando titoli di altri Paesi europei e riducendo la quota di crediti deteriorati (*Non Performing Loans - NPL*), liquidando questi *asset* non performanti.

In questo nuovo contesto, visto il netto miglioramento della stabilità e della salute degli istituti di credito italiani, al verificarsi di una nuova crisi specifica per l'Italia, il sistema bancario italiano sarebbe in grado di assorbire meglio e in maggiore quantità i titoli di debito pubblico, senza compromettere i bilanci degli istituti e contribuendo attivamente alla risoluzione della crisi ¹¹⁵.

¹¹⁵ Ibidem, p. X.

CAPITOLO 3

L'Italia tra ripresa economica e sfida pandemica

L'influenza delle politiche europee sul modello di gestione italiano

3.1 L'Italia negli anni dopo la doppia crisi

3.1.1 Un quinquennio di triste immobilità

Superate le due crisi, l'Italia attraversa un periodo di relativa stabilità che si estende fino all'insorgere della pandemia da Covid-19 nel 2020. Durante questo intervallo temporale, il contesto macroeconomico del Paese si mantiene sostanzialmente invariato e l'economia italiana rimane in una condizione di stagnazione, caratterizzata da problematiche strutturali irrisolte, quali l'elevato debito pubblico, la scarsa crescita del prodotto interno lordo e un alto tasso di disoccupazione.

Infatti, l'economia italiana si presentava strutturalmente più fragile rispetto a quella di altri Paesi europei periferici che avevano attraversato difficoltà simili durante il periodo della crisi dei debiti sovrani. A differenza di questi Paesi, l'Italia faticava a superare le proprie vulnerabilità economiche radicate in problemi di lungo periodo, e nemmeno le riforme tentate dagli esecutivi Monti e Letta erano riuscite a modificare le prospettive di investimento nel Paese e a riavviare una crescita economica sostenibile.

La pesante pressione fiscale continuava a gravare su imprese e cittadini, soffocando l'iniziativa imprenditoriale e riducendo la competitività delle imprese italiane sul mercato internazionale. A ciò si aggiungevano l'inefficienza e la lentezza della macchina amministrativa, caratterizzate da una burocrazia complessa e spesso farraginosa, che rappresentavano ulteriori ostacoli per gli investimenti, sia interni che esteri. Questi fattori contribuivano a mantenere l'Italia in una posizione di debolezza strutturale rispetto agli altri Paesi europei che, pur avendo condiviso le difficoltà della crisi, riuscivano a intraprendere percorsi di crescita più dinamici e resilienti.

Il mancato superamento di queste problematiche strutturali lasciava l'economia italiana in una condizione di stagnazione, senza prospettive concrete di miglioramento, con il risultato che il Paese rimaneva vulnerabile agli *shock* economici esterni e incapace di attivare un ciclo virtuoso di crescita e sviluppo¹¹⁶.

¹¹⁶ Tedoldi, Volpi, *Storia del debito pubblico in Italia*, cit., pp. 261-262.

Il sistema produttivo del Paese evidenziava inoltre segnali persistenti di debolezza, legati in gran parte alla sua conformazione caratterizzata dalla prevalenza di piccole e medie imprese a conduzione familiare. Questo modello, se da un lato garantiva una forte radicazione sul territorio e una certa flessibilità, dall'altro limitava significativamente le capacità di innovazione, scalabilità e internazionalizzazione delle aziende italiane.

Già a partire dagli anni Novanta, questa configurazione aveva impedito un adeguato aumento della produttività totale dei fattori, una misura della capacità di un'economia di generare *output* a parità di *input*, cruciale per valutare l'efficienza e la capacità di crescita di un'economia. Tali limitazioni si erano rese particolarmente evidenti nella seconda metà del decennio scorso, quando l'Italia non era riuscita a mantenere il ritmo di crescita degli altri Paesi avanzati né a sfruttare appieno le opportunità offerte dal nuovo paradigma tecnologico, centrato sull'abbondanza e sulla velocità delle informazioni e delle comunicazioni digitali.

L'adozione limitata delle tecnologie digitali e gli insufficienti investimenti in ricerca e sviluppo avevano compromesso la competitività del sistema produttivo italiano. Mentre altri Paesi europei erano riusciti a modernizzare e diversificare le proprie economie, l'Italia era rimasta indietro, con una competitività inferiore e una crescita delle esportazioni insufficiente a bilanciare la debolezza del mercato interno. L'assenza di riforme incisive nei settori chiave e la mancanza di una strategia nazionale coerente per promuovere l'innovazione e l'internazionalizzazione delle imprese lasciavano l'Italia in una posizione di svantaggio, rendendola meno attrattiva per gli investitori e meno resiliente di fronte alle sfide globali.

Questa combinazione di fattori manteneva l'economia italiana in una condizione di vulnerabilità agli *shock* esterni e ne limitava la capacità di avviare un ciclo virtuoso di crescita e sviluppo. Nonostante i tentativi di riforma, il Paese rimaneva zavorrato da problematiche di lungo corso che frenavano l'espansione economica e la capacità di adattarsi rapidamente ai cambiamenti del contesto globale. La stagnazione persistente e l'assenza di segnali concreti di miglioramento evidenziavano l'urgenza di interventi più profondi e coraggiosi per rilanciare l'economia, superare le fragilità strutturali e riavviare un percorso di crescita sostenibile¹¹⁷.

Il governo guidato da Matteo Renzi, in carica dal 2014 al 2016, si distinse per l'introduzione di una serie di novità significative nella sua azione politica, volte a rilanciare la crescita economica del Paese. L'esecutivo adottò una strategia che combinava una politica fiscale moderatamente espansiva con l'implementazione di importanti riforme strutturali. Queste riforme riguardavano diversi

¹¹⁷ Rossi, *La politica economica italiana dal 1968 a oggi*, cit., pp. 171-173.

ambiti chiave, tra cui il mercato del lavoro, la pubblica amministrazione, il sistema scolastico e il fisco, con l'obiettivo di rendere l'economia italiana più dinamica, competitiva e attrattiva per gli investimenti¹¹⁸.

Un elemento centrale della politica del governo italiano in quegli anni fu anche il cambiamento dell'approccio nei confronti delle istituzioni europee. Fino a quel momento, l'Italia aveva generalmente adottato una posizione allineata con le rigide politiche di austerità promosse dall'Unione Europea, in particolare attraverso il *Fiscal Compact*, che imponeva severi vincoli di bilancio e un rigore fiscale stringente. Tuttavia, l'esecutivo iniziò a spingere per una maggiore flessibilità nelle regole di bilancio, sostenendo che una politica fiscale meno restrittiva e più orientata alla crescita fosse essenziale per stimolare l'economia e ridurre il divario con gli altri Paesi europei. Questa svolta implicò un graduale superamento delle politiche di austerità, a favore di un allentamento degli obiettivi sui saldi di bilancio e di una maggiore tolleranza verso le deviazioni dai parametri fiscali stabiliti dall'UE.

Nonostante questo cambio di rotta, che rappresentò una sorta di rottura rispetto al tradizionale approccio filo-europeista dell'Italia, il Paese riuscì comunque a mantenere buone relazioni con le autorità europee e a beneficiare considerevolmente dei fondi strutturali dell'Unione Europea. In particolare, l'Italia divenne uno dei principali beneficiari dello *Juncker Plan*¹¹⁹, il piano di investimenti infrastrutturali lanciato dalla Commissione Europea per stimolare l'economia del continente dopo la crisi finanziaria. Questo piano aveva l'obiettivo di mobilitare investimenti significativi nei settori strategici, e l'Italia seppe cogliere questa opportunità per finanziare progetti in ambiti cruciali come le infrastrutture, l'energia, l'innovazione tecnologica e il supporto alle piccole e medie imprese¹²⁰.

È interessante osservare come questo governo, tramite le leggi di stabilità, sia riuscito a combinare il monitoraggio e controllo del quadro economico e finanziario con l'attuazione di riforme strutturali e investimenti mirati, volti a stimolare la domanda interna, i consumi e gli investimenti. Sebbene questi interventi fossero in parte finanziati in disavanzo, erano concepiti con l'intento di ridurre gradualmente il rapporto *deficit*/PIL al di sotto della soglia del 3 per cento (Figura3.1). Tuttavia, il

¹¹⁸ Tedoldi, Volpi, *Storia del debito pubblico in Italia*, cit., p. 262.

¹¹⁹ Il Piano Juncker, ufficialmente noto come Piano di Investimenti per l'Europa, è stato lanciato nel 2014 dalla Commissione Europea con l'obiettivo di mobilitare almeno 500 miliardi di euro di investimenti entro il 2020 per stimolare la crescita economica e l'occupazione nell'Unione Europea. L'Italia è stata uno dei principali beneficiari del piano, ottenendo investimenti per oltre 70 miliardi di euro.

¹²⁰ Marco Brunazzo, Vincent Della Sala, «Adesso le cose sono cambiate»: Matteo Renzi e l'Unione Europea, "Rivista Italiana di Politiche Pubbliche", Fasc. 1, il Mulino, 2016, pp. 115-134, qui pp. 127-132.

rapporto debito/PII, anche a causa di alcune misure poco lungimiranti, rimase su livelli elevati, attestandosi intorno al 134 per cento (Figura 3.2).

Anche il successivo governo Gentiloni, tra il 2017 e il 2018, continuò a perseguire il percorso di consolidamento delle finanze pubbliche tracciato dal precedente esecutivo, riuscendo a mantenere il debito stabile al 134 per cento e a ridurre, seppur in misura limitata, il *deficit*. Ciò fu possibile grazie all'aumento dell'avanzo primario e alla riduzione della spesa per interessi¹²¹, contribuendo a una sostanziale stabilizzazione della posizione debitoria del settore pubblico¹²²

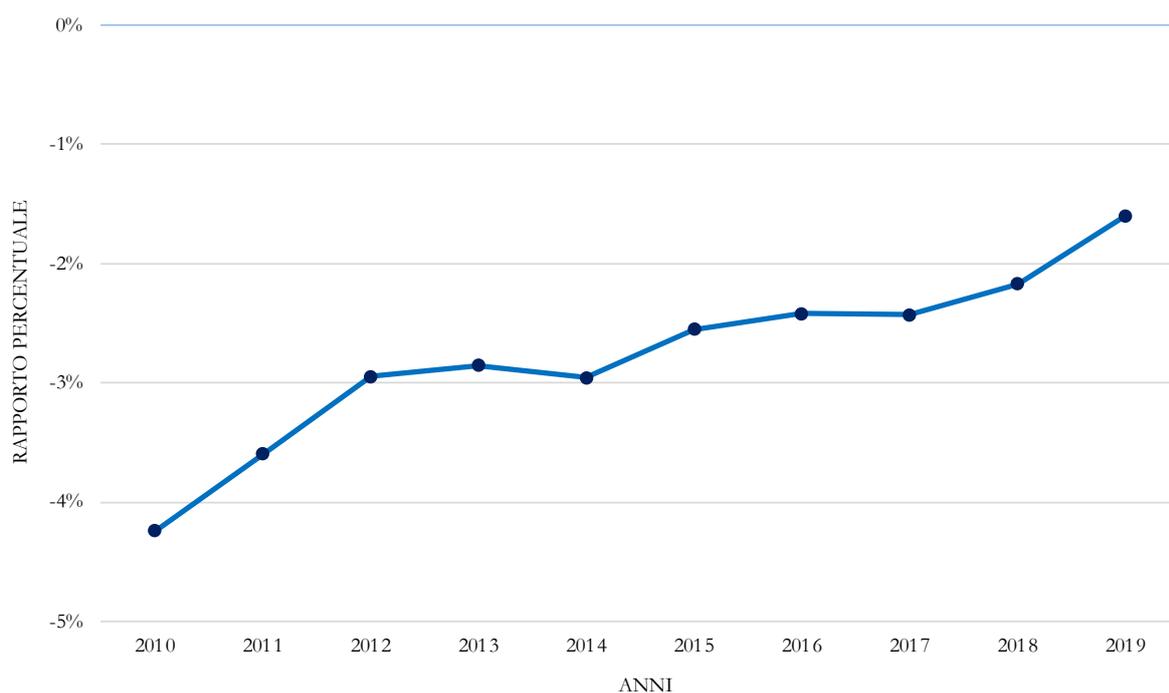
Tuttavia, secondo la Corte dei conti, questa situazione è stata frutto dell'interazione di un insieme di fattori: crescita economica, inflazione, avanzo primario, costo medio del debito e l'impulso favorevole dovuto al saldo primario. Infatti, il costo medio del debito in diminuzione e l'accelerazione della ripresa hanno fatto sì che il differenziale tra queste due variabili esercitasse una pressione (*snowball effect*) al rialzo¹²³.

¹²¹ Tedoldi, Volpi, *Storia del debito pubblico in Italia*, cit., pp. 264-265.

¹²² Corte dei conti, *Rapporto sul coordinamento della finanza pubblica*, Roma, 2018, p. 56.

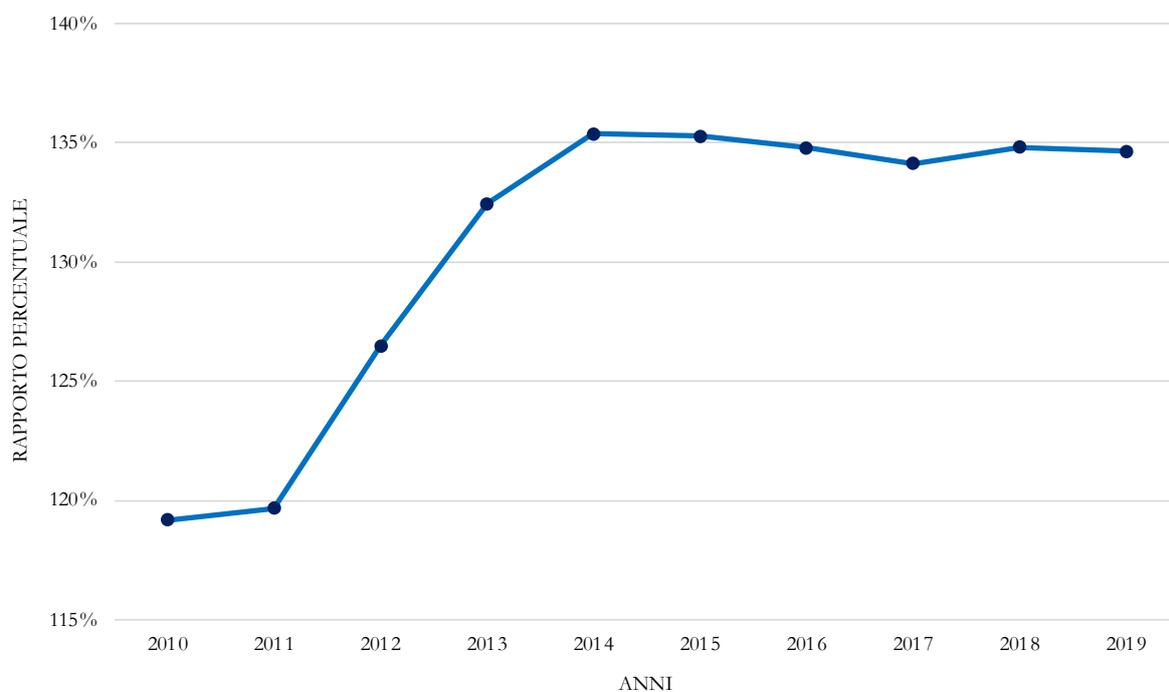
¹²³ *Ibidem*.

Figura 3.1 Rapporto percentuale *Deficit*/PIL in Italia, 2010-2019



Fonte: elaborazione su dati Osservatorio CPI

Figura 3.2 Rapporto percentuale Debito/PIL in Italia, 2010-2019



Fonte: elaborazione su dati Osservatorio CPI

3.1.2 Aumentano le tensioni con l'Europa e con i mercati

L'esito poco chiaro delle elezioni politiche del 2018 portò, dopo tre mesi di negoziati, alla formazione di una maggioranza inedita, presieduta da Giuseppe Conte, gettando le basi per la prima esperienza di governo "sovranista" nell'Europa occidentale. Il "governo del cambiamento", come era stato battezzato dalle stesse forze politiche facenti parte dell'esecutivo, si contraddistingueva per il forte euroscetticismo che permeava la propria agenda politica, soprattutto per quanto riguarda le politiche di bilancio. Queste, infatti, prevedevano misure come investimenti pubblici, aumento del *welfare* e tagli fiscali, tutti interventi per la maggior parte finanziati in *deficit* e che erano in contrasto e incompatibili con le regole di bilancio europee, poiché potenzialmente dannose per la stabilità economica del Paese¹²⁴.

Per questo motivo l'azione del governo italiano era spesso soggetta a giudizi critici da parte dei commissari e in pochi mesi dal suo insediamento l'esecutivo entrò in aperto contrasto con i vertici della Commissione Europea. Tale confronto si inasprì notevolmente quando la Commissione rifiutò di fornire un parere favorevole sulla sostenibilità delle riforme proposte, richiamando l'Italia al rispetto delle regole di bilancio e alla necessità di mantenere sotto controllo il *deficit* pubblico. Dall'altra parte, il governo italiano, forte del mandato elettorale, insisteva sulla necessità di adottare misure espansive per rilanciare l'economia e chiedeva maggiore flessibilità nelle interpretazioni delle regole di bilancio europee. Questa contrapposizione accese i toni del dibattito, alimentando una crescente sfiducia nei confronti del Paese sui mercati finanziari¹²⁵.

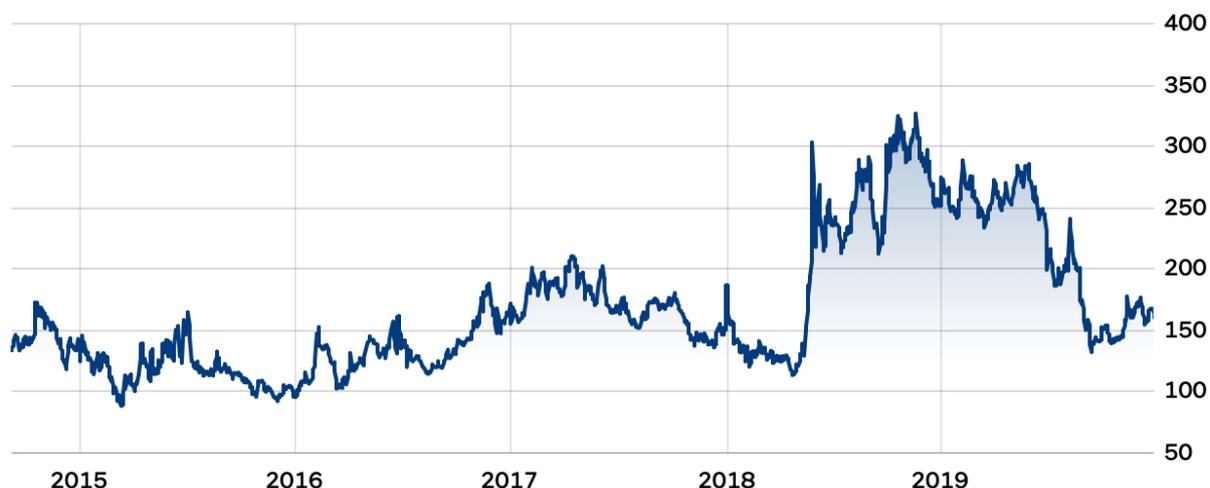
A riprova di ciò, come è possibile osservare dalla Figura 3.2, il differenziale di rendimento tra i BTP italiani e i BUND tedeschi a 10 anni per tutta la durata del primo governo Conte si è mantenuto oltre 200 punti base al di sopra dei livelli raggiunti nel periodo successivo alla crisi dei debiti sovrani. Il picco di 330 punti base raggiunto nel novembre 2018, quando si stava palesando il rischio per l'Italia di incorrere in una procedura di infrazione, ha generato un impatto di quasi cinque miliardi di euro sul costo per gli interessi del debito pubblico, dimostrando le conseguenze negative delle tensioni tra il governo italiano e le istituzioni europee sulla stabilità finanziaria del Paese¹²⁶.

¹²⁴ Andrea Capati, Marco Improta, *Dr. Jekyll and Mr. Hyde? The Approaches of the Conte Governments to the European Union*, "Italian Political Science", Volume 16, 2021, p. 13-14.

¹²⁵ Tedoldi, Volpi, *Storia del debito pubblico in Italia*, cit., pp. 267-268.

¹²⁶ Valerio Castronovo, *Chi vince e chi perde. I nuovi equilibri internazionali*, Bari-Roma, Editori Laterza, 2020, pp.106-109.

Figura 3.3 Differenziali di rendimento sui titoli di Stato a 10 anni italiani e quelli tedeschi, 09/2014 – 12/2019



Fonte: Il Sole 24 Ore

Nonostante le difficoltà e le tensioni con l'Unione Europea, il governo giallo-verde riuscì a mantenere una certa stabilità fino alla fine dell'estate del 2019, quando le frizioni interne alla coalizione portarono a una crisi politica che sfociò nella formazione di un nuovo esecutivo, ancora guidato da Giuseppe Conte ma sostenuto da una diversa maggioranza parlamentare. Già durante i primi mesi di governo, il nuovo esecutivo sembrava aprire la strada a un maggiore dialogo con le istituzioni europee e a un atteggiamento più conciliatorio in merito alle politiche di bilancio, per tentare di ricucire i rapporti allentatisi con la Commissione e l'Unione.

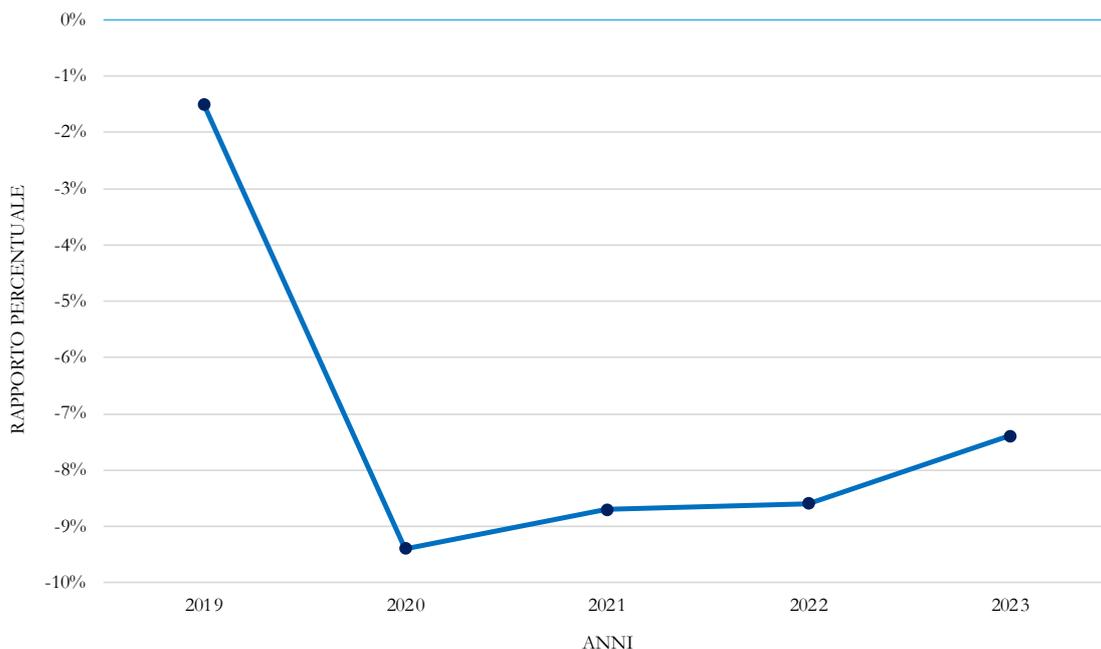
Tuttavia, l'inizio del 2020 fu segnato dall'esplosione della pandemia di Covid-19, che travolse l'Italia e il mondo intero, richiedendo una risposta senza precedenti. A marzo 2020, l'Italia divenne il primo Paese europeo ad essere colpito dall'epidemia, portando il governo a imporre misure drastiche di *lockdown*, a varare pacchetti di emergenza economica per sostenere famiglie, imprese e il sistema sanitario e a stanziare, in un primo momento, risorse pari al 10 per cento del PIL¹²⁷. Questo nuovo scenario rese infatti inevitabile una spesa pubblica senza precedenti in tempo di pace, ma necessaria alla tenuta sociale del Paese. Già nella primavera del 2020 il governo aveva impegnato una somma pari ad almeno tre volte le precedenti leggi di bilancio, generando un deciso peggioramento degli indicatori di finanza pubblica¹²⁸.

¹²⁷ Tedoldi, Volpi, *Storia del debito pubblico in Italia*, cit., p. 269.

¹²⁸ *Ibidem*, p. 275.

Dalla figura 3.4 emerge chiaramente l'incremento del *deficit* che, interrompendo il percorso virtuoso di riduzione che era stato avviato negli anni precedenti, arriva a sfiorare la soglia del 10 per cento del PIL nel 2020 per poi diminuire gradualmente negli anni successivi.

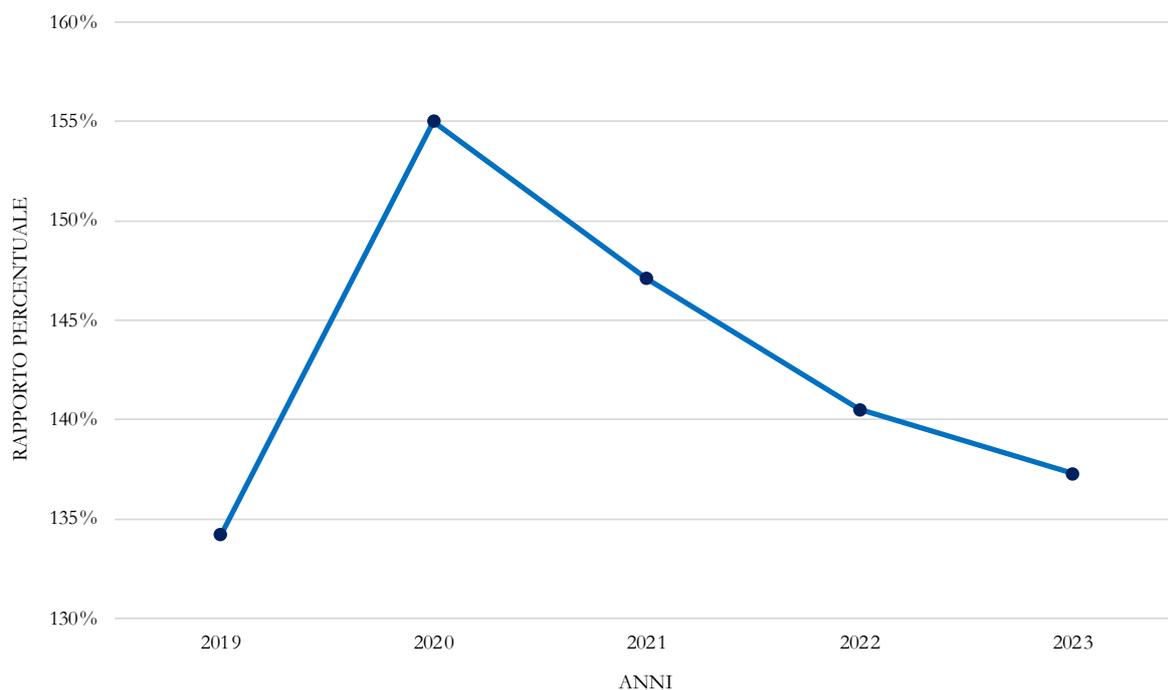
Figura 3.4 Rapporto percentuale *Deficit*/PIL in Italia, 2019-2023



Fonte: elaborazione su dati Eurostat

Anche il debito pubblico, come mostrato dalla Figura 3.5, dopo gli anni di relativa stabilità nel suo rapporto con il PIL, registra una crescita vertiginosa di oltre 20 punti percentuali, arrivando a toccare il tetto del 155 per cento nel 2020, per tornare ad avvicinarsi ai livelli precedenti alla crisi pandemica solo nel 2023.

Figura 3.4 Rapporto percentuale Debito/PIL in Italia, 2019-2023



Fonte: elaborazione su dati Eurostat

Questo nuovo scenario rese inevitabile una sospensione temporanea delle regole europee di bilancio, consentendo agli Stati membri di fronteggiare la crisi sanitaria ed economica con maggiore flessibilità. Questo cambiò radicalmente le priorità del governo italiano e dell'intera Europa, spostando l'attenzione dalle controversie sui bilanci a un impegno condiviso per gestire l'emergenza sanitaria e favorire la ripresa economica.

3.2 Gli strumenti della BCE

L'*Extended Asset Purchase Programme* (EAPP), o anche comunemente detto *Quantitative Easing* (QE), nasce tra la fine del 2014 e l'inizio del 2016 con l'obiettivo di migliorare la trasmissione della politica monetaria, facilitare l'erogazione del credito all'economia dell'area dell'euro, rendere più accessibili le condizioni di finanziamento di famiglie e imprese e supportare la costante convergenza

dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine, in coerenza con l'obiettivo principale della Banca Centrale Europea di mantenere la stabilità dei prezzi¹²⁹.

È stato il primo programma di allentamento quantitativo vero e proprio nell'area euro in cui i titoli di Stato costituivano la classe obbligazionaria principale, con un importo di acquisto mensile prefissato e una durata minima iniziale di un anno e mezzo, successivamente prorogata più volte, arrivando inizialmente fino alla fine del 2018¹³⁰.

Gli impatti dell'implementazione del *Quantitative Easing* sono stati oggetto di studio di numerose ricerche accademiche che hanno individuato alcuni importanti risultati dell'EAPP. In particolare, si sono verificati:

- una riduzione generalizzata dei rendimenti dei titoli di Stato, dovuto principalmente all'aumento di domanda sul mercato secondario che ha comportato un innalzamento dei prezzi con conseguenti effetti positivi sui bilanci bancari e sull'erogazione del credito a famiglie e imprese;
- un rialzo delle attese di inflazione;
- un lieve miglioramento del tasso di crescita del PIL¹³¹.

Va tuttavia sottolineato che molti studi hanno suggerito l'esistenza di una sorta di rendimento decrescente dell'efficacia delle misure non convenzionali adottate dalle banche centrali. In particolare, questi studi evidenziavano che gli impatti di tali politiche erano stati molto efficaci nella fase iniziale di implementazione, raggiungendo spesso il massimo impatto già al momento dell'annuncio delle misure stesse. Con il passare del tempo, infatti, l'efficacia di queste politiche veniva progressivamente a ridursi, indicando che i benefici derivanti dal proseguimento degli interventi non convenzionali andavano via via diminuendo¹³².

Per questo ed altri motivi, il 13 dicembre 2018 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di concludere gli acquisti netti di attività nell'ambito QE a decorrere dal 31 dicembre 2018, continuando però a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'EAPP per un

¹²⁹ Decisione (UE) 2015/774 della Banca Centrale Europea del 4 marzo 2015 su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (BCE/2015/774), GU L 121 del 14.5.2015, pp. 20-24.

¹³⁰ Klaus Tuori, *The ECB's Unconventional Quantitative Easing is Turning to Conventional Monetary Policy*, in Thomas Beukers, Diane Fromage, e Giorgio Monti (a cura di), *The New European Central Bank*, Oxford University Press, 2022, pp. 59-78, qui p. 62.

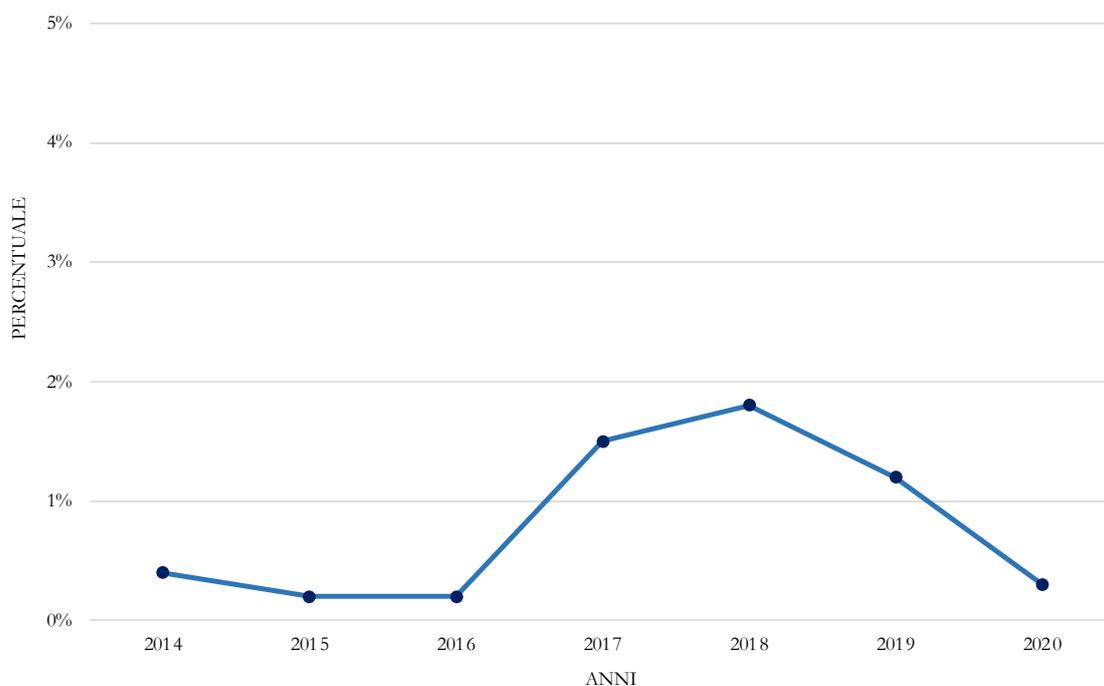
¹³¹ The European House - Ambrosetti, *La fine del Quantitative Easing in Europa e impatti sull'Italia*, Ambrosetti Club, 2018, pp. 65-66.

¹³² Corte dei conti, *Rapporto sul coordinamento della finanza pubblica*, cit., p. 108.

periodo prolungato dopo l'inizio del rialzo dei tassi di interesse di riferimento della BCE, e comunque fino a quando necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Tuttavia, di fronte al persistente rallentamento dell'economia dell'area euro, caratterizzata da una crescita ancora debole e incerta, ai crescenti rischi di ulteriori ribassi nelle prospettive economiche, oltre che alle previsioni di inflazione che dopo l'apparente ripresa del 2018 continuavano a rimanere ben al di sotto dell'obiettivo, fissato a un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento (Figura 3.5), il Consiglio direttivo ha ritenuto necessaria una risposta politica globale e coordinata per sostenere il ritorno dell'inflazione verso l'obiettivo.

Figura 3.5 Inflazione media Eurozona, 2014-2020



Fonte: elaborazione su dati Eurostat

Così, il 12 settembre 2019, è stato stabilito che a partire dal mese novembre dello stesso anno sarebbero ripresi gli acquisti netti nell'ambito del EAPP a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, con l'aspettativa farli proseguire fino a quando sarebbe stato necessario per rafforzare lo stimolo all'economia indotto dai bassi livelli di tassi di interesse. Questi, infatti, già da diversi anni avevano

raggiunto lo *zero lower bound*, rendendo difficile la trasmissione della politica monetaria attraverso i canali di trasmissione convenzionali¹³³.

3.2.1 Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

All'inizio del 2020, le previsioni per l'economia dell'area euro erano di una crescita moderata, sostenuta da un aumento dell'occupazione, salari in crescita, una politica fiscale lievemente espansiva e una crescita globale, seppur rallentata. Nonostante la debolezza del commercio internazionale dovuta all'incertezza globale frenasse l'espansione, le condizioni finanziarie favorevoli, stimulate dalle politiche monetarie del 2019, supportavano l'economia, l'inflazione interna e il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione a medio termine.

Tuttavia, a fine febbraio, l'emergere della pandemia di Covid-19 ha cambiato bruscamente il quadro, rendendo evidenti gli impatti negativi sull'economia, con prospettive di crescita riviste al ribasso. Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento potevano esercitare una lieve pressione al rialzo sull'inflazione, ma si prevedeva che la domanda indebolita avrebbe avuto un effetto predominante di freno sull'inflazione. Inoltre, il deterioramento del *sentiment* di rischio aveva portato a un inasprimento delle condizioni di finanziamento, che, insieme all'apprezzamento dell'euro, rischiava di aumentare ulteriormente le pressioni al ribasso sull'inflazione.

Nella riunione sulla politica monetaria del 12 marzo 2020, il Consiglio direttivo decideva quindi di introdurre un ampio pacchetto di misure per contrastare la crisi di liquidità e credito, garantendo condizioni favorevoli nel sistema bancario e proteggendo il flusso di credito verso l'economia reale, oltre a mantenere un orientamento monetario accomodante. In particolare, il pacchetto mirava a sostenere l'economia e mitigare gli effetti della crisi, includendo l'ampliamento degli acquisti netti di attività per 20 miliardi di euro mensili nell'ambito del programma EAPP, con un'aggiunta temporanea di 120 miliardi di euro fino alla fine del 2020. Inoltre, venivano reintrodotte le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) a tassi pari a quelli sui depositi, venivano introdotte nuove operazioni di rifinanziamento appositamente studiate per l'emergenza pandemica (PELTRO) e venivano poste condizioni più favorevoli per le operazioni mirate della terza serie di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO III) da giugno 2020 a giugno 2021.

A margine della riunione, la Presidente della BCE Christine Lagarde rilasciava una dichiarazione che andava contro le politiche non convenzionali attuate fino a quel momento dagli uffici di Francoforte e che innescava una serie di conseguenze sui mercati finanziari:

¹³³ Decisione (UE) 2020/188 della Banca Centrale Europea del 3 febbraio 2020 su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (BCE/2020/9) (rifusione), GU L 39 del 12.2.2020, pp. 12-18.

«We are not here to close spreads, there are other tools and other actors to deal with these issues»

Il quadro economico dell'area euro, quindi, peggiorava rapidamente a causa delle incaute dichiarazioni dei vertici della BCE e della veloce diffusione del contagio, con quasi tutti i Paesi che adottavano misure di contenimento estese. I mercati finanziari mostravano estrema volatilità, con gravi dislocazioni dovute alla mancanza di liquidità, blocchi nei mercati e crescente frammentazione. Questo portava a un forte inasprimento delle condizioni di finanziamento, che rischiava di compromettere la trasmissione uniforme della politica monetaria della BCE in tutti i Paesi dell'area euro e di mettere a rischio la stabilità dei prezzi¹³⁴.

Visto questo rapido deterioramento delle condizioni economiche, in una riunione straordinaria tenutasi la settimana seguente, il Consiglio direttivo lanciava il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), un programma di natura temporanea volto a contrastare i rischi significativi per la trasmissione della politica monetaria e le prospettive di crescita derivanti dalla diffusione del Covid-19. Il PEPP, inizialmente dotato di 750 miliardi di euro per acquisti aggiuntivi di titoli pubblici e privati fino alla fine del 2020, è stato ampliato a più riprese portando la sua capacità totale a 1.850 miliardi di euro, con l'estensione degli acquisti netti fino a marzo 2022 e un *reinvestment* fino a fine 2024¹³⁵.

Progettato per svolgere un duplice ruolo, il PEPP, insieme agli altri strumenti di politica monetaria, mirava a fornire l'accomodamento monetario necessario per garantire la stabilità dei prezzi a medio termine e sostenere la ripresa economica dalla crisi pandemica. Inoltre, gli acquisti nell'ambito del PEPP sono stati condotti con flessibilità, permettendo variazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto nel tempo, tra classi di attività e tra diverse giurisdizioni, assicurando così un'efficace funzione di stabilizzazione del mercato, in particolare in risposta all'elevata incertezza dovuta agli effetti della pandemia sui mercati finanziari e sui Paesi dell'area euro¹³⁶.

3.2.2 Si può ancora parlare di politiche non convenzionali?

Nel corso degli anni, la Banca Centrale Europea ha implementato una serie di programmi di *Quantitative Easing* per affrontare le crisi economiche, finanziarie e perfino sanitarie che si sono presentate di volta in volta. I programmi di QE utilizzati, come l'EAPP o il PEPP, possono influenzare l'economia in molteplici modi: mirano a migliorare le prospettive generali di produzione e inflazione, facilitare le finanze governative e rafforzare la stabilità finanziaria. Tuttavia, l'effettiva modalità di

¹³⁴ Banca Centrale Europea, *Rapporto annuale 2020*, Francoforte, 2021, pp. 26-27.

¹³⁵ Banca d'Italia, *Programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*, 2024, disponibile su: <https://www.bancaitalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102>.

¹³⁶ Banca Centrale Europea, *Rapporto annuale 2020*, cit., p. 28.

funzionamento e la rilevanza di questi interventi sono ancora incerte, e la loro classificazione come strumenti di politica monetaria pura è stata oggetto di dibattito, soprattutto in relazione ai limiti imposti dal divieto di finanziamento monetario diretto agli Stati membri e ai potenziali effetti redistributivi.

I programmi di allentamento quantitativo attuati dalla BCE sono stati generalmente introdotti quando la politica monetaria convenzionale aveva raggiunto il suo limite inferiore a zero, suggerendo che tali programmi venivano considerati una continuazione degli stimoli monetari con mezzi alternativi. Tuttavia, al momento dell'introduzione del EAPP, l'inflazione nell'area euro era estremamente bassa, e l'urgenza della BCE di avviare il programma non era pienamente supportata da un'analisi economica solida che ne giustificasse l'efficacia nel raggiungere un'inflazione più alta. Ulteriori problematiche erano emerse dal dibattito interno al Consiglio direttivo della BCE, in cui alcuni membri avevano sollevato preoccupazioni riguardo al rischio morale, cioè la possibilità che il *Quantitative Easing* incoraggiasse politiche fiscali imprudenti da parte degli Stati membri. Inoltre, tra gli effetti riconducibili ai programmi di QE venivano inclusi la riduzione dei tassi di cambio dell'euro e l'aumento dei prezzi dei titoli per migliorare la stabilità finanziaria. Queste dinamiche, però, non sono mai state esplicitamente dichiarate come obiettivi della BCE, poiché non rientrano all'interno del suo mandato, così come stabilito dai Trattati¹³⁷.

Nonostante le criticità e le complessità operative associate agli interventi da lei attuati, la BCE li ha definiti esclusivamente come strumenti di politica monetaria con l'obiettivo unico di assicurare la stabilità dei prezzi.

A tal riguardo, la revisione della strategia di politica monetaria della BCE, conclusa a luglio 2021, ha segnato un cambio di paradigma significativo. Il Consiglio direttivo ha ufficialmente incluso i programmi di acquisto di titoli tra gli strumenti convenzionali della politica monetaria, accanto alla fissazione dei tassi di interesse di riferimento, all'orientamento prospettico e alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine. Questo passaggio riflette l'evoluzione della BCE nel riconoscere i programmi di *Quantitative Easing* come parte integrante del suo set di strumenti, trasformandoli da misure straordinarie a componenti essenziali per garantire la stabilità dei prezzi nell'area euro. Tale integrazione formalizza il ruolo del QE nella strategia della BCE, consolidandone l'importanza

¹³⁷ Tuori, *The ECB's Unconventional Quantitative Easing is Turning to Conventional Monetary Policy*, cit., pp. 69-71.

nella gestione delle crisi economiche e finanziarie e nel perseguimento dell'obiettivo di un'inflazione stabile al 2 per cento nel medio termine¹³⁸.

3.3 Le misure adottate dall'Unione Europea

La risposta dell'Unione Europea alla crisi pandemica, emersa a causa delle restrizioni alla produzione e delle misure di contenimento introdotte per prevenire la diffusione del virus, ha assunto la forma di un ampio ventaglio di iniziative coordinate e complementari tra loro. Queste misure, rese necessarie dalle prolungate chiusure di numerose attività economiche e sociali, sono state concepite nell'ambito di una strategia complessiva e integrata, mirata a fronteggiare le molteplici conseguenze della crisi sanitaria ed economica.

L'approccio dell'UE è stato caratterizzato da una visione globale e multidimensionale, volta non solo a mitigare l'impatto immediato delle chiusure e delle restrizioni produttive, ma anche a promuovere una ripresa economica resiliente, sostenibile e inclusiva.

Le iniziative attuate si sono distinte per l'elevato grado di coordinamento tra gli Stati membri e le istituzioni europee, evidenziando l'importanza di una risposta unitaria e concertata per affrontare una crisi di portata globale. Questa pluralità di azioni sinergiche riflette l'intento dell'UE di non limitarsi alla gestione dell'emergenza immediata, ma di porre le basi per un rafforzamento strutturale del progetto europeo, capace di resistere a future sfide di natura sistemica¹³⁹. In totale, come mostrato dalla Tabella 3.1, sono stati resi disponibili per la risposta immediata alla crisi circa 1.941 miliardi di euro in misure emergenziali.

¹³⁸ Banca Centrale Europea, *Asset purchase programmes*, disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/app/html/index.en.html>.

¹³⁹ Germana Di Domenico, *I social bond europei dello strumento "Sure" per la tutela di lavoro e reddito: un'esperienza di successo quale risposta coordinata e compatta alla crisi pandemica*, "Rivista italiana di Public Management", vol. 5, n. 1, 2022, pp. 152-167, qui p. 153.

Tabella 3.1 Strumenti e risorse UE per il contrasto alla crisi pandemica e per la ripresa economica

<i>Strumento</i>	<i>Fondi (in miliardi di €)</i>
Misure nazionali di politica economica (concesse dall'attivazione della clausola che ha sospeso delle regole fiscali UE)	524
Supporto finanziario diretto tramite bilancio UE	70
Sure	100
Banca Europea per gli investimenti	240
Meccanismo europeo di stabilità	200
Totale misure emergenziali	1134
Next Generation EU	807
Totale	1941

Fonte: *I social bond europei dello strumento "Sure" per la tutela di lavoro e reddito*, p. 154

Ai fini di questo elaborato è utile approfondire le due misure finanziate mediante il ricorso al debito comune sui mercati globali. Attraverso programmi come il *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* (SURE) e il *Next Generation EU* (NEGU), prestiti e sussidi erogati agli Stati membri hanno contribuito e stanno tuttora contribuendo a realizzare obiettivi condivisi attraverso modalità progettate congiuntamente a livello comunitario, favorendo anche i Paesi che hanno sofferto di più dello *shock* Covid.

3.3.1 Il programma SURE

Il programma SURE, primo strumento di risposta economica dell'Unione Europea ad essere avviato durante la pandemia, ha beneficiato dell'esistenza di proposte preesistenti. Tra queste, rileva la proposta avanzata da Pier Carlo Padoan, che da tempo aveva suggerito l'istituzione di uno schema europeo di assicurazione contro la disoccupazione. Questo concetto era stato concepito come un prototipo di politica fiscale comune, con l'obiettivo di prevenire il *dumping* sociale tra i Paesi dell'Unione Europea. Secondo questo progetto, per evitare che uno Stato membro ottenesse un vantaggio competitivo sugli altri, era necessario avere schemi di sostegno alla disoccupazione finanziati a livello europeo e il più possibile uniformi tra i diversi Paesi. Grazie a questa base preparatoria, SURE è stato il primo programma ad essere implementato, poiché era già stato oggetto di ricerche e studi approfonditi ed era già pronto per l'applicazione ancor prima della crisi

pandemica¹⁴⁰. SURE, infatti, non si limitava a rispondere all'emergenza immediata, ma rifletteva anche la più ampia visione strategica della Commissione Europea per rafforzare la capacità di stabilizzazione automatica nell'area euro di fronte a *shock* economici e occupazionali.

La proposta di un regime europeo di riassicurazione contro la disoccupazione, prefigurata dalla Commissione nella risposta economica coordinata all'emergenza coronavirus, trova dunque le sue radici in questa stessa logica di prevenire il rischio di contagio economico tra i Paesi membri. In tal modo, SURE non ha solo fornito sostegno ai singoli Stati, ma ha anche contribuito alla stabilità complessiva dell'Unione Europea.

Formalmente, SURE è stato istituito attraverso il Regolamento del Consiglio (UE) 2020/672¹⁴¹, proposto dalla Commissione Europea il 2 aprile 2020 e approvato dall'Ecofin il 19 maggio 2020. È diventato operativo nel settembre dello stesso anno, successivamente alla firma dell'accordo di garanzia da parte di tutti gli Stati membri, che ha consentito alla Commissione Europea di accedere ai mercati finanziari per la raccolta dei fondi necessari. Tale raccolta di capitali è stata garantita direttamente dai singoli Stati membri, in proporzione al loro contributo al reddito nazionale lordo dell'Unione Europea, per un totale complessivo di 25 miliardi di euro. Tuttavia, questa struttura di garanzie, essendo fornita dai singoli Stati e non dall'Unione Europea nel suo complesso, implica che SURE non possa essere considerato a pieno titolo uno strumento di debito comune. Infatti, la responsabilità del debito emesso non è collettiva, ma rimane legata alla capacità di ciascun Stato membro di onorare le proprie garanzie, limitando così la mutualizzazione dei rischi a livello europeo.

La raccolta di capitali ha dotato il programma di cento miliardi di euro, destinati a coprire gli aumenti di spesa pubblica verificatisi tra febbraio 2020 e dicembre 2022, legati principalmente a schemi di lavoro a orario ridotto. Questi schemi permettevano alle imprese di ridurre le ore lavorative dei dipendenti senza dover procedere a licenziamenti, contribuendo così al mantenimento di un adeguato livello di occupazione. Inoltre, SURE finanziava misure di sostegno al reddito per lavoratori dipendenti e autonomi, oltre che iniziative per migliorare la sicurezza sanitaria nei luoghi di lavoro, la cui idoneità rispetto agli obiettivi del programma veniva valutata caso per caso dalla Commissione. Infine, oltre a mitigare i rischi di disoccupazione durante la crisi sanitaria ed economica causata dalla pandemia, SURE mirava anche a ridurre il carico finanziario degli

¹⁴⁰ Tesserì, *Intervista rilasciata all'autore*, cit., p. XIII.

¹⁴¹ Regolamento (UE) 2020/672 del Consiglio, del 19 maggio 2020, che istituisce uno strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (SURE) a seguito della pandemia di Covid-19, GU L 159 del 20.5.2020, pp. 1–7.

ammortizzatori sociali sui bilanci pubblici nazionali. Infatti, attraverso il finanziamento comunitario a tassi di interesse più vantaggiosi, veniva meno la necessità per i singoli Stati di ricorrere al debito nazionale, limitando così la loro esposizione sui mercati¹⁴².

3.3.2 Il *Next Generation EU*

Il *Next Generation EU*, invece, è il piano temporaneo varato dalla Commissione, dopo lunghe e difficili trattative, nel luglio 2020, con l'obiettivo di sostenere la ripresa economica, promuovere la transizione verde e digitale, e rafforzare la resilienza degli Stati membri.

Per finanziare la dotazione di 806,9 miliardi di euro¹⁴³ del *Recovery fund*, la Commissione Europea ha assunto e continuerà ad assumere prestiti sui mercati finanziari a nome dell'Unione Europea, ottenendo tassi di interesse più favorevoli rispetto a quelli che la maggior parte degli Stati membri riuscirebbe ad ottenere autonomamente, e redistribuendo gli importi raccolti agli Stati sotto forma di sovvenzioni e prestiti. Questa strategia innovativa avvicina l'Unione al concetto di *eurobond*, rendendo NGEU il primo esempio di debito comune vero e proprio poiché, a differenza del programma SURE che è garantito dai singoli stati, è garantito dal bilancio comunitario¹⁴⁴.

La raccolta dei fondi per il *Recovery fund* aumenta significativamente l'ambizione rispetto alle precedenti esperienze di finanziamento visto l'ammontare di risorse necessarie e si concretizza in una strategia di emissione diversificata di titoli pluriennali con scadenze variabili e rimborsi previsti tra il 2028 e il 2058.

Elemento centrale del *Next Generation EU*, oltre ad alcuni programmi europei¹⁴⁵, è il dispositivo per la ripresa e la resilienza, *Recovery and Resilience Facility* (RRF), che rappresenta la componente principale del programma con una dotazione di 723,8 miliardi di euro, ripartiti in 338 miliardi di sovvenzioni e 385,8 miliardi di prestiti. L'RRF è stato progettato per sostenere i Paesi membri nell'attuazione di riforme strutturali e investimenti strategici necessari per attenuare l'impatto economico e

¹⁴² Di Domenico, *I social bond europei dello strumento "Sure" per la tutela di lavoro e reddito: un'esperienza di successo quale risposta coordinata e compatta alla crisi pandemica*, cit., pp. 155-157.

¹⁴³ Importi espressi a prezzi correnti. L'equivalente a prezzi del 2018 sarebbe di 750 miliardi di euro.

¹⁴⁴ Tesseri, *Intervista rilasciata all'autore*, cit., p. XIII.

¹⁴⁵ Tra cui l'Assistenza alla ripresa per la coesione e i territori d'Europa (*REACT-EU*), Orizzonte Europa, *InvestEU*, il Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale o il Fondo per una transizione giusta (*JTF*).

sociale della pandemia, e al contempo per rendere le economie europee più sostenibili, resilienti e preparate alle sfide della transizione ecologica e digitale¹⁴⁶.

Gli Stati membri potevano accedere a queste risorse presentando i propri Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza (PNRR), nei quali venivano delineate le riforme e gli investimenti necessari per raggiungere gli obiettivi concordati a livello europeo.

Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza dell'Italia (PNRR) è il più rilevante per entità di risorse allocate, con circa 194,4 miliardi di euro, suddivisi tra 71,8 miliardi di euro in sovvenzioni e 122,6 miliardi di euro in prestiti¹⁴⁷. Il piano italiano si sviluppa su sette missioni principali: digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura, rivoluzione verde e transizione ecologica, infrastrutture per una mobilità sostenibile, istruzione e ricerca, inclusione e coesione, salute e, infine, politica energetica. Ciascuna missione è progettata per affrontare le specifiche carenze strutturali del Paese, stimolare la crescita economica e occupazionale e rafforzare la capacità dell'Italia di affrontare future crisi economiche e sanitarie¹⁴⁸.

L'implementazione di *Next Generation EU*, attraverso il *Recovery and Resilience Facility* e i PNRR nazionali segna un cambiamento significativo nelle politiche economiche dell'Unione Europea, ma non solo.

Esso, infatti, non rappresenta soltanto un efficace strumento per la ripresa economica post-pandemica, ma introduce anche significative innovazioni nel metodo di *governance* dell'Unione Europea, attraverso l'adozione di un nuovo procedimento euro-nazionale. Questo procedimento si distingue per l'intensa cooperazione tra le istituzioni europee e gli Stati membri, creando un modello di gestione che unisce norme di *hard law* e *soft law*. Al centro di questo meccanismo vi è la Commissione Europea, supportata dal Consiglio Ecofin e dalla *Task Force Recover*, istituita specificamente per il monitoraggio e l'implementazione dei Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza. Tale configurazione procedurale garantisce un controllo più stringente ed efficace sulle riforme e sugli investimenti nazionali, rispetto agli approcci precedenti come le raccomandazioni specifiche per Paese del Semestre Europeo, spesso percepite come troppo burocratiche ed eterodeterminate.

¹⁴⁶ Commissione Europea, *Piano per la ripresa dell'Europa*. Disponibile su: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe_it.

¹⁴⁷ Prima della revisione del piano di dicembre 2023, che ha aggiunto il settimo capitolo REPowerEU, le risorse destinate al PNRR italiano erano 191,5 miliardi di euro, suddivisi tra 68,9 miliardi di euro in sovvenzioni e 122,6 miliardi di euro in prestiti.

¹⁴⁸ Camera dei deputati, *Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*, 2024. Disponibile su: <https://temi.camera.it/leg19/pnrr.html>.

Attraverso questo nuovo assetto gestionale, quindi, il NGEU non solo sostiene la ripresa economica degli Stati membri, ma promuove anche un più profondo coordinamento delle politiche economiche a livello dell'Unione, stabilendo un precedente potenzialmente estensibile a future riforme strutturali¹⁴⁹.

3.4 La nuova strategia per la gestione del debito pubblico in Italia

A partire dal 2018, la gestione del debito pubblico italiano ha subito un'evoluzione significativa, caratterizzata da un cambiamento strategico mirato a ridurre il rischio di rifinanziamento e a stabilizzare le metriche di rischio associate alla struttura del debito. Questa nuova strategia si è focalizzata principalmente sulla riduzione graduale, ma continua, delle emissioni a breve termine, con particolare attenzione ai titoli con scadenze tra 0 e 3 anni, come i BOT e i BTP "corti". Parallelamente, è stato incentivato un aumento delle emissioni a scadenze più lunghe, oltre i 3 anni, con un approccio graduale e prudente.

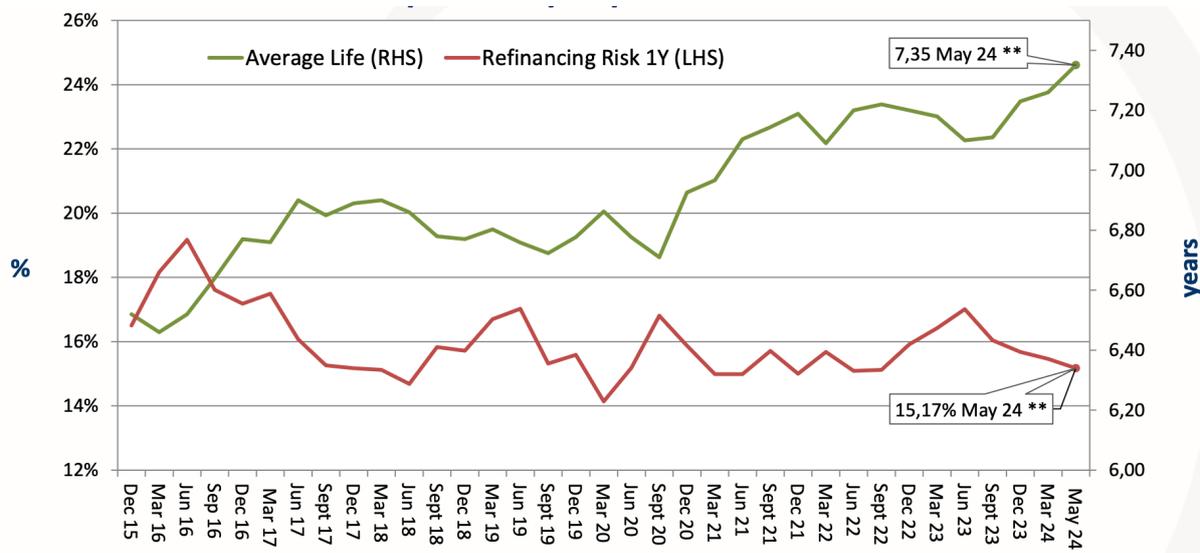
Un esempio emblematico di questa strategia è rappresentato dalla sostituzione del Certificato del Tesoro *Zero-coupon* (CTZ) - un titolo a due anni simile a un BOT per caratteristiche - con il BTP *short term*. Questo, pur avendo una durata analoga al CTZ, possiede tutte le caratteristiche proprie dei BTP e nel tempo sarà coinvolto in questo processo di riduzione delle emissioni nella parte breve, senza escludere il suo superamento nel futuro. La conferma dell'evoluzione della gestione del debito pubblico italiano è stata particolarmente evidente durante la crisi del Covid-19, quando l'Italia si è distinta come l'unico Paese europeo a ridurre l'emissione di BOT, nonostante l'aumento delle esigenze di finanziamento derivanti dalla pandemia.

Ad ogni modo, la strategia non prevede l'eliminazione completa dei titoli a breve termine, riconoscendo la loro funzione e utilità, ma mira a una distribuzione più equilibrata delle emissioni tra le scadenze a 3 e 10 anni e, se il mercato lo consente, anche oltre¹⁵⁰. Questo approccio, come mostrato in Figura 3.6, ha avuto diversi riscontri positivi, allungando la vita media del debito e riducendo il rischio di rifinanziamento a un anno. È infatti possibile osservare come, rispetto ai livelli pre-pandemici, si sia registrato un significativo aumento della vita media, mentre l'esposizione al rischio è rimasta contenuta.

¹⁴⁹ Nicola Lupo, *Next Generation EU e sviluppi costituzionali dell'integrazione europea: verso un nuovo metodo di governo*, "Diritto Pubblico", Fasc. 3, il Mulino, 2022, pp. 729-755.

¹⁵⁰ Tesseri, *Intervista rilasciata all'autore*, cit., p. V.

Figura 3.6 Vita media e Rischio di Rifinanziamento a un anno del debito italiano, 2015-2024



Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

L'implementazione della strategia di riduzione dell'offerta di titoli nella parte breve della curva dei rendimenti ha generato anche un rilevante effetto di mercato, caratterizzato dalla diminuzione dei rendimenti in quel segmento della curva. La scarsità di titoli offerti nella fascia a breve termine, combinata con una domanda persistente, ha infatti contribuito a stabilizzare e abbassare i rendimenti, in particolare sul nodo dei due anni. La struttura di gestione del debito pubblico italiano ha saputo sfruttare le opportunità offerte da queste dinamiche di mercato, avvalendosi di una strategia di investimento ampiamente utilizzata dagli operatori finanziari: il *carry investment*.

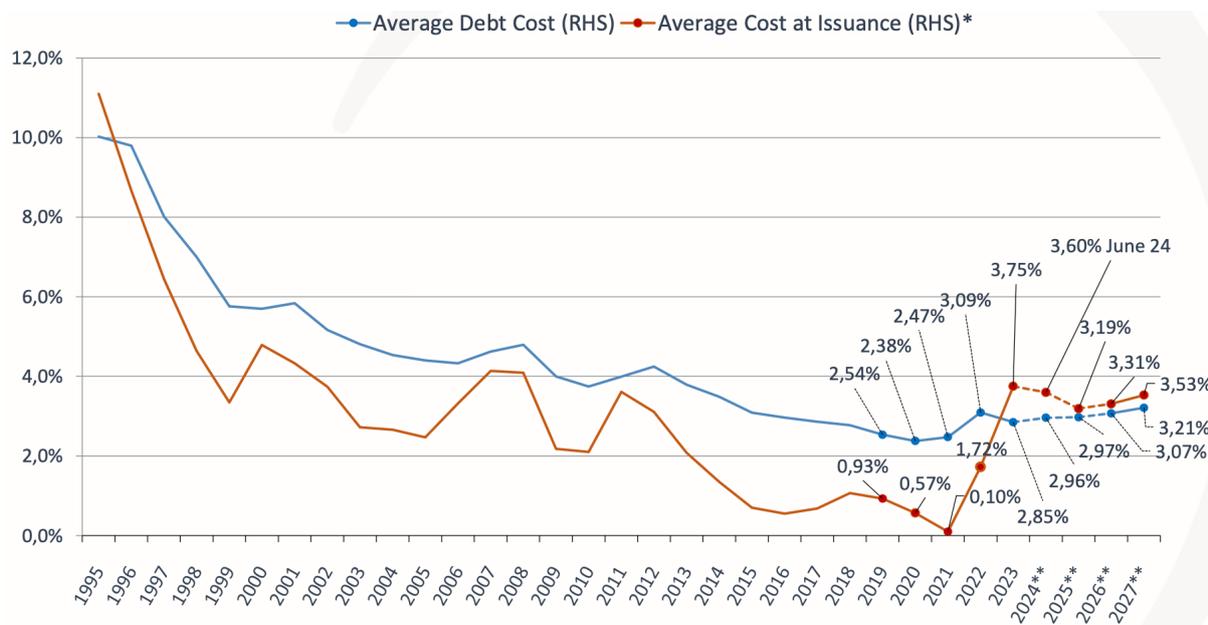
Il *carry investment* si basa sulla differenza tra il tasso di rifinanziamento e il rendimento dei titoli detenuti. In pratica, gli investitori prendono in prestito capitali a un tasso di interesse più basso per acquistare titoli con un rendimento più elevato, guadagnando dalla differenza tra il costo del finanziamento e il rendimento ottenuto (il cosiddetto *carry*). L'ancoraggio della parte breve della curva dei rendimenti, accompagnato dalla riduzione dei tassi in questo segmento, ha quindi indotto gli investitori alla ricerca di un *carry* positivo a orientarsi verso titoli più a lungo termine, caratterizzati da rendimenti maggiori¹⁵¹.

Lo spostamento della domanda verso la parte lunga della curva dei rendimenti ha contribuito a un ulteriore abbassamento dei rendimenti anche su quelle scadenze, creando un beneficio significativo

¹⁵¹ Ibidem, p. VI.

per l'emittente. Grazie all'incremento della domanda di titoli a lungo termine il Tesoro, al netto dell'incremento dovuto alle spinte inflazionistiche e al rialzo dei tassi da parte della BCE, è riuscito a ridurre il costo medio del debito e il costo medio all'emissione (Figura 3.7).

Figura 3.7 Costo medio del debito e costo medio all'emissione, 1995-2027*



Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

La gestione del debito pubblico italiano ha quindi come obiettivo primario il contenimento dei costi di finanziamento e il mantenimento della capacità di servizio del debito, assicurando che il debito possa essere sempre onorato al costo più basso possibile. Negli ultimi anni, le metriche per la valutazione del debito pubblico si sono evolute e, sebbene la vita media del debito resti un indicatore significativo, l'attenzione si è spostata in misura crescente sul rischio di tasso d'interesse e sul rischio di rifinanziamento. Questi parametri sono diventati di primaria importanza poiché la strategia attuale prevede una riduzione delle emissioni a breve termine, con l'obiettivo di diluire l'ammontare di debito da rifinanziare ogni anno, diminuendo così l'esposizione ai rischi associati alle variazioni dei tassi di interesse e alle necessità di rifinanziamento frequenti.

Come appena visto, distribuire le scadenze nel modo più ampio possibile consente di evitare picchi significativi di scadenze annuali e risulta fondamentale per minimizzare il rischio di rifinanziamento, consentendo una maggiore flessibilità nella gestione delle emissioni future e un minor impatto delle oscillazioni dei tassi d'interesse.

Per quanto riguarda il rischio di tasso d'interesse, invece, va presa in considerazione la possibilità che un aumento dei tassi di interesse incrementi il costo del servizio del debito. Questo rischio è strettamente legato alla *sensitivity*, cioè alla sensibilità della spesa per interessi alle variazioni della curva dei rendimenti.

La sensibilità del debito pubblico italiano a un aumento improvviso nella curva dei rendimenti è limitata grazie all'elevato livello del tempo medio di rifissazione dei tassi e alla lunghezza della vita media del debito. Tali caratteristiche contribuiscono a stabilizzare l'esposizione ai tassi di interesse, mantenendo il costo del debito sotto controllo nonostante eventuali variazioni sfavorevoli dei tassi di mercato.

La Tabella 3.2 mostra che, nonostante un aumento significativo dello *stock* di debito, i valori attuali della sensibilità della spesa per interessi sono coerenti con i livelli pre-pandemia e mostrano una stabilità rispetto a quanto osservato nel novembre 2022, indicativo di una gestione prudente del rischio di tasso d'interesse. Pertanto, anche in presenza di *shock* significativi e permanenti sui tassi di interesse, l'impatto sulla spesa per interessi si distribuisce nel tempo, evitando aumenti improvvisi e onerosi dei costi di servizio del debito. Questo approccio permette di mantenere sotto controllo il costo complessivo del debito nel lungo periodo, assicurando la sostenibilità finanziaria e l'efficacia delle politiche di gestione del debito pubblico¹⁵².

Tabella 3.2 Sensibilità della spesa per interessi ad un aumento istantaneo di 100 bps della curva dei rendimenti, 2020-2024

Interest expenditure/GDP (in %)										
Years	Update	Apr. 20	Update	Apr. 21	Update	Apr. 22	Update	Apr. 23	Update	Apr. 24
1st		0.17		0.17		0.13		0.14		0.14
2nd		0.38		0.39		0.31		0.34		0.34
3rd		0.55		0.55		0.45		0.51		0.51

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

¹⁵² Ibidem, pp. VII-VIII.

3.4.1 Gli effetti delle politiche della BCE sui detentori dei titoli italiani

A partire da marzo 2023, la Banca Centrale Europea ha terminato gli acquisti netti di titoli e ha iniziato un processo noto come *Quantitative Tightening*¹⁵³. Tuttavia, questa definizione risulta essere tecnicamente imprecisa poiché, diversamente da altre banche centrali, la BCE non ha intrapreso una vera e propria vendita attiva di titoli sul mercato, ma ha semplicemente cessato di reinvestire i titoli in scadenza. Pertanto, mentre gli Stati rimborsano la BCE come qualsiasi altro investitore, la Banca Centrale non effettua nuovi acquisti per sostituire i titoli scaduti.

Nonostante vi fossero preoccupazioni circa la stabilità dei mercati finanziari e le conseguenze sulla gestione del debito dei singoli Paesi membri, questa decisione non ha generato gli effetti temuti. In Italia, ad esempio, alla fine del 2023 ci si domandava chi sarebbero stati i futuri acquirenti dei titoli di Stato una volta che la BCE avesse cessato i reinvestimenti.

La risposta del mercato è stata positiva: gli acquisti di titoli di Stato italiani, nonostante la ridotta presenza della BCE, è proseguita anche grazie alle condizioni favorevoli dei tassi di interesse e alla bassa volatilità, che hanno reso questi titoli ancora più appetibili. Ad oggi, secondo le stime fornite dalla Banca d'Italia, una parte significativa del debito pubblico italiano, oltre che da investitori istituzionali e *retail* domestici, rispettivamente a circa il 55 e 15 per cento, è detenuta da investitori stranieri, con una quota di circa il 30 per cento e in costante crescita (Figura 3.8).

La presenza di una base di investitori diversificata, comprendente piccoli risparmiatori, banche domestiche e investitori esteri, rappresenta un elemento positivo per la gestione del debito pubblico italiano. Essa, infatti, incrementa la flessibilità e la capacità di assorbimento del debito, prevenendo rischi di sovraesposizione a specifici mercati o gruppi di investitori.

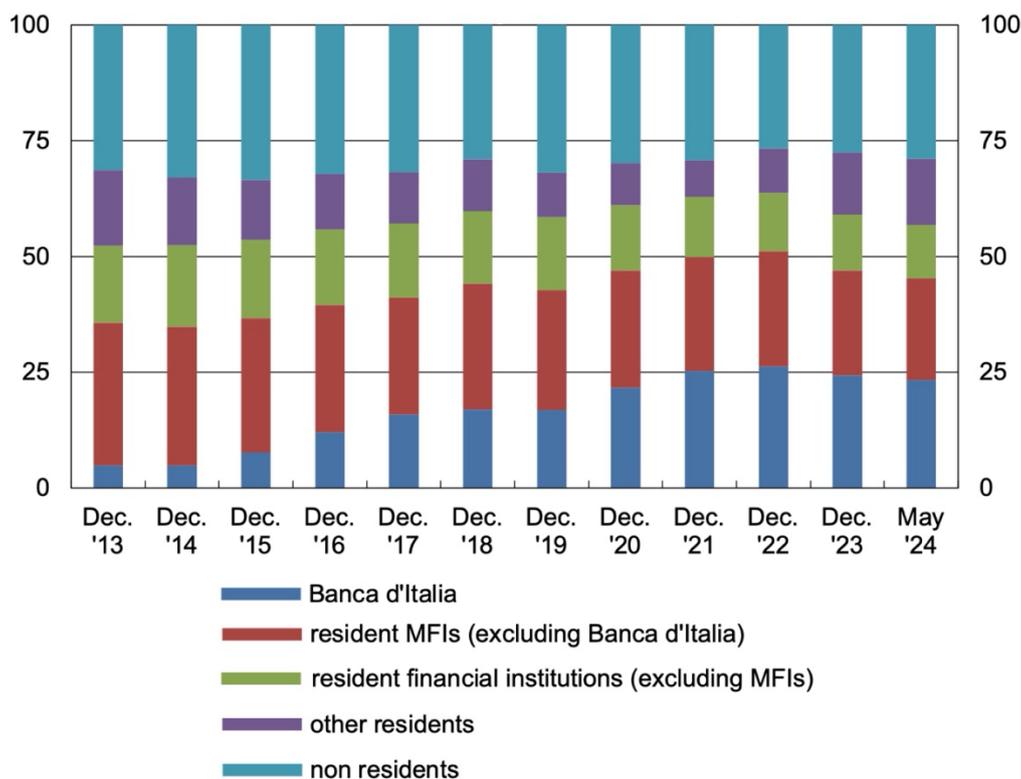
Storicamente, negli anni Settanta e Ottanta, una quota rilevante del debito pubblico italiano era detenuta da investitori nazionali, una situazione ritenuta favorevole poiché limitava l'esposizione a pressioni esterne. Tuttavia, nel contesto economico e finanziario attuale, caratterizzato dall'integrazione europea e dalla libera circolazione dei capitali, una simile concentrazione risulterebbe impraticabile e potenzialmente dannosa. L'idea di una "giapponesizzazione" del debito, con una forte predominanza di investitori nazionali, non appare infatti compatibile con le esigenze odierne di diversificazione e di accesso ai mercati internazionali. Inoltre, tale approccio potrebbe condurre a inefficienze e rigidità, soprattutto in un contesto in cui il fabbisogno di emissioni annue di medio-

¹⁵³ Isabel Schnabel, *Quantitative tightening: rationale and market impact*, discorso in occasione del *Money Market Contact Group meeting*, Francoforte, 2 marzo 2023. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230302~41273ad467.en.html>.

lungo termine si attesta tra i 340 e 350 miliardi di euro, richiedendo pertanto un'ampia base di investitori per garantire un assorbimento efficace delle nuove emissioni.

Il coinvolgimento di investitori esteri, contrariamente a quanto si potrebbe temere, non implica un aumento della volatilità o del rischio speculativo. Questi investitori operano sulla base di valutazioni razionali e contribuiscono attivamente al processo di formazione dei prezzi dei titoli di Stato, esercitando un ruolo di vigilanza che favorisce una gestione finanziaria più trasparente e responsabile. La presenza di investitori internazionali funge da vincolo esterno, che incentiva la disciplina di bilancio e la credibilità delle politiche fiscali. I rendimenti richiesti da tali investitori riflettono infatti il grado di fiducia del mercato nella capacità dello Stato di adempiere ai propri obblighi finanziari. Pertanto, una base di investitori diversificata non solo ottimizza la gestione del debito pubblico, ma fornisce anche un importante indicatore della solidità e sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo termine¹⁵⁴.

Figura 3.8 Detentori di titoli del debito pubblico italiano, 2013-2024



Fonte: Banca d'Italia

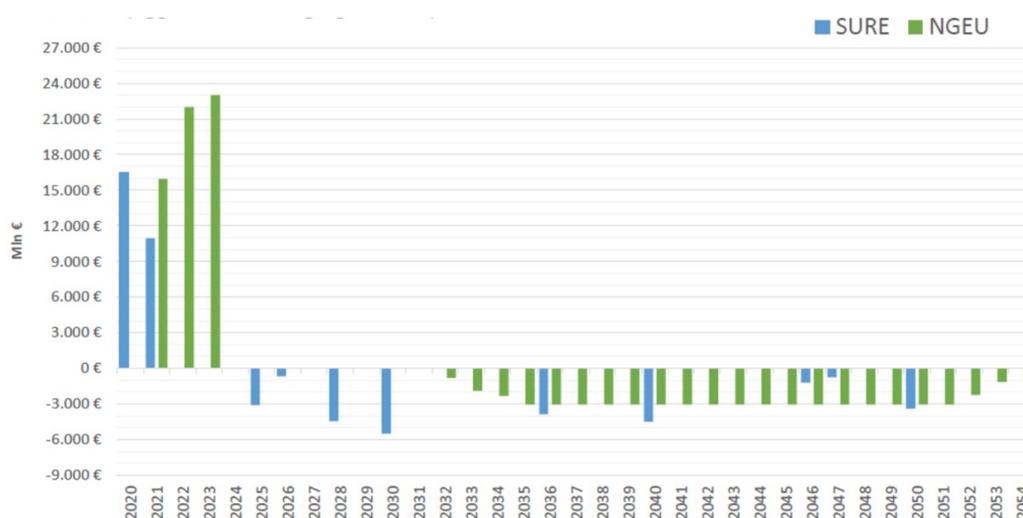
¹⁵⁴ Tesseri, *Intervista rilasciata all'autore*, cit., pp. X-XII.

3.4.2 L'impatto dei prestiti europei

Programmi come NGEU e SURE hanno avuto un impatto significativo sulla gestione del debito pubblico italiano. I prestiti di NGEU sono strutturati come prestiti a lungo termine con una scadenza di trent'anni: i primi dieci anni prevedono il pagamento dei soli interessi, seguiti da un periodo di ammortamento lineare fino al trentesimo anno. Questa struttura finanziaria, simile a quella di un BTP a vent'anni, ha consentito di accedere a finanziamenti a lungo termine senza dover ricorrere direttamente all'emissione di titoli di Stato, ottenendo così fondi a costi significativamente inferiori. L'impatto dei prestiti SURE è stato altrettanto rilevante, fornendo un sostegno immediato per finanziare le misure di cassa integrazione e altre iniziative per la tutela dell'occupazione durante la crisi causata dalla pandemia¹⁵⁵.

Entrambi i programmi, al 30 giugno 2024, hanno permesso all'Italia di ottenere quasi 90 miliardi di euro a condizioni più favorevoli rispetto ai mercati tradizionali, contribuendo a ridurre i costi di finanziamento del debito pubblico e migliorando la sostenibilità fiscale. Come si vede dalla Figura 3.9, i prestiti NGEU sono caratterizzati da una struttura a lungo termine con un periodo iniziale di soli interessi e un ammortamento lineare successivo, mentre i prestiti SURE sono stati erogati a supporto delle misure di emergenza e verranno rimborsati negli anni a venire¹⁵⁶.

Figura 3.9 Erogazioni e rimborsi in linea capitale dei prestiti da istituzioni europee, 2020-2054 (aggiornamento dati al 30/06/2024)



Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

¹⁵⁵ Ibidem, pp. XIV.

¹⁵⁶ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Prestiti da istituzioni europee*, Dipartimento del Tesoro, disponibile su https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/prestiti_istituz_europee/.

3.4.3 L'impatto del ritorno dell'inflazione sulla gestione del debito pubblico

L'invasione russa dell'Ucraina, avvenuta nel febbraio 2022, ha avuto un impatto significativo sull'economia globale, contribuendo a un aumento generalizzato dell'inflazione. Questo fenomeno è stato principalmente alimentato dall'incremento dei prezzi delle materie prime, in particolare del gas naturale, del petrolio e dei cereali. L'*escalation* del conflitto ha generato incertezza nei mercati, spingendo i prezzi verso l'alto e aggravando una situazione economica già fragile a causa della pandemia, durante la quale le interruzioni nelle catene globali del valore avevano già causato difficoltà logistiche e una riduzione della disponibilità di beni e servizi, contribuendo a generare una pressione inflazionistica. La combinazione di questi fattori ha portato a un aumento significativo dell'inflazione a livello globale, con ripercussioni su consumatori, imprese e governi.

In risposta alla crescente inflazione, la Banca Centrale Europea ha adottato una politica monetaria restrittiva procedendo, dopo moltissimi anni, con un rialzo significativo dei tassi di interesse. Questo intervento aveva come obiettivo quello di ridurre la domanda aggregata e a frenare le pressioni inflazionistiche, ma ha comportato anche un aumento del costo del credito per famiglie e imprese, incidendo sulla crescita economica e sugli investimenti. L'aumento dei tassi di interesse ha inoltre avuto un impatto significativo sul debito pubblico, generando un aumento del costo del finanziamento. In questo contesto di elevata inflazione, l'Italia si è trovata a dover gestire un'importante quota di titoli indicizzati all'inflazione ma, a differenza della Germania che ha cessato improvvisamente di emettere titoli *inflation linked*, la struttura di gestione del debito pubblico italiana ha scelto di continuare a emetterli, mantenendo l'impegno preso verso il mercato.

Attualmente, circa il 14 per cento dello *stock* di debito pubblico italiano è indicizzato all'inflazione e non sono previste modifiche rilevanti nel breve periodo. Per maturare questa decisione, si è tenuto conto non solo dei maggiori costi legati all'inflazione presente, ma anche del risparmio realizzato negli anni passati. Dal 2003 al 2022, infatti, l'inflazione stimata dal mercato per il *pricing* dei titoli è risultata spesso superiore a quella effettivamente realizzata, consentendo all'Italia di pagare un tasso d'interesse inferiore rispetto alle previsioni di mercato. Nonostante il picco inflazionistico registrato tra il 2022 e il 2023, questa strategia ha quindi permesso un significativo risparmio complessivo. Inoltre, è importante considerare l'aspetto delle entrate fiscali: l'inflazione, pur aumentando il costo degli strumenti *inflation linked*, ha anche fatto crescere le entrate complessive, contribuendo a bilanciare l'aumento dei costi di servizio del debito, riferito comunque soltanto ad una quota limitata della totalità del debito¹⁵⁷.

¹⁵⁷ Tesseri, *Intervista rilasciata all'autore*, cit., pp. XIV-XV.

3.5 Il modello di gestione del debito pubblico italiano: il Sistema Analisi Portafogli di Emissione (SAPE)

La gestione del debito pubblico, come illustrato nel Capitolo 1 di questo elaborato, implica la creazione e l'attuazione di strategie mirate a soddisfare le esigenze di finanziamento del governo, bilanciando attentamente costi e rischi. Per farlo, bisogna affrontare diverse questioni rilevanti, come il costo del debito, la gestione del rischio, la struttura delle scadenze e la scelta degli strumenti finanziari più adeguati tra le molteplici opzioni disponibili.

Le strutture deputate alla gestione del debito si basano quindi su un'analisi costi-rischi delle passività per decidere come comporre il portafoglio di strumenti di debito. Per condurre le analisi, è essenziale avere a disposizione una vasta gamma di strumenti, inclusi modelli che permettano di eseguire simulazioni stocastiche su diverse curve dei tassi di interesse e su variabili macroeconomiche. Queste simulazioni generano scenari futuri che consentono ai gestori di valutare il rapporto tra costo e rischio associato a varie composizioni del portafoglio. Il processo decisionale è ulteriormente complicato da fattori esterni non sotto il controllo diretto dei gestori, come le decisioni delle banche centrali che influenzano i tassi di interesse, il rischio politico, le incertezze economiche globali e i vincoli normativi, rendendo la gestione del debito ancora più complessa.

Molti governi in tutto il mondo utilizzano la modellazione delle simulazioni stocastiche per supportare le decisioni nella gestione del debito pubblico¹⁵⁸. Il Tesoro italiano utilizza modelli e *software* sviluppati internamente per selezionare portafogli di titoli che soddisfano le esigenze di finanziamento del governo, rispettando i vincoli normativi. Tra questi strumenti, spicca il Sistema Analisi Portafogli di Emissione (SAPE), un modello *cost at risk* sviluppato con il supporto del Centro Nazionale di Ricerca (CNR) e dell'Istituto di Alta Matematica. Basato sulla proiezione di Nelson-Siegel-Svensson, attraverso l'integrazione di diversi moduli di modellazione, SAPE esegue simulazioni su vari scenari di tassi di interesse, flussi di cassa e altre variabili macroeconomiche, applicando questi scenari allo *stock* di debito organizzato per “portafogli tipo” al fine di individuare quello che combina in maniera ottimale le circa venti tipologie di titoli emessi dal Tesoro¹⁵⁹.

¹⁵⁸ Cfr. Paragrafo 1.6.

¹⁵⁹ Massimo Bernaschi, Roberto Morea, Lucio Sarno, Fabrizio Tesseri, Federica Verani, Davide Vergni, *An Integrated Approach to Cost-Risk Analysis in Public Debt Management*, Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2020, pp. 3-4.

3.5.1 I moduli del SAPE

Il primo modulo è costituito da un vero e proprio generatore di scenari stocastici e consente di simulare l'evoluzione dei tassi di interesse e di altre variabili macroeconomiche rilevanti, fornendo un supporto decisivo per le decisioni relative alle strategie di emissione e alla valutazione del rischio associato al debito pubblico. Si basa su una modellazione stocastica delle strutture a termine dei tassi di interesse tramite l'applicazione di vari modelli matematici. Questi modelli permettono di rappresentare le dinamiche dei tassi di interesse in modo realistico, tenendo conto delle correlazioni tra diverse curve dei rendimenti e dei relativi fattori di rischio.

Un aspetto rilevante del modulo è la capacità di ancorare le curve dei rendimenti utilizzando informazioni esogene sui tassi a breve termine. Questo procedimento consente di incorporare aspettative esterne specifiche, come le previsioni di mercato sui tassi a breve termine, per garantire che le simulazioni siano allineate con le condizioni economiche e finanziarie prevalenti. L'ancoraggio delle curve è realizzato attraverso una tecnica di inclinazione che modifica la struttura a termine generata dai modelli stocastici per riflettere i valori esogeni forniti. Questo approccio permette di migliorare l'accuratezza delle previsioni a breve termine, che sono particolarmente rilevanti per le decisioni di emissione e di gestione del debito a breve termine¹⁶⁰.

Il secondo modulo riguarda invece il calcolo dei flussi di cassa del portafoglio del debito e il vincolo di bilancio cui la struttura di gestione del debito deve sottostare. Incorpora la complessità strutturale del debito pubblico, tenendo conto delle caratteristiche specifiche di ciascun titolo, come la durata, le cedole, e l'indicizzazione all'inflazione. Utilizzando una rappresentazione matematica dettagliata, il sistema calcola i flussi di cassa per ogni titolo nel portafoglio, permettendo di formulare una visione completa e precisa delle entrate e uscite finanziarie associate al debito pubblico, essenziale per la pianificazione del bilancio del Tesoro.

Nella successiva definizione della strategia diventerà però essenziale il rispetto del vincolo di bilancio, tenuto in considerazione dal modulo del SAPE attraverso il calcolo mensile del saldo del conto in funzione dei flussi di cassa del debito, dell'avanzo primario e delle transazioni di titoli esteri e derivati per assicurarsi che le emissioni siano sufficienti per rispettare gli obblighi finanziari del governo, evitando squilibri di liquidità.

La funzione di costo ESA 2010 è integrata nel sistema per fornire una misura standardizzata delle spese per interessi in conformità con i criteri europei di contabilità nazionale. Il costo ESA 2010 considera non solo le cedole pagate e le rivalutazioni dei titoli indicizzati, ma anche lo sconto

¹⁶⁰ Ibidem, pp. 4-10.

all'emissione dei titoli. Questo approccio consente di distribuire le spese su base temporale, in proporzione ai periodi di riferimento dei vari costi, assicurando una valutazione del costo del debito che riflette fedelmente le dinamiche temporali delle emissioni.

Lo studio analitico sull'evoluzione del costo ESA 2010 dimostra che può essere approssimato come funzione lineare del tempo, con il tasso di crescita determinato dalla media ponderata dei tassi di interesse sui diversi titoli. Questa linearità semplifica la valutazione delle spese future e fornisce un utile strumento per prevedere l'evoluzione dei costi del debito in risposta a variazioni nei tassi di interesse¹⁶¹.

Entrambi i moduli, sia il primo usato per la generazione di possibili scenari di tassi di interessi futuri che il secondo usato per descrivere i flussi di cassa del debito pubblico e la funzione di costo ESA 2010, possono essere usati singolarmente o combinati tra loro in modi diversi. L'analisi più interessante e significativa è quella compiuta attraverso l'utilizzo delle simulazioni Monte Carlo in cui le differenti tipologie di portafoglio ipotizzate vengono messi in relazione con numerosi scenari di tassi al fine di individuare i portafogli di emissione che offrono il miglior equilibrio tra costo e rischio, tracciando la cosiddetta frontiera efficiente del debito pubblico.

Le misure classiche di costo e rischio utilizzate nell'analisi comprendono la media e la deviazione standard della funzione obiettivo per il costo del debito, che forniscono una valutazione statistica delle spese previste e della variabilità associata. Un'altra misura di riferimento, più adatta alle esigenze della gestione del debito pubblico, è il *Cost at Risk* (CaR), che stima il valore massimo della spesa per interessi che il governo può ragionevolmente aspettarsi di non superare con un determinato livello di confidenza su un orizzonte temporale definito. Il CaR incorpora sia la media sia le caratteristiche di rischio della distribuzione delle spese per interessi, fornendo una metrica che consente di valutare le possibili condizioni sfavorevoli del mercato. Altre misure rilevanti includono il *Cost at Risk* Relativo (RelCaR), che quantifica la differenza tra il CaR e il valore atteso delle spese per interessi, e l'*Expected Shortfall* (ES), che calcola la spesa media attesa condizionata al superamento del livello di CaR, offrendo una stima delle perdite in condizioni di mercato estremamente avverse.

Le metriche fin qui presentate forniscono sicuramente una base quantitativa robusta per valutare le diverse strategie di emissione, tenendo conto delle possibili variazioni dei costi del debito in risposta a condizioni di mercato variabili. Tuttavia, presentano una limitazione significativa, in

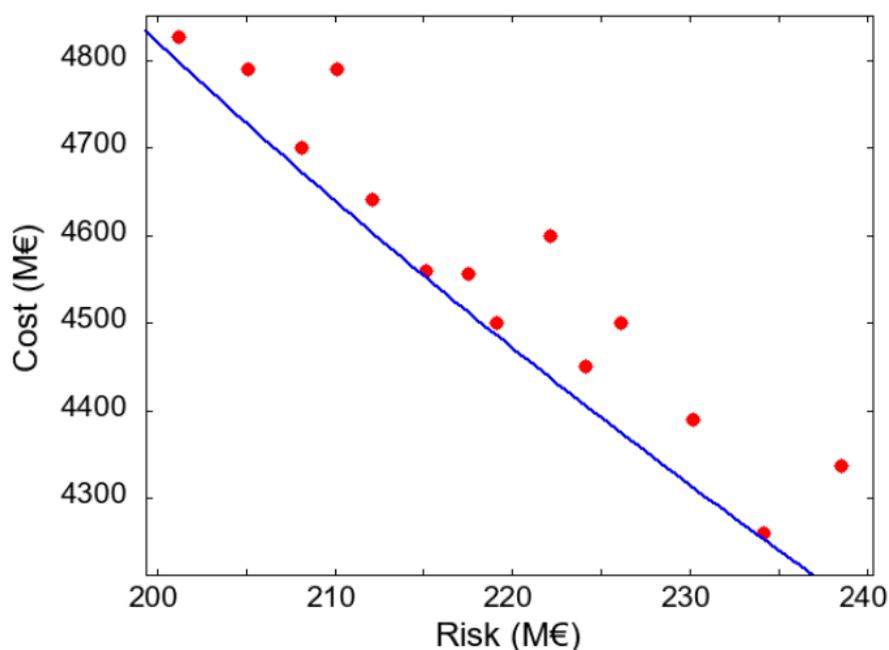
¹⁶¹ Ibidem, pp. 11-14.

quanto sono riferite a un intervallo temporale fisso, il che può influenzare la rilevanza e l'affidabilità delle analisi condotte.

Per superare questo limite, il SAPE introduce le misure di evoluzione di costo e rischio, che considerano la dinamica temporale delle spese per interessi e riducono la dipendenza dalle specifiche finestre temporali di calcolo. Infatti, invece di basarsi esclusivamente sulle distribuzioni del costo in un momento fisso, le misure di evoluzione considerano la funzione di costo ESA 2010, sfruttando la sua approssimazione quasi lineare per calcolare tassi di crescita iniziali, medi e finali delle spese per interessi, fornendo una visione più completa e adattabile delle dinamiche di costo.

Poiché le simulazioni Monte Carlo permettono di effettuare valutazioni della *performance* di ciascun portafoglio su un vasto numero di scenari, è possibile definire una distribuzione di probabilità per ciascuno dei tassi di crescita considerati e le relative misure di costo e rischio. Invece di calcolare queste misure (come il CaR) sulla distribuzione della funzione obiettivo (ESA2010) in un momento temporale specifico, l'approccio del SAPE prevede di calcolarle sulla distribuzione del tasso di crescita selezionato. Diventa quindi possibile costruire una frontiera efficiente per diversi portafogli di debito utilizzando la media del miglior adattamento al tasso di crescita e alla deviazione standard della funzione obiettivo, basandosi su un numero sufficientemente ampio di scenari (Figura 3.10)¹⁶².

Figura 3.10 Esempio di frontiera efficiente generata dal SAPE



Fonte: *An Integrated Approach to Cost-Risk Analysis in Public Debt Management*, p. 17

¹⁶² Ibidem, pp. 14-17.

Un terzo modulo satellite viene usato dal SAPE per calcolare la differenza tra il valore di un portafoglio in assenza di rischio e il valore calcolato considerando il default di una controparte. Il calcolo del *Credit Valuation Adjustment* (CVA) rappresenta quindi l'aggiustamento per il rischio di credito applicato alle transazioni sui derivati per tenere conto del default della controparte¹⁶³.

3.5.2 L'organizzazione del software SAPE

Il Sistema Analisi Portafogli di Emissione fornisce strumenti di visualizzazione che consentono ai gestori del debito di analizzare i risultati delle simulazioni. Le funzionalità di reportistica permettono di generare *output* chiari e comprensibili che illustrano le prestazioni delle strategie di emissione proposte, facilitando il processo decisionale.

Per garantire questi risultati, però, il Sistema richiede l'utilizzo di numerosi *input* provenienti da tre diverse fonti, ovvero il sistema GEDI (Gestione Debito Italiano), che fornisce informazioni dettagliate sulle nuove emissioni, sui derivati, sui titoli esteri e sui dati dei tassi di interesse in tempo reale e storici, memorizzati in un *database* relazionale accessibile tramite un servizio Web, il *database* SAPEDB, che invece raccoglie informazioni sulle emissioni storiche di titoli domestici e sui valori storici di alcuni indici macroeconomici come i tassi di interesse fissati dalla BCE o l'indice dei prezzi al consumo, e il modulo di generazione dei tassi di interesse, che simula le curve dei tassi per le analisi del debito.

Oltre ai tre moduli descritti nella sezione precedente, al centro del SAPE si trova il *Computational Engine* (CE), che svolge un ruolo fondamentale nel calcolo dei flussi di cassa del debito pubblico, considerando sia i titoli di stato in essere sia i tassi di interesse futuri simulati. Il CE determina le emissioni future di vari titoli basandosi sulla composizione del portafoglio stabilita e su stime esterne dell'avanzo di bilancio, integrando in modo completo il debito nazionale, il debito in valuta estera e gli strumenti derivati, e fornendo così una descrizione dettagliata e comprensiva del portafoglio complessivo di titoli di stato. Tra le sue principali funzioni rientrano il calcolo di metriche rilevanti per la gestione del debito pubblico, come il costo del debito secondo i criteri ESA 2010 e la durata del portafoglio, oltre a servire come strumento contabile per verificare e confrontare i risultati ottenuti con altri software commerciali utilizzati dal Tesoro italiano.

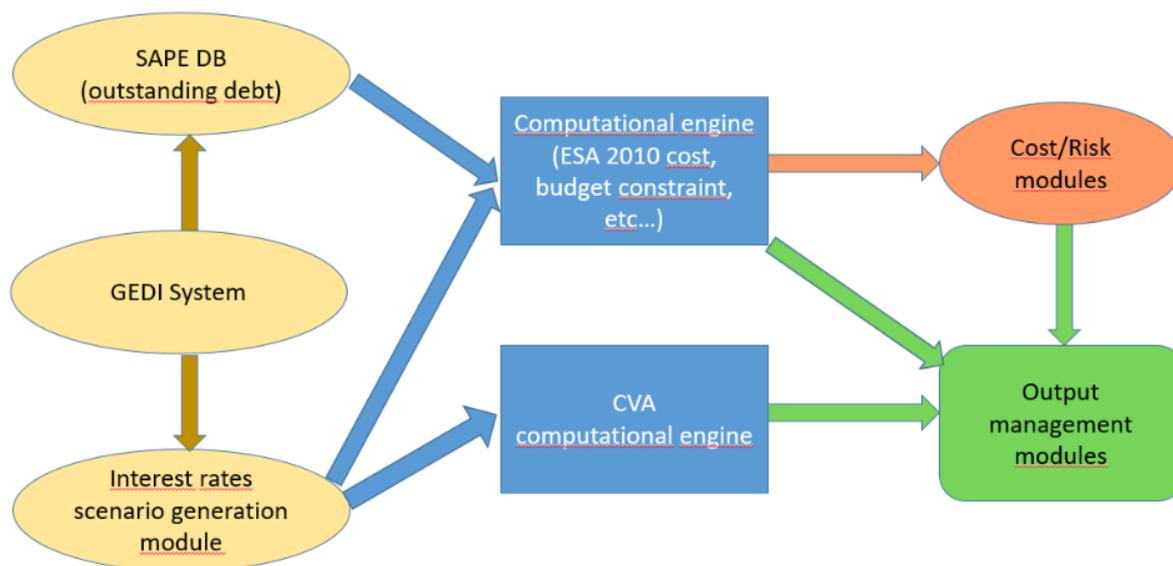
L'*output* delle simulazioni viene memorizzato in un *database*, che facilita operazioni di ricerca e recupero, rendendo agevole l'impostazione di nuove simulazioni basate su quelle precedenti. Inoltre,

¹⁶³ Ibidem, pp. 17-20.

questo modulo è responsabile della creazione di grafici e report, presentando i risultati delle simulazioni numeriche in modo chiaro e comprensibile¹⁶⁴.

La Figura 3.11 illustra schematicamente l'organizzazione del Sistema Analisi Portafogli di Emissione e le relazioni tra i suoi moduli principali.

Figura 3.11 Organizzazione del Sistema Analisi Portafogli di Emissione



Fonte: *An Integrated Approach to Cost-Risk Analysis in Public Debt Management*, p. 21

3.5.3 Utilizzo del SAPE nella gestione del debito pubblico italiano

Il Sistema Analisi Portafogli di Emissione è uno strumento importantissimo per la gestione del debito pubblico italiano ed è frutto di un lungo lavoro mirato a supportare il Tesoro nelle decisioni sui portafogli di emissione. La sua struttura permette un'analisi unificata delle proiezioni di spesa e dei calcoli di bilancio e una valutazione dinamica delle diverse misure di costo e rischio, riducendo la dipendenza dai vincoli temporali e migliorando la gestione complessiva del debito.

Offre un supporto versatile in vari ambiti, dalla pianificazione delle emissioni alla gestione del rischio, fino alla valutazione continua delle strategie esistenti. Grazie alla capacità di simulare scenari complessi e di calcolare l'impatto su costo e rischio, il sistema aiuta a ottimizzare la composizione dei portafogli di emissione in funzione delle condizioni di mercato e delle necessità di

¹⁶⁴ Ibidem, pp. 20-21.

finanziamento del governo, facilitando la definizione delle politiche di emissione e fornendo analisi dettagliate che supportano le decisioni strategiche e la comunicazione con le autorità e i mercati. La possibilità di generare report accurati e monitorare i flussi di cassa e le spese per interessi rafforza ulteriormente la trasparenza e la rendicontazione nella gestione del debito pubblico, contribuendo a una gestione più efficiente e sostenibile nel lungo termine.

CONSIDERAZIONI FINALI

Con questo elaborato si è cercato di approfondire l'evoluzione della gestione del debito pubblico italiano in relazione agli eventi che si sono verificati a livello sovranazionale negli ultimi decenni: dalle crisi economiche, finanziarie e sanitarie, ai cambiamenti paradigmatici delle istituzioni europee. L'analisi ha evidenziato come la gestione del debito pubblico sia strettamente interconnessa con le dinamiche economiche globali e con le politiche adottate dall'Unione Europea e dalla Banca Centrale Europea. Le crisi economiche e finanziarie degli ultimi anni, quali la crisi dei debiti sovrani e la pandemia da Covid-19, hanno reso necessario un profondo ripensamento delle strategie da parte delle istituzioni europee. A fronte di queste sfide, sono state adottate misure straordinarie come il *Quantitative Easing*, e introdotti strumenti innovativi come il *Next Generation EU*, finanziato attraverso il debito comune, con l'obiettivo di sostenere la stabilità economica dell'eurozona, ridurre i costi di finanziamento per gli Stati membri e attenuare i rischi associati alle fluttuazioni dei mercati finanziari.

Come è stato descritto nei capitoli precedenti, la gestione del debito pubblico italiano ha dovuto adattarsi a contesti economici in continua evoluzione, affrontando sfide significative e complesse. In particolare, le strategie di indebitamento hanno subito un'evoluzione sostanziale, passando da approcci tradizionali, incentrati principalmente sull'emissione di titoli di Stato a breve termine rivolti ad un mercato nazionale, a nuove modalità che comprendono un maggiore ricorso ai mercati internazionali e una preferenza per i titoli a lungo termine. Questa evoluzione è stata guidata dalla necessità di diversificare le fonti di finanziamento, ridurre i costi di gestione del debito e mitigare i rischi associati alle fluttuazioni dei tassi di interesse e dei tassi di cambio. La crescente integrazione dei mercati finanziari e l'espansione della base degli investitori hanno ulteriormente accentuato l'importanza di una gestione del debito pubblico agile e adattiva, capace di rispondere prontamente ai cambiamenti delle condizioni di mercato.

L'elaborato ha quindi esaminato la natura e la formazione del debito pubblico, esplorandone i meccanismi di finanziamento attraverso le diverse tipologie di strumenti sviluppati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, ciascuno con caratteristiche specifiche per renderli appetibili a differenti segmenti di mercato. È stato inoltre approfondito l'impatto che il debito pubblico può avere sull'economia, attraverso diverse prospettive teoriche. L'analisi ha anche tracciato l'evoluzione della gestione del debito pubblico in Italia, ponendo l'accento sulle trasformazioni che si sono rese necessarie in risposta a crisi economiche e finanziarie globali, come la crisi finanziaria del 2008, la crisi dei debiti sovrani in Europa e la crisi pandemica del 2020.

È emerso quindi come questi eventi e i successivi cambiamenti intervenuti abbiano spinto l'Italia a adattare in modo significativo le proprie strategie di gestione del debito. In particolare, gli interventi delle istituzioni europee hanno giocato un ruolo cruciale nel ridurre i costi di finanziamento per l'Italia, aumentando la liquidità del mercato dei titoli di Stato e contribuendo a stabilizzare il debito pubblico in un contesto di elevata volatilità e incertezza finanziaria. Queste misure hanno non solo abbassato i rendimenti richiesti dagli investitori, generando un notevole risparmio sulla spesa per gli interessi, ma hanno anche reso più appetibile il debito pubblico italiano, facilitando l'accesso ai mercati internazionali e attenuando le pressioni sul bilancio pubblico.

Parallelamente, la strategia italiana di gestione del debito pubblico si è evoluta verso un approccio che prevede un ribilanciamento dei titoli a breve e lungo termine, per favorire un allungamento della vita media del debito. Questa ristrutturazione è stata e sarà fondamentale per gestire in maniera più efficace i rischi di rifinanziamento e l'esposizione ai tassi di interesse, riducendo la vulnerabilità del debito pubblico alle fluttuazioni del mercato e migliorando la sostenibilità a lungo termine del debito. La maggiore attenzione alla composizione del portafoglio del debito riflette una strategia mirata non solo alla riduzione dei costi immediati, ma anche alla gestione proattiva dei rischi finanziari nel medio e lungo periodo.

Un ulteriore sviluppo rilevante è rappresentato dall'introduzione del Sistema Analisi Portafogli di Emissione (SAPE), un modello avanzato che ha permesso una gestione del debito pubblico italiano più dinamica e flessibile, offrendo strumenti analitici avanzati per prevedere con maggiore precisione le esigenze di finanziamento e per valutare tempestivamente l'impatto delle scelte di emissione sul profilo del debito, contribuendo a ottimizzare la strategia complessiva di gestione del debito.

Questi sviluppi si inseriscono in un percorso già avviato da tempo nella gestione del debito pubblico italiano, che continua a distinguersi per un approccio strutturato e tecnologicamente avanzato. Grazie a tali caratteristiche, l'Italia ha assunto un ruolo di primo piano a livello internazionale, diventando coordinatrice del *Public Debt Management Network* (PDM Network) e punto di riferimento per le *best practices* nel settore. Tale approccio, non solo favorisce la sostenibilità del debito pubblico nazionale, ma contribuisce a preservare la fiducia degli investitori, elemento cruciale per garantire condizioni di finanziamento favorevoli. In un contesto globale sempre più complesso e interconnesso, la prosecuzione di questo percorso rappresenta un fondamento essenziale per la stabilità economica del Paese e per la capacità dell'Italia di affrontare con efficacia e resilienza le sfide economiche future.

Un aspetto critico che è emerso, invece, è rappresentato dai limiti mostrati dalla politica monetaria europea la quale, sebbene abbia svolto un ruolo fondamentale nel sostenere l'economia durante le recenti crisi, ha mostrato sempre maggiori difficoltà nel generare un impatto significativo sulla crescita economica e sulla stabilità finanziaria. La politica monetaria espansiva attuata dalla BCE, attraverso strumenti come il *Quantitative Easing*, ha certamente permesso di abbassare i costi di finanziamento per gli Stati membri e di sostenere la liquidità del sistema finanziario, ma il raggiungimento del limite inferiore per i tassi di interesse di riferimento ha notevolmente limitato la capacità della BCE di stimolare ulteriormente l'economia attraverso questo canale.

È quindi emersa la necessità di un riequilibrio tra politica monetaria e politica fiscale, che ha spinto l'Unione Europea a rivalutare l'importanza della politica fiscale come strumento di stimolo economico. La politica fiscale, attraverso la spesa pubblica e gli investimenti in infrastrutture, può infatti agire in maniera più diretta sulla domanda aggregata, contribuendo alla ripresa economica e alla creazione di posti di lavoro.

Come ricordato da Mario Draghi alla *Martin Feldstein lecture* del 2023 organizzata dal *National Bureau of Economic Research*, nell'area euro manca ancora un'intesa su un bilancio condiviso per la stabilizzazione economica o sui trasferimenti fiscali tra Stati membri, sollevando dubbi sulla tenuta a lungo termine dell'unione monetaria senza un'integrazione fiscale più avanzata. Anche se il consolidamento di una capacità fiscale centralizzata è considerato un obiettivo auspicabile, in particolare per affrontare gli *shock* economici che colpiscono singole nazioni, alcuni segnali recenti indicano che questa non sia più una priorità imprescindibile.

In primo luogo, i cicli economici dei Paesi dell'eurozona risultano sempre più allineati e i meccanismi di condivisione del rischio, ad esempio nel settore bancario attraverso l'Unione Bancaria Europea, sono stati rafforzati. Inoltre, le politiche fiscali a livello nazionale hanno mostrato una maggiore capacità di stabilizzare l'economia, come dimostrato dalle misure adottate per fronteggiare la recente crisi energetica, malgrado le sfide poste dall'aumento dei tassi d'interesse e dal rallentamento economico. Parallelamente, si sta osservando un'evoluzione nel tipo di crisi che colpisce la zona euro. Eventi globali come la pandemia, la crisi del settore energetico e la guerra in Ucraina non possono più essere classificati come *shock* asimmetrici, ma piuttosto come sfide globali che richiedono risposte collettive. Di conseguenza, l'attenzione si è spostata dal supporto a singoli Paesi in difficoltà alla necessità di affrontare problematiche comuni, quali la sanità pubblica, la difesa e la transizione ecologica.

La risposta europea alla pandemia ha infatti segnato un importante punto di svolta, evidenziando l'efficacia di un approccio comune rispetto a una gestione frammentata da parte dei singoli Stati. La centralizzazione dell'acquisto dei vaccini da parte della Commissione europea, l'istituzione del fondo SURE a sostegno dei mercati del lavoro e il lancio del programma *Next Generation EU*, ne sono esempi lampanti. In particolare, NGEU rappresenta un passo importante poiché, per la prima volta, l'Unione Europea ha emesso debito comune su larga scala, aprendo la strada a una possibile evoluzione verso un'unione fiscale. La condivisione del debito tra gli Stati membri, oltre a finanziare la ripresa economica post-pandemica, ha introdotto un nuovo paradigma nella gestione del debito pubblico, rafforzando la solidarietà finanziaria tra i Paesi e contribuendo alla stabilità dell'area euro.

La prossima sfida per l'Europa sarà comprendere se sia possibile passare da politiche fiscali cicliche o provvisorie a politiche strutturali, che potrebbero aprire la strada a una futura unione fiscale. Al giorno d'oggi, questa esigenza è particolarmente evidente nei settori della transizione energetica e della difesa comune, dove è cruciale ridurre la dipendenza dalle fonti esterne e potenziare la resilienza economica interna.

L'attuale impianto istituzionale dell'UE, tuttavia, appare inadeguato per affrontare queste sfide. Con l'imminente scadenza del programma *Next Generation EU*, non vi è ancora una proposta chiara per la creazione di uno strumento federale che possa sostituirlo, soprattutto per sostenere gli investimenti necessari al completamento delle transizioni gemelle. Le normative europee sugli aiuti di Stato, inoltre, limitano l'azione dei singoli governi nell'adottare politiche industriali che vadano in questa direzione, e le attuali regole fiscali che sono state finora in vigore non offrono sufficienti deroghe per stimolare investimenti di lungo periodo. Senza un'azione decisa, l'Europa potrebbe trovarsi incapace di realizzare i propri obiettivi climatici e industriali, rischiando di perdere competitività a favore di aree economiche meno vincolate da rigidi regolamenti.

L'Unione Europea si trova così davanti a due strade. Una soluzione potrebbe essere quella di allentare le regole sugli aiuti di Stato e sulle normative fiscali, permettendo ai singoli Stati di gestire autonomamente gli investimenti, ma questo rischierebbe di frammentare il mercato unico e indebolire la capacità dell'Unione Europea di perseguire obiettivi strategici comuni. L'alternativa, che appare più sostenibile, sarebbe quella di ridefinire il quadro istituzionale e fiscale dell'Unione per renderlo più adatto alle sfide contemporanee, garantendo una risposta coordinata e collettiva ai

problemi condivisi. Questo approccio permetterebbe all'Europa di affrontare le sfide future in maniera più efficace, rafforzando la sua posizione a livello globale¹⁶⁵.

Se per ridefinire il quadro istituzionale la strada sembra ancora lunga e ricca di difficoltà, la revisione delle regole fiscali, approvata dal Parlamento Europeo nella primavera del 2024, si è resa necessaria per adattare i parametri del Patto di Stabilità e Crescita alla nuova realtà economica emersa in seguito alla pandemia. Le regole fiscali europee, concepite per mantenere la disciplina di bilancio tra gli Stati membri, sono state a lungo criticate per la loro rigidità e per l'incapacità di tenere conto delle diverse situazioni economiche nazionali, soprattutto in tempi di crisi.

In particolare, il vecchio sistema di *governance* economica ha mostrato diversi limiti, tra cui la complessità e la scarsa trasparenza, principalmente riconducibili all'utilizzo di indicatori difficili da osservare e soggetti a frequenti revisioni, hanno infatti creato incertezza tra gli Stati membri. Un ulteriore limite era rappresentato dalla regola dell'1/20, che imponeva un ritmo di riduzione del debito pubblico considerato irrealistico da molti Paesi, i quali faticavano a rispettare gli obiettivi fissati. A ciò si aggiungevano la mancanza di incentivi adeguati a incoraggiare riforme strutturali e investimenti e un monitoraggio spesso insufficiente che non garantiva una rigida applicazione delle regole stesse.

Già nel 2020, la Commissione Europea aveva avviato un processo di riesame del sistema esistente, evidenziando la necessità di un approccio più flessibile e adatto a fronteggiare crisi economiche senza compromettere la sostenibilità delle finanze pubbliche. La clausola di salvaguardia generale, attivata per consentire politiche espansive durante la pandemia e rinnovata fino al 2023, ha confermato l'urgenza di regole che potessero bilanciare stabilità e crescita economica in modo più efficace. Il nuovo quadro, elaborato attraverso un ampio dibattito pubblico e istituzionale, mira proprio a risolvere queste problematiche, mantenendo un *focus* sulla sostenibilità a lungo termine e sul coordinamento delle politiche economiche tra gli Stati membri.

Uno degli aspetti centrali della riforma è l'introduzione di norme che favoriscono un maggiore equilibrio tra stabilità finanziaria e crescita, promuovendo investimenti pubblici in settori strategici come digitalizzazione, infrastrutture e transizione ecologica. Le spese per il cofinanziamento dei programmi finanziati dall'UE non saranno infatti incluse nel calcolo del bilancio nazionale, incentivando gli Stati membri a investire senza timore di superare i limiti di spesa imposti dalle regole

¹⁶⁵ Mario Draghi, *Il prossimo volo del calabrone: il percorso verso una politica fiscale comune dell'eurozona*, "Il Federalista", Anno LXV, Numero 1, 2023, pp. 28-41, qui pp. 34-38.

fiscali. Questo nuovo approccio aiuta a evitare di incorrere in procedure per disavanzi eccessivi quando si stanno portando avanti progetti essenziali per lo sviluppo economico.

La riforma introduce anche una gestione del debito pubblico più realistica rispetto al passato, con specifici obblighi di riduzione del debito per i Paesi che superano determinate soglie. In particolare, gli Stati con un debito superiore al 90 per cento del PIL dovranno ridurlo dell'1 per cento annuo, mentre quelli con un debito compreso tra il 60 per cento e il 90 per cento saranno obbligati a una riduzione dello 0,5 per cento. In parallelo, il disavanzo pubblico dovrà essere progressivamente ridotto nei periodi di crescita economica, con l'obiettivo di raggiungere un massimo dell'1,5 per cento, così da creare riserve per eventuali periodi di crisi, incentivando l'adozione di politiche anticicliche.

Un altro aspetto rilevante della riforma riguarda l'introduzione di maggiore flessibilità per gli Stati membri nel conseguire gli obiettivi fiscali. In particolare, viene prevista la possibilità di estendere di tre anni, oltre ai quattro ordinari, il periodo per l'adeguamento dei piani di riduzione del debito e del disavanzo, sulla base di criteri specifici o in presenza di particolari circostanze che saranno valutate dal Consiglio. La riforma prevede inoltre un rafforzamento del dialogo tra la Commissione Europea e gli Stati membri, offrendo l'opportunità di rivedere i piani nazionali di bilancio in caso di cambiamenti rilevanti come, ad esempio, a seguito di un cambio di governo. A ciò si aggiunge una maggiore enfasi sul monitoraggio indipendente delle politiche fiscali, potenziando il ruolo delle istituzioni nazionali di bilancio, che avranno il compito di garantire la coerenza delle previsioni finanziarie e di assicurare la sostenibilità dei piani di spesa¹⁶⁶.

La revisione delle regole fiscali dell'Unione Europea offre dunque un'importante occasione per ridefinire l'approccio alla gestione del debito e alle politiche fiscali, con l'obiettivo di promuovere un equilibrio più efficace tra stabilità macroeconomica e crescita sostenibile. Un quadro fiscale riformato, caratterizzato da regole più flessibili e adattabili, insieme a un monitoraggio rigoroso della qualità della spesa pubblica, potrebbe favorire un utilizzo più efficiente delle risorse comuni, incoraggiando investimenti strategici in settori cruciali come la digitalizzazione, la transizione ecologica e le infrastrutture.

All'interno di questo processo, emerge la necessità di rivedere l'allocazione dei poteri fiscali, poiché regole automatiche e stringenti a livello centrale possono funzionare solo se accompagnate da un aumento della spesa gestita a livello comunitario. In altre parole, per rendere credibile un sistema

¹⁶⁶ Parlamento Europeo, *Patto di Stabilità: i deputati approvano le nuove regole di bilancio*, 2024. Disponibile su: <https://www.europarl.europa.eu/news/it/press-room/20240419IPR20583/patto-di-stabilita-i-deputati-approvano-le-nuove-regole-di-bilancio>.

di regole fiscali rigide, è indispensabile che una parte della spesa, specialmente quella destinata agli investimenti in obiettivi comuni come il clima e la difesa, venga federalizzata e gestita a livello centrale¹⁶⁷.

Attualmente, l'Unione Europea si trova a fronteggiare un fabbisogno finanziario significativo per il raggiungimento dei suoi obiettivi strategici, stimato tra i 750 e gli 800 miliardi di euro annui, pari al 4,4 - 4,7 per cento del PIL comunitario nel 2023. Questo ingente fabbisogno si scontra con un esiguo bilancio europeo che ammonta a poco più dell'1 per cento del PIL comunitario, risultando di fatto insufficiente. Tale discrepanza limita la capacità dell'UE di finanziare e portare a termine tutti i progetti strategici e di ampio respiro che sono stati indicati come prioritari dalla scorsa legislatura europea. Nonostante i tentativi di riforma del Quadro Finanziario Pluriennale (QFP) 2021-2027, le risorse continuano a essere assorbite principalmente a settori tradizionali come la coesione e la politica agricola comune (61,4 per cento), lasciando poche risorse disponibili per nuove priorità strategiche. Questa rigida distribuzione ostacola non solo la capacità di adattarsi a sviluppi imprevedibili, ma anche la possibilità di promuovere progetti innovativi e fondamentali per il futuro dell'Unione.

In questo contesto, emerge chiaramente che se la disparità tra i bilanci nazionali e quello comunitario non viene affrontata, nessun singolo Paese sarà in grado di garantire da solo obiettivi comuni come la sicurezza climatica o la difesa collettiva. Una gestione più integrata delle risorse fiscali, attraverso una parziale federalizzazione della spesa per investimenti condivisi, potrebbe rendere l'utilizzo dello spazio fiscale più efficiente e permettere una risposta più coordinata alle sfide comuni. Inoltre, l'emissione di debito comune per finanziare tali investimenti potrebbe ampliare lo spazio fiscale collettivo, sfruttando la fiducia che gli investitori già ripongono nella capacità dell'UE di gestire il debito a costi inferiori rispetto alla media ponderata degli Stati membri.

L'emissione di un *asset* comune sicuro potrebbe dunque rappresentare una soluzione chiave per rafforzare l'Unione Economica e Monetaria e sostenere gli investimenti necessari per realizzare progetti strategici su scala europea. Un tale strumento faciliterebbe la determinazione dei prezzi delle obbligazioni societarie e dei derivati, migliorando la trasparenza e la comparabilità dei mercati finanziari europei. Inoltre, titoli di debito comune offrirebbero una garanzia utilizzabile da tutti gli Stati membri, in ogni segmento di mercato, favorendo una maggiore liquidità, riducendo i costi del capitale e accrescendo l'attrattiva del mercato finanziario europeo a livello globale. Questo strumento, oltre a migliorare l'efficienza dei mercati, potrebbe rafforzare il ruolo dell'euro come valuta

¹⁶⁷ Draghi, *Il prossimo volo del calabrone: il percorso verso una politica fiscale comune dell'eurozona*, cit., p. 39.

di riserva internazionale, consolidando così la stabilità economica e finanziaria dell'UE nel suo complesso.

L'esperienza positiva del programma *Next Generation EU* ha dimostrato che l'emissione di debito comune è un modello efficace per il finanziamento di progetti di investimento congiunti. Tuttavia, per rendere questa pratica sistematica e sostenibile, è necessario rafforzare il quadro normativo che garantisca la sostenibilità del debito nazionale, assicurando che tutti gli Stati membri possano contribuire senza compromettere la propria stabilità fiscale. È però essenziale che l'emissione di *asset* comuni rimanga strettamente legata a missioni specifiche e a progetti strategici, in modo da orientare gli interventi finanziari verso obiettivi di lungo termine, favorendo la resilienza e la coesione dell'Unione¹⁶⁸.

In conclusione, le prospettive per la gestione del debito pubblico italiano si inseriscono in un quadro di crescente integrazione con le politiche fiscali ed economiche dell'Unione Europea, con la necessità di mantenere un delicato equilibrio tra responsabilità fiscale e solidarietà a livello comunitario. La capacità di adattarsi a contesti globali in costante evoluzione risulta fondamentale per garantire la sostenibilità del debito pubblico. Le misure straordinarie adottate dall'Unione Europea, come il *Next Generation EU* e il *Quantitative Easing*, hanno dimostrato l'importanza di un coordinamento più stretto tra politica monetaria e fiscale, offrendo un sostegno essenziale ai Paesi membri, Italia compresa, nella riduzione dei costi di finanziamento e nel rafforzamento della fiducia dei mercati.

Come affermato dal Presidente della Repubblica Sergio Mattarella nel suo intervento al Forum di Cernobbio a settembre 2024, l'Italia è un “debitore onorabile” ma il completamento dell’“edificio finanziario europeo” resta comunque un passaggio essenziale per consentire una gestione più equa e sostenibile del debito, riducendo le disparità tra gli Stati membri e rafforzando la stabilità economica complessiva dell'Unione.

Tuttavia, rimangono sfide cruciali da affrontare: sarà fondamentale assicurare che il debito pubblico italiano continui a essere gestito con una strategia proattiva, orientata non solo alla riduzione del suo peso complessivo, definita un'esigenza “ineludibile”, ma anche alla gestione dei rischi associati alle fluttuazioni dei mercati e alle condizioni economiche globali. Parallelamente, sarà indispensabile promuovere una maggiore efficienza e trasparenza nell'utilizzo dei fondi comuni, per garantire che gli investimenti pubblici sostengano una crescita economica sostenibile e inclusiva.

¹⁶⁸ Mario Draghi, *The future of European competitiveness: A competitiveness strategy for Europe*, Commissione Europea, 2024, pp. 59-61.

Non si tratta puramente di una questione finanziaria, ma “costituisce una questione civile, sociale e democratica, intersecando le questioni della libertà economica e dell'eguaglianza dei cittadini e della credibilità internazionale di uno Stato”.

In definitiva, l'Italia, adottando un approccio innovativo e disciplinato nella gestione del proprio debito pubblico, avrà l'opportunità di consolidare la propria posizione nel contesto europeo, assumendo un ruolo di maggiore rilevanza nella promozione della stabilità macroeconomica all'interno dell'Unione. Una gestione del debito orientata alla sostenibilità di lungo periodo, alla diversificazione delle fonti di finanziamento e alla mitigazione dei rischi connessi alle fluttuazioni del mercato, consentirà non solo di rafforzare la credibilità finanziaria del Paese a livello internazionale, ma anche di contribuire in modo significativo al processo di integrazione economica e fiscale a livello comunitario.

In questo quadro, l'Italia potrà fungere da catalizzatore per il rafforzamento dell'Unione Europea, facilitando l'adozione di politiche fiscali condivise e contribuendo alla costruzione di un sistema economico europeo più resiliente e coeso. Il ruolo attivo dell'Italia nel miglioramento della gestione del debito pubblico, in sinergia con le istituzioni europee, risulterà determinante per affrontare con efficacia le sfide globali emergenti, dalle crisi finanziarie ai mutamenti climatici, favorendo una risposta comune basata su principi di solidarietà e responsabilità fiscale che, se sostenuta nel tempo, potrà contribuire in modo sostanziale alla tenuta economica e alla credibilità internazionale dell'Unione Europea nel suo complesso.

BIBLIOGRAFIA

Ayhan Kose M., Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, Naotaka Sugawara, *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, World Bank Group, 2021.

Baldi Francesco, Massimiliano Parco, Valerio Mancini, *Il debito pubblico in Italia. Analisi e prospettive*, Rome Business School, 2024.

Balibek Emre, Hamdi Alper Memis, *Turkish Treasury Simulation Model for Debt Strategy Analysis*, World Bank Policy Research Working Paper, 2012.

Banca Centrale Europea, *Rapporto annuale 2020*, Francoforte, 2021.

Barro Robert, *Are Government Bonds Net Wealth?*, "Journal of Political Economy", 1974.

Barro Robert, *On the Determination of the Public Debt*, "Journal of Political Economy", 87, 1979.

Bassi Maria Luisa, *La gestione del debito pubblico*, Roma, FrancoAngeli, 1992.

Bebes András, Dávid Tran, László Bebesi, *Optimizing the Hungarian Government Debt Portfolio*, Proceedings of Economics and Finance Conferences, Roma, International Institute of Social and Economic Sciences, 2018, pp. 47-60.

Bergström Pål, Anders Holmlund, Sara Lindberg, *The SNDO's Simulation Model for Government Debt Analysis*, Swedish National Debt Office, 2002.

Bernaschi Massimo, Roberto Morea, Lucio Sarno, Fabrizio Tesseri, Federica Verani, Davide Vergni, *An Integrated Approach to Cost-Risk Analysis in Public Debt Management*, Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2020.

Brunazzo Marco, Vincent Della Sala, «Adesso le cose sono cambiate»: Matteo Renzi e l'Unione Europea, "Rivista Italiana di Politiche Pubbliche", Fasc. 1, il Mulino, 2016, pp. 115-134.

Buchanan James, *Barro on the Ricardian Equivalence Theorem*, "Journal of Political Economy", 1976.

Buchanan James, Gordon Tullock, *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*, Ann Arbor, The University of Michigan, 1962.

Buseti Fabio, Pietro Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, "Questioni di Economia e Finanza", Banca d'Italia, Numero 201, 2013.

Capati Andrea, Marco Improta, *Dr. Jekyll and Mr. Hyde? The Approaches of the Conte Governments to the European Union*, "Italian Political Science", Volume 16, 2021.

Castronovo Valerio, *Chi vince e chi perde. I nuovi equilibri internazionali*, Bari-Roma, Editori Laterza, 2020.

Consiglio dell'Unione Europea, *Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi*, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, L 287, 29 ottobre 2013, pp. 63–89.

Consiglio dell'Unione Europea, *Regolamento (UE) n. 627/2020, del 19 maggio 2020, che istituisce uno strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza (SURE) a seguito della pandemia di Covid-19*, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, L 159, 20 maggio 2020, pp. 1–7.

Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea, *Decisione (UE) n. 774/2015 della Banca Centrale Europea del 4 marzo 2015 su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (BCE/2015/774)*, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, L 121, 14 maggio 2015, pp. 20-24.

Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea, *Decisione (UE) n. 188/2020 della Banca Centrale Europea del 3 febbraio 2020 su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari (BCE/2020/9) (rifusione)*, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, L 39, 12 febbraio 2020, pp. 12-18.

Corte dei conti, *Rapporto sul coordinamento della finanza pubblica*, Roma, 2018.

Coşkun Cangöz M., Eric Bouyé, *Debt Management in Uncertain Times: a background paper*, in *Debt Management in Uncertain Times: PDM Network Conference Proceedings Paris 2019*, Roma, Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2020, pp. 7-16.

Cova Pietro, Giuseppe Ferrero, *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*, "Questioni di Economia e Finanza", Banca d'Italia, Numero 270, 2015.

Crismani Andrea, *Il problema della gestione del debito pubblico*, "Giustizia amministrativa", Volume 7, 2011.

D'Ippoliti Carlo, Alessandro Roncaglia, *L'Italia: una crisi nella crisi*, "Moneta e Credito", vol. 64, n. 255, 2011, pp. 189-227.

Di Domenico Germana, *I social bond europei dello strumento "Sure" per la tutela di lavoro e reddito: un'esperienza di successo quale risposta coordinata e compatta alla crisi pandemica*, "Rivista italiana di Public Management", vol. 5, n. 1, 2022, pp. 152-167.

Di Taranto Giuseppe, *Finanza e debito pubblico in Italia tra età moderna e contemporanea*, "Rivista di Storia Finanziaria", 15, 2005.

Draghi Mario, *L'euro, la politica monetaria, le riforme*, discorso in occasione della cerimonia di conferimento della laurea *honoris causa* in Scienze Politiche all'Università LUISS "Guido Carli", Roma, 6 maggio 2013.

Draghi Mario, *Il prossimo volo del calabrone: il percorso verso una politica fiscale comune dell'eurozona*, "Il Federalista", Anno LXV, Numero 1, 2023, pp. 28-41.

Draghi Mario, *The future of European competitiveness: A competitiveness strategy for Europe*, Commissione Europea, 2024.

Evangelopoulos Panagiotis, *The Restoration of Fiscal Stability. A Public Choice Approach on the Problem of Public Debt*, "Theoretical Economics Letters", 8, 2018.

Fratianni Michele, Franco Spinelli, *Storia monetaria d'Italia. Lira e politica monetaria dall'Unità all'Unione Europea*, Etas, 2001.

Folz Hans-Ernst, *State Debt*, “Encyclopedia of Public International Law”, vol. VII, Amsterdam, 1985, pp. 484-488.

Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale, *Revised Guidelines for Public Debt Management*, Washington, D.C., International Monetary Fund, 2015.

Jamieson Bolder David, *A Stochastic Simulation Framework for the Government of Canada’s Debt Strategy*, Working Paper No. 2003-10, Bank of Canada, 2003.

Jamieson Bolder David, Simon Deeley, *The Canadian Debt-Strategy Model: An Overview of the Principal Elements*, Discussion Paper 2011-3, Bank of Canada, 2011.

Nicola Lupo, *Next Generation EU e sviluppi costituzionali dell’integrazione europea: verso un nuovo metodo di governo*, “Diritto Pubblico”, Fasc. 3, il Mulino, 2022, pp. 729-755.

Musu Ignazio, *Il debito pubblico*, il Mulino, 1998.

Parlamento europeo e Consiglio dell’Unione Europea, *Regolamento (UE) n. 806/2014, del 15 luglio 2014, che istituisce norme e una procedura uniforme per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro di un Meccanismo di risoluzione unico e di un Fondo di risoluzione unico*, Gazzetta ufficiale dell’Unione Europea, L 225, 30 luglio 2014, pp. 1–90.

Parlamento europeo e Consiglio dell’Unione Europea, *Direttiva 2014/49/UE, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi*, Gazzetta ufficiale dell’Unione Europea, L 173, 12 giugno 2014, pp. 149–178.

Pede Greta, *La riforma strutturale del sistema bancario europeo*, Tesi di dottorato, Università Commerciale Luigi Bocconi, Milano, 2018.

Pitruzzella Giovanni, *Crisi economica e decisioni di governo*, “Quaderni costituzionali”, vol. 34, n. 1, 2014, pp. 29-49.

Ricolfi Luca, *La vulnerabilità dei conti pubblici dell’Italia*, Fondazione David Hume per il Sole 24 Ore, 2015.

Ries Mathias, *The Role of the Central Bank, Banks and the Bond Market in the Paradigm of Monetary Analysis*, Doctoral dissertation, Bayerische Julius-Maximilians-Universität Würzburg, 2017.

Rossi Salvatore, *Breve racconto dell'Italia nel mondo attraverso i fatti dell'economia*, il Mulino, 2023.

Rossi Salvatore, *La politica economica italiana dal 1968 a oggi*, Editori Laterza, 2020.

Sarcinelli Mario, *L'Unione bancaria europea*, "Banca Impresa Società", vol. XXXI, n. 3, il Mulino, 2012, pp. 333-338.

Sarcinelli Mario, *L'unione bancaria europea e la stabilizzazione dell'Eurozona*, "Moneta e Credito", vol. 66, n. 261, 2013, pp. 7-42.

Signorini Luigi Federico, *Le banche e gli anni di Basilea III*, intervento alla 53ª Giornata del Credito, Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito, Roma, 2021.

Spaventa Luigi, *Debito pubblico*, Enciclopedia delle scienze sociali, 1992.

Talamo Giuseppina, Michele Sabatino, *Le teorie economiche tradizionali e i nuovi approcci alla recente crisi economica e finanziaria*, Università Kore di Enna, 2017.

Tedoldi Leonida, Alessandro Volpi, *Storia del debito pubblico in Italia. Dall'Unità a oggi*, Editori Laterza, 2021.

Tesseri Fabrizio, *Intervista rilasciata all'autore*, in "Appendice", Roma, 16 luglio 2024.

The European House - Ambrosetti, *La fine del Quantitative Easing in Europa e impatti sull'Italia*, Ambrosetti Club, 2018.

Tuori Klaus, *The ECB's Unconventional Quantitative Easing is Turning to Conventional Monetary Policy*, in Thomas Beukers, Diane Fromage, e Giorgio Monti (a cura di), *The New European Central Bank*, Oxford University Press, 2022, pp. 59-78.

Viterbo Annamaria, Roberto Cisotta, *La Crisi del debito sovrano e gli interventi dell'UE: dai primi strumenti finanziari al Fiscal Compact*, "Il Diritto dell'Unione Europea", Anno XVII Fasc. 2, Giuffrè Editore, 2012, pp. 323-366.

SITOGRAFIA

<https://www.mef.gov.it> Sito del Ministero dell'Economia e delle Finanze

<http://www.treccani.it/enciclopedia/> Sito dell'Enciclopedia on line Treccani

<https://osservatoriocpi.unicatt.it> Sito dell'Osservatorio conti pubblici italiani

<https://www.bancaditalia.it> Sito della Banca d'Italia

<https://www.oecd.org> Sito dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico

<https://eur-lex.europa.eu> Banca dati normativa dell'Unione Europea

<https://ec.europa.eu/eurostat> Sito dell'Ufficio statistico dell'Unione Europea

<https://www.ecb.europa.eu> Sito della Banca Centrale Europea

<https://www.consob.it> Sito dell'Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari

https://commission.europa.eu/index_it Sito della Commissione Europea

<https://www.europarl.europa.eu/portal/it> Sito del Parlamento Europeo

<https://temi.camera.it/leg19/> Sito della documentazione parlamentare della XIX legislatura
della Camera dei deputati

APPENDICE

Intervista a Dott. Fabrizio Tesseri – MEF

L'intervista sarà semi-strutturata. Le domande che seguono potrebbero essere soggette a modifiche e/o aggiunte nel corso dell'intervista

PARTE 1

Dopo gli accordi di Maastricht e l'arrivo dell'euro abbiamo visto come l'Italia - per rientrare nei parametri stabiliti dai trattati - abbia iniziato a dare segnali di riduzione del rapporto debito/Pil. Ciò nonostante, in seguito alla crisi finanziaria del 2008, tale rapporto ha avuto un nuovo sussulto, culminato con la crisi dei debiti sovrani tra il 2011 e il 2012. Dopo un appiattimento negli ultimi anni, nuovi *shock* esogeni come la crisi pandemica e lo scoppio della guerra in Ucraina hanno rimesso in difficoltà il bilancio dello Stato.

Dal suo punto di vista interno alla struttura di gestione del debito pubblico italiano:

1. Quali sono state le principali novità introdotte in questo arco di tempo per affrontare le crisi sopra citate?
2. Come si sono sviluppati i modelli previsionali e gli strumenti di analisi utilizzati per pianificare la strategia di finanziamento del debito? Si è fatto riferimento a modelli sviluppati in altri Paesi o è stato sviluppato un modello interamente italiano?
 - a. In caso di risposta affermativa, come funziona il modello di gestione italiano? Quali sono le priorità che intende perseguire e a che parametri fa riferimento per effettuare le analisi e sviluppare le previsioni?

PARTE 2

La crisi dei debiti sovrani ha messo a dura prova la tenuta dell'Area Euro, costringendo la Banca Centrale Europea a cambiare i propri paradigmi e ad attivare programmi come il *Quantitative Easing* che hanno sicuramente inciso sulle possibilità di indebitarsi di alcuni Paesi, compresa l'Italia.

3. Alla luce di questi interventi a livello comunitario cosa è cambiato nella gestione del debito pubblico in Italia? Quali sono stati i principali vantaggi che si sono riusciti ad ottenere?
4. Ci sono stati altri interventi a livello comunitario che hanno avuto un impatto nella gestione del debito pubblico, come ad esempio la riorganizzazione del sistema bancario?
5. In che modo tutti questi interventi hanno reso l'intero sistema più predisposto ad affrontare nuove crisi?

PARTE 3

La fine del *Quantitative Easing* nel 2018 e l'avvio del cosiddetto *Quantitative Tightening* nel 2023 hanno cambiato nuovamente il modo di indebitarsi dei Paesi dell'Area Euro. Con l'avvio di programmi di spesa comunitari come SURE e NGEU in risposta alla crisi pandemica, inoltre, sono cambiati i paradigmi della politica economica europea.

6. L'Italia si è fatta trovare pronta alla fine del QE? Quali strategie sono state attuate per rendere più appetibili i Titoli di Stato sul mercato ora che non c'è più la sicurezza di un successivo acquisto sul mercato secondario da parte della BCE?
7. Ritiene che strumenti come NGEU, finanziato con copiosi strumenti di debito comune, potranno essere riproposti in futuro o si è trattato solo di un evento isolato dovuto alle contingenze critiche? È in questo contesto che possiamo parlare di reminiscenza della politica fiscale a dispetto della politica monetaria?
8. Gli ambiziosi progetti europei che sembrano palesarsi all'orizzonte (difesa comune, *twin transition*...) potranno mai vedere la luce senza una politica fiscale e di debito comune?
 - a. Dovesse concretizzarsi questa situazione, quale ritiene potrebbero essere le sfide future per la struttura di gestione del debito pubblico in Italia?

→ *Iniziamo l'intervista, la ringrazio per la sua disponibilità e per il materiale che mi ha cortesemente fornito. Ho avuto modo di esaminare alcuni dei paper che mi ha suggerito e, prendendo spunto da essi, desidererei approfondire l'evoluzione della struttura e della gestione del debito pubblico in Italia partendo dalle domande che le avevo precedentemente inviato. Potrebbe dunque illustrarmi le principali novità introdotte negli ultimi trent'anni, a partire dagli accordi di Maastricht fino ad oggi, per affrontare le crisi dei debiti sovrani e la pandemia da Covid-19?*

Parto dall'inizio degli anni Novanta, quando si è prodotto un cambiamento radicale nella gestione del debito in coincidenza con la crisi della finanza pubblica prima e, successivamente, con la decisione del Paese di entrare a far parte del gruppo iniziale della nascente Unione monetaria, che ha portato cambiamenti profondi nelle scelte di lungo termine. Nel '92 e '93, in particolare, c'era stato un "attacco speculativo" alla Lira e alla Sterlina, che aveva portato tra l'altro alla necessità di svalutare il cambio e impattava l'inflazione già molto alta. Per tutti gli anni Ottanta e all'inizio degli anni Novanta, infatti, il Paese aveva sperimentato alti alti tassi di inflazione e conseguentemente alti tassi d'interesse che pagava sul debito. In verità, il tasso reale era molto più contenuto, essendo in parte compensato proprio dall'inflazione, ma questo comunque degli effetti dal punto di vista economico e anche dal punto di vista della gestione del debito. Infatti, a parità di altre condizioni, l'inflazione produce la cosiddetta polverizzazione del debito, essendo il debito una grandezza nominale, un alto tasso di inflazione riduce il peso in termini reali e devaluta il debito.

All'epoca, però, la struttura del debito era esattamente l'opposto rispetto a quella che è oggi: era una struttura che vedeva la grandissima parte dei titoli essere a tasso variabile o comunque a velocità di *refixing* molto elevata, perché erano prevalentemente BOT (scadenze a 6-12 mesi) e CCT (legati ai rendimenti dei BOT). I tassi di interesse venivano quindi rifissati molto velocemente. Nel momento in cui si inizia un percorso di stabilizzazione dell'inflazione e rientro dei tassi, per poter essere allineati a quelle che erano le politiche dell'Unione monetaria, si è intervenuti anche su questo parametro e si è iniziato un percorso continuo e radicale in questa direzione. Nel 1993, oltre il 60 per cento del debito era a tasso variabile, tra BOT e CCT, oggi, a giugno 2024, quasi il 75 per cento del debito è a tasso fisso. Il 71,5 per cento è costituito da BTP a tasso fisso. Il primo cambiamento quindi è stato questo, è stato graduale, però basta dire che già prima della crisi finanziaria del 2007-2008 avevamo il 65 per cento di titoli a tasso fisso. Questo cambiamento nella composizione ha portato a modifiche nelle metriche di rischio, portando la vita media del debito, che nel '92-'93 era

4,6 anni, intorno ai 7 anni. Considerando anche i prestiti europei arriviamo oggi ad oltre il 78 per cento di titoli a tasso fisso e con una vita media del debito pari a 7,28 anni.

Unione monetaria e il mercato unico dei capitali hanno comportato, nella prima fase, l'essere presenti tutti sullo stesso mercato. Fino al 2007-08, e poi nel 2011-12 con la crisi del debito sovrano, se si guarda all'andamento di tutti gli *spread* e di tutte le metriche in valore relativo, non c'era apprezzamento del credito, cioè il mercato non assegnava un diverso merito di credito ai diversi debiti sovrani, lo *spread* BTP-BUND era praticamente inesistente, così come tutti gli altri *spread*. Già nel 2007 dopo la crisi dei *subprime* e il fallimento di Lehman Brothers nel 2008, ma ancora di più a partire dal 2010, dopo la crisi greca, il mercato ha cominciato ad assegnare in maniera molto rilevante diversi meriti di credito ai diversi emittenti, in funzione principalmente dei fondamentali economici, seguiti poi da dinamiche di mercato. Questo ha portato a dover cercare di adattare le strategie di emissione del debito italiano in funzione del contesto.

Facendo un passo avanti, nella fase della crisi finanziaria ci siamo confrontati con il contingente e dal punto di vista tattico abbiamo reagito: nel momento in cui gli *spread* schizzavano e il costo per finanziarsi a lungo termine aumentava, ovviamente si è ridotta la vita media del debito e le emissioni sono state traslate verso la parte della curva a breve termine e a minor costo. L'effetto del cambiamento tattico del 2011-12 non è stato istantaneo, sicuramente per via delle dimensioni del nostro *stock* di debito, ma si è avuto 3-4 anni più tardi: la vita media si era ridotta da 7,2 anni a 6,4 anni, proprio perché gli anni della crisi siamo stati costretti a ridurre le emissioni a medio-lungo termine.

→ *Comunque, il fatto di aver preventivato la crisi ha permesso al Dipartimento del Tesoro del Ministero di adattarsi abbassando la vita media.*

Esattamente, c'era questa possibilità. Consideri che, se fotografiamo la situazione attuale, la vita media del debito italiano non è tra le più lunghe, anzi, ma c'è anche una ragione di mercato: la curva dei rendimenti ha un'inclinazione positiva e significa che quando le cose funzionano normalmente il tasso a lungo termine è più alto del tasso a breve termine; quindi, emettere a lungo termine ti permette di fissare un costo di finanziamento per diversi anni però a costo maggiore: c'è un equilibrio da perseguire per tutti gli emittenti.

Noi abbiamo un nostro modello, sviluppato internamente con l'aiuto del CNR e dell'Istituto di Alta Matematica. Il modello si chiama SAPE ed è un modello *cost at risk* che si basa sul modello di proiezione di Nelson - Siegel: si fanno simulazioni su diversi scenari di tassi e altre variabili e sulla base di questi scenari si applica lo *stock* di debito organizzato per "portafogli tipo" per definire e individuare il portafoglio ottimale. I Paesi in via di sviluppo e quelli emergenti spesso guardano noi,

perché a livello OCSE siamo i coordinatori del *PDM Network*. Chiaramente questo è un esercizio teorico su basi concrete che però poi deve essere testato sul mercato.

Aver allungato in precedenza la vita media ha permesso di potersi adattare in un secondo momento.

Avere la vita media lunga fa sì che l'aumento istantaneo del costo del finanziamento non si riflette immediatamente sul costo del debito, ma ci mette circa sette anni. Prima che l'aumento di cento punti base parallelo lungo tutta la curva dei rendimenti venga introiettato nella struttura del costo del debito ci vuole tutto il tempo di rifinanziamento, tempo in cui i tassi possono cambiare ancora e scendere nuovamente. In quel momento, all'apice della crisi del 2011, sono state fatte emissioni per dare il giusto segnale al mercato, ma allo stesso tempo si è diminuita leggermente la vita media delle emissioni per poter essere un po' più flessibili.

Dal 2018 in poi si è iniziato un cambiamento ulteriore nella strategia, una sua evoluzione. Avendo un debito così grande, emettere qualche miliardo in più di titoli a lungo termine, ha un effetto sulle metriche di rischio (vita media, *refinancing risk* a un anno o cinque anni) pressoché irrilevante. Ha molto più effetto ridurre gradualmente, ma con continuità, l'ammontare di emissioni sulla parte breve della curva, tra 0 e 3 anni: diminuire le emissioni di BOT e BTP "corti" e aumentare gradualmente e prudentemente le emissioni sulle scadenze nel tratto di curva oltre i 3 anni.

Un esempio che esplicita questa strategia è lo strumento CTZ (certificato del tesoro zero-coupon): sostanzialmente, un BOT a due anni. È stato eliminato e sostituito dal BTP *short term*, che ha più o meno la stessa durata ma tutte le caratteristiche proprie dei BTP e che nel tempo sarà coinvolto in questo processo di riduzione delle emissioni nella parte breve, senza escludere il suo superamento nel futuro.

Per contestualizzare questa strategia, si consideri che durante la crisi covid l'Italia è stato l'unico Paese europeo che, invece che aumentare il ricorso ai BOT per finanziare le spese conseguenti la pandemia, lo ha ridotto, passando da una quota del 12 per cento all'attuale 10,5 per cento, tuttora in riduzione. Non si possono e non vogliamo eliminarli completamente, perché hanno comunque una loro funzione e utilità rilevante, però l'idea è quella di emettere meno tra 0 e 3 anni e distribuire quello che emettiamo tra i 3 e 10 anni. Se poi il mercato lo permette si può andare anche oltre.

Facendo così si avrà l'effetto di allungare la vita media, ridurre il rischio di rifinanziamento a 1 anno e 5 anni e si otterrà un effetto di mercato importante: infatti, se offro meno nella parte breve, la domanda spinge al ribasso i rendimenti sul nodo a 2 anni e "ancora" questo nodo. Se si guarda, oltre che agli *spread* a dieci anni, anche agli *spread* a due anni e si vede una differenza di 30 o 50 punti base tra un Paese come il nostro e, ad esempio, la Spagna o la Germania, vuol dire che c'è qualcosa che non va: è un non senso perché sulla parte breve della curva la determinante dei tassi

dovrebbe essere la politica monetaria. Se un Paese paga 30 o 50 punti base in più di un altro, nella stessa area valutaria, è un non senso: o il Paese è veramente a rischio e il mercato prezza questo rischio, o è come se fossero due aree valutarie diverse. Perché significherebbe che in Italia il tasso di interesse di riferimento non è il 3 per cento, per esempio, ma il 3,50 per cento. Infatti, se il Tesoro si finanzia a un tasso più alto, le banche nazionali a loro volta si finanzieranno a un tasso più alto, il che significa che le condizioni di finanziamento per le imprese saranno a un tasso più alto dei Paesi appartenenti alla stessa area valutaria. Da qui l'importanza di una sana gestione della finanza pubblica, percepita tale dal mercato, e una prudente e lungimirante gestione del debito pubblico.

→ *Perché allora si verifica questo non senso se ci troviamo tutti nella stessa area valutaria?*

Il non senso si verifica per effetti di mercato.

Ci sono dei rischi, tra cui il rischio rifinanziamento, che in Italia sulla parte breve della curva è tra i più alti d'Europa, che si cerca di ridurre ancorando la parte breve della curva.

Se la curva è inclinata positivamente e ancora la parte breve, succede che l'investitore che vuole il rendimento più alto, trovandone uno troppo basso sulla parte breve, si allunga sulla curva andando a comprare titoli con scadenza più lunga. Così facendo, a parità di offerta aumenta la domanda e quindi viene ad abbassarsi anche la parte lunga della curva.

Un ruolo rilevante in queste dinamiche lo gioca il cosiddetto *carry*.

Il *carry*, che è la differenza tra tasso di rifinanziamento e il rendimento di un titolo.

Uno dei modi di investire degli investitori professionali, infatti, è comprare un certo quantitativo di titoli, darlo in prestito ottenendo indietro la liquidità corrispondente. Il tasso di interesse che si paga per avere quella liquidità va a ridurre il rendimento che hai sul titolo. Se si fa questo tipo di investimento e si trova che sulla parte a due anni il rendimento è troppo basso, per avere un *carry* positivo ci si deve per forza spostare sulla parte più lunga della curva. Questo porta ad abbassare automaticamente anche la parte della curva, a 5, 7, 10 anni, permettendo di ridurre il costo di rifinanziamento per l'emittente.

→ *L'obiettivo di questo ufficio è stato quindi quello di agire sulla parte bassa della curva, ancorandola intorno ai 2 anni, per incentivare gli altri investitori a spostarsi sulla parte più alta. Ma siccome molti investitori ricercano un rendimento maggiore devono poi spostarsi sulla parte lunga della curva.*

Esatto, tenga sempre presente che la legge della domanda e dell'offerta rimane sempre valida.

In aggiunta a questo, dal 2012 si è iniziato a fare emissioni dedicate al *retail*, prima con il BTP Italia, a cui sono stati affiancati i BTP Futura, durante la pandemia, e più recentemente il BTP Valore, per tornare a proporre strumenti semplici e attraenti per gli investitori *retail* che comprano anche i tradizionali BOT e BTP. Quindi, la crescita della quota di titoli detenuti dal *retail* non è solo funzione dell'emissione di titoli a loro dedicati, ma anche banalmente dal contesto di mercato. Cioè, con i tassi alti i risparmiatori sono incentivati a non lasciarli sul conto corrente che rende zero, ma a comprare titoli con un rendimento positivo.

Investitori *retail* sono i non istituzionali.

Perché questo? Perché dovendo emettere 350 miliardi di medio lungo termine ogni anno, in media, è meglio avere una platea di investitori più larga e diversificata possibile.

→ *Proseguendo con le domande, potrebbe illustrarmi quali sono gli obiettivi principali della struttura di gestione del debito italiano?*

L'obiettivo fondamentale è da sempre quello di tenere sotto controllo il costo del debito e assicurare il servizio del debito, cioè pagare sempre quanto dovuto, ovviamente facendolo al costo più basso, e cercando di limitare i rischi principali per un emittente, ossia il rischio di tasso e il rischio di rifinanziamento. Distribuire il più possibile le scadenze è fondamentale per ridurre il rischio di rifinanziamento.

Questo ha anche un effetto su altra metrica, che è la *sensitivity*, praticamente la derivata prima, cioè se considero il debito un tutt'uno, quanto impatta la spesa degli interessi un aumento istantaneo di cento punti base della curva dei rendimenti? Impatta il primo anno lo 0,13 per cento del PIL, poi 0,25 ecc.... questo significa che in virtù della vita media del debito, l'aumento dei tassi d'interesse non si ripercuote tutto improvvisamente, ma si vedrà nel tempo.

L'obiettivo della gestione del debito è quindi far sì che questo effetto sia sempre più diluito e allo stesso tempo cercare di ridurre i costi. Ridurre il costo senza aumentare la *sensitivity*, in modo tale da avere l'effetto positivo di avere sia sotto controllo il costo nel presente ma anche e soprattutto nel futuro, considerato che il debito sta qui per restare un bel po' di tempo.

→ *I parametri si sono modificati, la vita media non è più la sola metrica di riferimento per valutare il debito. Com'è cambiato il sistema di valutazione, quali sono le nuove metriche e quali sono quelle che il sistema di gestione del debito pubblico italiano usa?*

Le metriche sono le stesse che esistevano già prima, si tratta di una diversa considerazione e diverso approccio. Le metriche fondamentali sono la vita media, e il *refinancing risk*, oltre il *refixing* che però è in funzione della vita media.

Il più importante è il *refinancing risk* perché, considerando la strategia che sta venendo attuata per ridurre il più possibile il rischio nella parte breve della curva, se io riduco l'ammontare di debito da rifinanziare ogni anno, anche dal punto di vista della finanza pubblica produco una situazione migliore, più "rilassata". L'obiettivo è quello di non avere più queste grosse montagne di scadenze ogni anno, o quanto meno di averle più distribuite perché ciò fa sì che io abbia più possibilità di distribuire l'offerta. Oltre al rifinanziamento di anno in anno bisogna infatti tenere in considerazione anche il fabbisogno che, sommato alla quota di rifinanziamento, costituisce un ammontare importante di emissioni annue. Se io emetto meno, e la domanda a parità di condizioni è la stessa, il costo - o il rendimento - scende. Questo riduce la spesa degli interessi ed è fondamentale per le risorse da usare per altre attività.

→ *Intendo ora concentrare l'analisi sugli sviluppi successivi alla crisi dei debiti sovrani e sull'influenza degli strumenti introdotti dall'Unione Europea sulle modalità di gestione del debito pubblico. Ad esempio, con interventi quali il Quantitative Easing, Paesi come l'Italia hanno sicuramente beneficiato della garanzia offerta dalla presenza di un acquirente disposto ad acquistare i titoli di Stato sul mercato secondario.*

Indirettamente sì. Noi non abbiamo modificato le strategie di emissione in funzione delle fonti di rischio, ma è l'atteggiamento del mercato che è cambiato in virtù del fatto che gli investitori sapevano che c'era un compratore di ultima istanza sul quale potevano in caso di necessità fare l'*offload* delle loro posizioni.

L'effetto principale si è visto di più con la pandemia. Gli strumenti di *Quantitative Easing* messi in campo dopo la crisi dei debiti sovrani, prima della pandemia, come l'SMP, sono durati poco, e non erano strutturati benissimo.

Poi però è stato introdotto il PSPP, che era già in essere in termini di acquisti netti prima della pandemia, ed è stato quello più rilevante. L'effetto più importante del PSPP, a cui poi si è aggiunto il PEPP durante la pandemia, dal mio punto di vista non è stato quello di tenere sotto controllo lo *spread* e ridurre i rendimenti.

L'obiettivo della BCE chiaramente non era stringere o far ridurre gli *spread*. La motivazione dell'intervento della Banca Centrale era evitare e ricomporre la frammentazione del mercato. Tornando al punto di partenza che ti dicevo, della quasi differente politica monetaria, se gli *spread* di tanti Paesi non sono giustificati dal punto di vista dei fondamentali economici, la politica monetaria della BCE non si trasmette in maniera omogenea in tutta l'area valutaria comune. Perché se ci sono situazioni di mercato nelle quali, ad esempio in Italia, i tassi di mercato sono più alti rispetto a quelli di altri Paesi, se la Banca Centrale aumenta o taglia i tassi, lo fa su basi diverse. Se la Banca Centrale decide di aumentare i tassi, l'effetto sul Paese che già ha tassi alti, produce tassi ancora più alti. Quindi, la ragione dell'intervento è la normale e coerente trasmissione della politica monetaria.

L'effetto principale che si è avuto sul mercato, dicevamo, è stato quello di ridurre la volatilità. Quindi, nel momento in cui gli investitori sanno che sul mercato, su ammontari rilevanti, c'è un compratore, anche nelle situazioni di stress non c'è un effetto generato da un eccesso di offerta per cui si allarga la differenza tra prezzo denaro e prezzo lettera, con movimenti di mercato molto più intensi in una sola giornata o in un periodo di tempo molto ristretto. L'alta volatilità ha un effetto negativo, perché nei modelli di gestione del rischio di ogni investitore il VAR, cioè del *value at risk*, si basa su serie storiche che tengono conto della volatilità. Se ci sono degli episodi di volatilità molto intensi, il modello ti dice che tu non puoi tenere questo rischio, perché se poi dovesse verificarsi di nuovo - come è probabile che succeda - un nuovo episodio di volatilità, tu rischi di perdere molto e dover deprezzare molto il tuo investimento

L'aver ridotto la volatilità ha fatto sì che i modelli di VAR nel tempo hanno estromesso gli episodi di volatilità passati e la redditività di un investimento, nello specifico sui BTP, è molto migliorata, perché a parità di livello assoluto di rendimento quello che gli investitori guardavano era, per esempio, il *carry* aggiustato per la volatilità. In condizioni normali, il *carry* può essere positivo, come abbiamo visto prima, ma sottoposto al rischio di oscillazioni quindi, se l'aggiusti con la volatilità, o non si effettua l'investimento o l'investimento sarà inferiore quello che sarebbe possibile.

→ *Il cambiamento principale portato dalle misure adottate dalla Banca Centrale Europea è stato quindi l'abbassamento della volatilità. In che modo è stato ottenuto questo risultato?*

L'abbassamento della volatilità è stato l'effetto del *Quantitative Easing*. Nel momento in cui tu hai ogni giorno le banche centrali nazionali che stanno sul mercato comprando centinaia di miliardi di titoli per tutti gli emittenti, il mercato percepisce minore rischio e si abbassano i tassi e si riduce la volatilità, che altro non è se non l'estensione del rischio. Questo, ovviamente, non può durare nel tempo e incondizionatamente, pena il rinunciare al libero gioco del mercato stesso.

→ *Nel precedente nostro incontro, avevamo fatto riferimento a interventi di modifica nel sistema bancario a seguito della crisi dei debiti.*

Sono intervenute le nuove regole di Basilea che hanno avuto impatto importante in Italia, perché nel momento *clou* della crisi dei debiti sovrani c'era quello che si chiamava *diabolic loop*, un nesso tra debito sovrano e istruzioni finanziarie. Cioè, le banche italiane detenevano molti BTP e il peggioramento del credito italiano, dello *spread* del BTP, peggiorava i loro bilanci e così via. Quindi da un lato erano forzate a comprare titoli, dall'altra parte questo impattava sulla stabilità delle banche stesse. Era profittevole perché facevano *carry*, perché erano investimenti che rendevano, però erano visti come rischiosi.

La cosa positiva che ha fatto il sistema finanziario italiano, dal 2012 in poi, è stato ridurre la quota di debito domestico detenuto dalle banche italiane, che è molto inferiore rispetto al passato, perché anche grazie al *Quantitative Easing* hanno venduto parte dei loro *holdings* alle banche centrali. Oggi la situazione è più equilibrata. Oggi le banche italiane sono più sane e più solide anche perché hanno una minore esposizione al debito italiano rispetto al passato, hanno diversificato comprando il debito di altri Paesi europei, hanno ridotto la quota di NPL (*non performing loan*) vendendo questi crediti non performanti e hanno ratio di bilancio molto migliori rispetto al passato, molto più solidi.

Tutto ciò per me è un *plus*, perché se ci dovesse essere un altro evento di crisi specifico sull'Italia, oggi le banche italiane avrebbero la possibilità di incrementare il loro portafoglio dei BTP, senza peggiorare la loro situazione patrimoniale che è molto più sana che in passato.

→ *Il Quantitative Easing e le normative di Basilea hanno consentito di affrontare in modo più preparato eventuali nuove crisi, contribuendo a stabilizzare l'intero sistema finanziario, riducendo la volatilità e influenzando positivamente i rendimenti. Parallelamente, tali misure hanno reso le banche più stabili, sicure e performanti. In sintesi, possiamo delineare così gli effetti degli interventi attuati dall'Unione Europea dopo la crisi dei debiti sovrani, sia sotto il profilo regolamentare che rispetto agli interventi di mercato.*

Avviandoci verso la conclusione dell'intervista, abbiamo osservato che il primo Quantitative Easing iniziato nel 2015 si è ufficialmente concluso nel 2018, mentre dal 2023 ha preso avvio il cosiddetto Quantitative Tightening.

In realtà dopo il 2018 il *Quantitative Easing* è ripreso perché poi, durante la pandemia, c'è stato il PEPP. Dal 2023, se vogliamo, sono finiti gli acquisti netti e la BCE non sta reinvestendo. Già prima con il PSPP e dal primo luglio anche con il PEPP, che è impropriamente definito *Quantitative Tightening*, poiché in realtà è semplicemente la fine del *reinvestment*. Il *tightening* è in realtà un effetto, però

la BCE ma non ha fatto mai finora quello che hanno fatto altre banche centrali, cioè vendere titoli sul mercato. Sicuramente, però, nel momento in cui arriva una scadenza non reinveste. Gli Stati rimborsano alla BCE come a ogni altro investitore, però, contestualmente, la Banca Centrale non investe di nuovo. Il PEPP, in particolare dal primo luglio a fine anno avrà un *reinvestment* parziale rispetto al totale che scade.

→ *La conclusione da parte della Banca Centrale Europea del programma di acquisto di titoli sul mercato secondario ha in qualche modo modificato o influenzato le strategie di gestione del debito pubblico? Ha prodotto qualche effetto sulla gestione e sulla stabilità dei mercati finanziari?*

No, di nuovo no, e l'effetto non è stato quello che il mercato temeva. Cioè il mercato si chiedeva alla fine del 2023: "Ok, i tassi si sono alzati ma chi comprerà i BTP l'anno prossimo visto che la BCE smetterà di fare il *reinvestment*?". Quello che abbiamo dimostrato, anche con un po' di orgoglio, è che alla domanda chi comprerà i BTP la risposta è: tutti. Anche se la BCE ne compra sempre di meno in questa fase, hanno comprato i *retail*, hanno comprato gli investitori domestici e soprattutto hanno comprato gli investitori non domestici, stranieri. Questo proprio per le condizioni che ti dicevo prima: visti il livello dei tassi e la ridotta volatilità, hanno tutte le ragioni per comprare BTP.

→ *Collegandomi a quest'ultima parte, la letteratura relativa al debito pubblico italiano negli anni Settanta e Ottanta sottolinea come una quota significativa di tale debito fosse detenuta da investitori nazionali, un aspetto che all'epoca era considerato favorevole e che contribuiva a una gestione del debito meno vincolata da pressioni esterne. Alla luce di ciò, come valuta il fenomeno attuale, in cui una parte consistente del debito pubblico italiano è detenuta da investitori stranieri? Quali sono, a suo avviso, i principali vantaggi e svantaggi di questa situazione rispetto al contesto storico precedente?*

Per me è positivo per diverse ragioni. Ora esporrò delle cose tecniche e anche la mia lettura tecnica. È importante avere una base di investitori diversificata, quindi anche una presenza dei piccoli risparmiatori, adesso siamo tornati a circa 12-13 per cento di *retail*, poi banche domestiche, poi banche centrali e investitori non domestici, la cui quota è attorno al 30 per cento ma sta continuando ad aumentare. Però, tutte le volte che si parla di giapponesizzazione del debito, per me è un'esagerazione e una cosa completamente sbagliata. Uno dovrebbe sapere di che cosa parla. Aumentare sempre di più la quota del debito detenuta direttamente da cittadini italiani, direttamente o indirettamente, con fondi comuni, detenzione diretta, attraverso le banche italiane, con il debito che quindi va verso la situazione giapponese. funziona, al limite, solo quando hai la tua *currency* e attui

un ferreo controllo dei capitali, tecnicamente si chiama “oppressione finanziaria”. Cioè se tu sei in una situazione in cui puoi e vuoi attuare il controllo ai movimenti di capitali e opprimere finanziariamente i tuoi cittadini dandogli 0 sul debito così come è stato in Giappone per tanti anni.

Ma noi viviamo in un'altra realtà, nel momento in cui io dovessi fare delle azioni di oppressione finanziaria, i cittadini comprerebbero il debito di qualcun altro, non quello italiano, perché poi alla fine si ragiona con il proprio portafoglio. È una cosa che non funziona. Un conto è avere una buona diversificazione, però di nuovo, dovendo emettere 340-350 miliardi all'anno solo di medio-lungo, considerando i BOT arriviamo a 450 miliardi all'anno, minimo 500, non posso non guardare alla più ampia diversificazione possibile della base degli investitori. Inoltre, la ricchezza finanziaria italiana disponibile sono circa due trilioni, quanto tempo basterebbe per finirli? Senza considerare che tutte le risorse del Paese servirebbero per ripagare il debito. Quindi nazionalizzare il debito da punto di vista economico e finanziario non ha alcun senso e sarebbe anzi è molto dannoso.

→ *Escludendo gli investitori provenienti dall'area euro, la presenza di investitori che operano in altre valute non introduce una componente di rischio significativa, considerato che potrebbero investire nel nostro debito pubblico con l'intento di speculare?*

Gli investitori non sono speculatori. Sono investitori che fanno scelte razionali. Non è che sono buoni quando comprano e cattivi quando vendono. Quello che fanno i mercati finanziari, in realtà, è esercitare una vigilanza sul processo di formazione dei prezzi. Tutto quello che avviene in ogni istante sul mercato è attribuire un valore o prezzo alla cosa fondamentale che si scambia, che è il tempo e, connessa al tempo, la fiducia. Cioè, io ti presto dei soldi per un determinato tempo e il prezzo a cui te li presto è funzione della fiducia che ripongo in te e nella tua capacità di ripagarmi gli interessi e il debito a scadenza. Se vuoi è una sorta di vincolo esterno. Avere investitori esterni ti forza a tenere sotto controllo le tue finanze pubbliche.

→ *Tornando a parlare di Next Generation EU e del programma SURE, strumenti finanziati con emissioni da parte dell'Unione Europea, è possibile che vengano riproposti in altre forme in futuro o si è trattato solo di un evento isolato dovuto alle contingenze critiche? È in questo contesto che possiamo parlare di reminiscenza della politica fiscale a dispetto della politica monetaria?*

Dal mio punto di vista è inevitabile.

La politica monetaria deve tornare a fare il suo lavoro: prezzi e tassi di interesse.

La politica fiscale deve pensare al futuro di questo continente. Magari con un ruolo diverso dei singoli Paesi. Quello che stiamo vivendo, in realtà, a un certo punto se vuoi si è parlato molto della fine della globalizzazione. Prima eravamo in un contesto di globalizzazione in cui ognuno giocava la propria partita. In realtà, quello che si sta determinando negli ultimi anni, in maniera anche molto conflittuale, purtroppo, è che si sta andando verso una globalizzazione per blocchi: blocco asiatico, europeo, americano, africano. In questo contesto, le politiche fiscali sono importanti, una politica fiscale comune sarebbe ancora più importante.

Perché dico che è il futuro e non solo una necessità contingente? È vero che è stata la crisi a spingere, ad esempio con il programma SURE, che è stato il primo a partire, però c'è da sottolineare come già prima esistessero delle proposte sul tavolo, come quella di Pier Carlo Padoan, che proponeva da tempo uno schema di assicurazione dalla disoccupazione a livello europeo. Un prototipo delle politiche fiscali comuni perché diceva “se io voglio evitare un *dumping* sociale tra Paesi dell'Unione europea devo avere degli schemi di sostegno della disoccupazione finanziati a livello europeo e il più possibile omogenei a livello europeo, perché altrimenti ho un vantaggio competitivo di un Paese su un altro”. E quindi era stata fatta una proposta prima della crisi pandemica e questo è anche il motivo per cui è stato il primo programma a partire, perché era già stato studiato ed era già pronto. Poi è arrivato NGEU, poi è arrivato il PNRR e così via.

Dal mio punto di vista, ci sarà sempre più bisogno di politiche comuni finanziate comunemente, ora vedremo quali saranno i progetti del nuovo Parlamento europeo, della nuova Commissione: se pensi alla difesa, se pensi alla transizione ecologica ed energetica sono talmente rilevanti i cambiamenti che non possono che essere il più possibile coordinati e finanziati con strumenti comuni. Più bilancio europeo, questo va da sé, però porta anche a fare delle considerazioni. Cioè, finora l'Europa è ancora molto basata su un rapporto tra stati e governi, probabilmente in futuro bisognerà aumentare, e di molto, il grado di democraticità delle istituzioni sovranazionali.

→ *Quindi, quando si potrà arrivare a parlare di debito comune?*

In realtà NGEU è il primo esempio di debito comune vero e proprio, perché è garantito dal bilancio comunitario. A differenza del programma SURE che è garantito dai singoli stati. Il problema è che è a termine, e credo che inevitabilmente, sia dal punto di vista finanziario che gestionale, si cercherà un modo per proseguire con queste tipologie di programmi.

→ *Questo nuovo approccio al debito comune a livello europeo avrà ripercussioni sulla gestione del debito dei singoli Stati membri, in particolare per quanto riguarda l'Italia? Se sì, in che modo potrebbe influire sulle strategie di gestione del debito pubblico italiano e quali cambiamenti potrebbero emergere a seguito di questa evoluzione verso forme di finanziamento congiunto?*

Innanzitutto, i programmi di prestito NGEU sono a tutti gli effetti prestiti con scadenza a trent'anni con i primi dieci anni di solo interessi e poi ammortamento lineare dal decimo anno al trentesimo. Hanno quindi la stessa durata finanziaria di un BTP a vent'anni. In realtà, quindi, è come se l'Italia avesse emesso finora diversi miliardi di BTP a vent'anni, senza però emetterli realmente. Il costo corrisponde al costo di finanziamento dell'Unione europea, molto inferiore rispetto a quello italiano.

Quindi questo cambia, perché sostanzialmente parte del fabbisogno non si raccoglie direttamente sul mercato ma attraverso l'Unione europea. Poi, ovviamente, si può migliorare tutta la gestione, magari realizzando un'Agenzia Europea del Debito e tante altre cose, però impatta senz'altro. L'effetto è finora e sarà sicuramente positivo.

→ *Un'ultima domanda, prima di concludere l'intervista. Come ha gestito l'Italia i suoi titoli indicizzati all'inflazione alla luce della recente crisi inflazionistica che ha interessato le economie occidentali? Quali sono state le strategie adottate e quali impatti si sono osservati sulla gestione del debito pubblico in questo contesto di elevata inflazione?*

Noi, a differenza dei colleghi tedeschi che hanno smesso dall'oggi al domani di emettere bond legati all'inflazione, siamo *committed* al mercato e continueremo ad emetterli. Attualmente circa il 14 per cento del nostro *stock* è indicizzato all'inflazione e continuiamo ad emetterli perché innanzitutto abbiamo bisogno di diversificare il più possibile l'offerta, poi anche perché quello che non si considera, guardando solamente ai maggiori costi presenti, è tutto il risparmio avuto negli anni passati. Chiaramente quando si prezza un bond all'inflazione, si prezza andando a vedere qual è l'inflazione che il mercato sta proiettando per il futuro. Se guardo dal 2003, quando è stato emesso il primo *inflation linked*, al 2022 l'inflazione stimata dal mercato usata per prezzare i titoli è sempre stata superiore all'inflazione realizzata. Questo significa che il tasso pagato è stato più basso rispetto a quello che veniva stimato dal mercato nel momento in cui è stato fatto il prezzo del bond. Quindi abbiamo risparmiato parecchio, nonostante il picco registrato tra il 2022 e il 2023.

Poi considera che non si guarda mai neanche all'altro lato del bilancio. Cioè, è vero che l'inflazione ha avuto l'effetto di aumentare il costo degli strumenti *inflation linked*, che rappresentano comunque una percentuale ridotta dello *stock*, ma è altrettanto vero che le entrate complessive sono aumentate con l'inflazione.

Come debitore, se dovessi ragionare in una logica di *asset liability management*, io ho un *hedge* naturale sull'inflazione, sono le mie *revenues*. Le *revenues* le ho sul totale del PIL, il costo ce l'ho sul 14 per cento dello stock di debito.