



*Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Macroeconomia*

IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

RELATORE
Prof. Alessandro Pandimiglio

CANDIDATO
Annamaria Salvo
Matr. 181201

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

INDICE

Introduzione	1
CAPITOLO 1. L'evoluzione del debito pubblico italiano fino agli anni '90	
1.1 Le origini del debito pubblico.....	2
1.1.1 Il debito pubblico post-unitario.....	2
1.2 Dai primi anni del 1900 fino alla I° guerra mondiale.....	6
1.3 Gli anni del periodo fascista e della II° guerra mondiale.....	9
1.4 Dalla fine della II° guerra mondiale agli anni 90.....	14
CAPITOLO 2. Il debito pubblico: dinamiche, effetti e politiche di rientro	
2.1 Il vincolo di bilancio del governo.....	21
2.1.1 La teoria della neutralità del debito pubblico.....	22
2.2 Il rapporto debito pubblico/Pil.....	25
2.2.1 Il vincolo di bilancio del governo in termini del Pil.....	25
2.2.2 La dinamica del rapporto debito pubblico/Pil nel lungo periodo.....	25
2.3 La sostenibilità del debito pubblico.....	28
2.4 Gli effetti del debito pubblico.....	33
2.4.1 Gli effetti redistributivi.....	34
2.4.2 Gli effetti sugli investimenti e sulla crescita economica.....	37
2.4.3 Gli effetti fiscali sulla politica monetaria.....	40
2.5 Le politiche di rientro del debito pubblico.....	41
CAPITOLO 3. Il debito italiano oggi e il confronto con altri paesi	
3.1 Il debito italiano ai giorni nostri.....	43
3.1.1 Il debito pubblico con l'ingresso dell'euro.....	44
3.1.2 La crisi dei debiti sovrani.....	45
3.1.3 Il debito italiano oggi: l'andamento del rapporto debito pubblico/Pil.....	56
3.2 Il confronto tra il debito pubblico italiano e quello di altri paesi.....	57
3.2.1 Il debito pubblico dei diversi paesi europei.....	57
3.2.2 Il debito pubblico americano.....	59
3.3 Le manovre di aggiustamento per la risoluzione del debito pubblico in Italia.....	60
Conclusione	63
Bibliografia	65

Introduzione

Il debito pubblico, oggi, è un argomento che genera molto interesse essendo uno dei principali problemi dell'economia italiana, generando di conseguenza notevoli preoccupazioni tra gli economisti, i politici e le autorità dell'Unione Europea; inoltre esso ha inciso anche sulle azioni dei governi, succedutesi nel tempo, in relazione alle modalità con cui lo stesso può essere ridotto, rappresentando uno dei maggiori ostacoli alla crescita economica.

In questo trattato, formato da tre capitoli, si affronta tale tema, osservando la sua generale evoluzione nella storia italiana, analizzandone i vari aspetti macroeconomici, le possibili politiche di rientro, e confrontando il debito pubblico italiano con quello degli altri paesi europei e con quello americano, soffermandosi anche sulla manovre di risoluzione del debito attuate dal governo italiano.

Il primo capitolo tratta l'evoluzione nella storia del debito pubblico in Italia fino agli anni '90; questo capitolo è suddiviso in quattro paragrafi che analizzano l'evolversi del debito pubblico dal 1861, ovvero l'anno dell'unità d'Italia, nel periodo immediatamente post-unitario, e fino al 1900, quindi nel periodo che va fino alla prima guerra mondiale e ancora nel periodo fascista fino la seconda guerra mondiale e da lì fino agli anni '90.

Il secondo capitolo si occupa alle dinamiche del debito pubblico; mettendo in luce i meccanismi che portano alla formazione del debito pubblico, i suoi relativi effetti e anche le politiche di rientro che possono essere messe in atto. Difatti dopo aver trattato il vincolo di bilancio del governo, e dopo essersi soffermati sulla teoria di sostenibilità del debito con Barro-Ricardo, si ragionerà sulle dinamiche del rapporto del debito pubblico/Pil nel breve e nel lungo periodo, affrontandone anche la relativa sostenibilità.

Successivamente verranno trattate le conseguenze derivanti dal debito pubblico quali gli effetti redistributivi, gli effetti sugli investimenti e sulla crescita economica e gli effetti fiscali sulla politica monetaria; concludendo, poi, con le possibili politiche di rientro del debito pubblico.

Il terzo capitolo tratta del debito pubblico italiano ai giorni nostri, ovvero dall'ingresso dell'euro fino ad oggi, e si sofferma sulla crisi dei debiti sovrani.

Infine viene trattato il confronto del debito pubblico italiano con quello dei paesi europei e con quello americano, trattando anche le manovre di aggiustamento necessarie per la risoluzione del debito pubblico in Italia.

CAPITOLO 1

L'EVOLUZIONE DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO FINO AGLI ANNI '90

1.1 Le origini del debito pubblico italiano

L'origine del debito pubblico italiano risale all'epoca dell'unificazione politica del paese, avvenuta il 17 marzo del 1861, data in cui fu proclamato il Regno d'Italia; la prima delle leggi unificatrici riguardò proprio l'istituzione del Gran Libro del debito pubblico, che consentì il riconoscimento dei titoli di debito degli Stati che erano entrati a fare parte del nuovo Regno. L'emanazione delle leggi scaturì essenzialmente da esigenze sia di ordine economico-finanziario, poiché il nuovo Stato avendo un bilancio in dissesto necessitava di credito proveniente dai suoi cittadini, sia di ordine politico, poiché il riconoscimento del nuovo Stato dei debiti dei cessati Stati favorì l'unificazione nazionale e aumentò la fiducia degli Stati esteri, sia infine di ordine tecnico amministrativo poiché i debiti dei vecchi Stati, essendo molteplici, comportavano importanti spese da parte della loro amministrazione. Subito dopo l'istituzione del Gran Libro del debito pubblico, le condizioni critiche di bilancio obbligarono il Governo ad emettere il primo prestito di ben 500 milioni.

Nel corso della storia i deficit di bilancio sono stati sempre una caratteristica importante della finanza pubblica italiana, per i quali si è sempre fatto affidamento all'indebitamento per coprirli.

1.1.1 Il debito pubblico post-unitario

Nel periodo dell'unificazione, i debiti consolidati e redimibili dei vecchi Stati preunitari, dei quali fu decisa la registrazione nel Gran Libro del debito pubblico, derivavano dal Regno di Sardegna per il 57,22%, dal Regno di Napoli e Sicilia per il 29,40%, e da tutti gli altri Stati per il residuo.

Questi debiti erano, complessivamente, pari a 69 lire pro-capite, però le quote pro-capite erano ben differenziate tra gli Stati preunitari; in particolare in Piemonte ammontavano a 142 lire, in Toscana a 67 lire, a Napoli a 63 lire, in Lombardia a 56 lire, in Sicilia a 49 lire, e negli altri Stati unificati a 13 lire.

I cittadini meridionali, in buona sostanza, si fecero carico degli oneri di debiti contratti dal Regno di Sardegna. Nitti in merito a questo problema affermò che *“senza l'unificazione dei vari Stati, il Regno di Sardegna per l'abuso delle spese e per la povertà delle sue risorse era condannato al fallimento. La depressione finanziaria, del 1848, aveva determinato uno scenario dal quale si poteva uscire soltanto in due modi: con il fallimento, oppure confondendo le finanze piemontesi a quelle di un altro Stato più grande”*¹. Con ciò che pensava Nitti, Einaudi non era d'accordo e affermava che *“la finanza*

¹ F.S. NITTI, *Il bilancio dello Stato dal 1862 al 1896-97*, Laterza, Bari, 1958, p. 37.

borbonica provvedeva alle opere pubbliche atte a dare un incremento all'economia del paese entro i limiti dell'andamento spontaneo delle entrate al di sopra delle esigenze delle spese ordinarie, così da far credere che l'opera fosse dovuta a generosità del sovrano; la finanza cavourriana non temeva di anticipare con prestiti l'incremento del gettito tributario o lo provocava con opere di ferrovie di canali di navigazione atte ad accrescere la produttività del lavoro nazionale”². L'argomentazione di Einaudi può essere oggetto di discussione.

Senza dubbio la finanza cavourriana era migliore di quella borbonica, però è anche vero che fu il Sud quello chiamato a pagare i debiti contratti e la situazione critica del Sud non fu originata dall'unificazione, però questa la peggiorò. Dopo l'unificazione di fatto gli ordinamenti piemontesi si sostituirono a quelli borbonici.

Per quanto riguarda la finanza pubblica italiana, dal 1861 al 1914, si possono distinguere tre momenti: il periodo del governo della Destra Storica fino al 1876, che ebbe come obiettivo il perseguimento del pareggio di bilancio; il periodo successivo fino al 1897 con bilanci dapprima in disavanzo e con oscillazioni tra avanzi e disavanzi del 1888-89; ed il periodo che va dal 1897 alla prima guerra mondiale, ove vi è il decollo economico del Paese con bilanci di parte corrente sempre in attivo e con un alto tasso di sviluppo del reddito.

Fino al 1862 le entrate correnti facevano fronte solo al 57,8% delle spese correnti, talché i disavanzi di parte corrente di importo maggiore ai 300 milioni di lire si presentarono fino al 1864; nel 1865 vi fu un piccolo miglioramento, ma il deficit di parte corrente ebbe il suo culmine nel 1866 con ben 543 milioni, con una copertura delle spese correnti pari al 53%. Questi anni furono quelli più difficili; furono attuati diversi programmi per il risanamento finanziario, che però non si rilevarono molto efficaci.

La situazione critica del 1866 portò al termine della convertibilità della moneta cartacea in oro; dal 1867 vi fu un miglioramento dovuto all'aumento delle entrate e alla riduzione delle spese militari ed il risanamento fu dovuto ad un importante incremento dell'imposizione, alle alienazioni patrimoniali e all'incremento dell'indebitamento.

La situazione rimase piuttosto critica per le classi più povere, sia per l'imposizione della tassa sul macinato (nel 1868), che anche a causa della imposizione indiretta e, successivamente, della imposizione diretta.

Nel 1869 l'imposta di ricchezza, istituita nel 1864, iniziò a determinare un gettito importante, che divenne viepiù rilevante con l'elevazione dell'aliquota nel 1871.

² L. EINAUDI, *Miti e paradossi della giustizia tributaria*, Einaudi, Torino, 1959, p. 274.

Purtuttavia, tra il 1861 e il 1876 il debito pubblico si incrementò di oltre tre volte per diverse motivi: deficit strutturali di bilancio, spese militari, debiti assorbiti dai territori annessi ed infine per il finanziamento delle opere pubbliche e delle ferrovie e per il riscatto delle ferrovie Alta Italia³.

Il rapporto tra debito pubblico e Pil (Prodotto Interno Lordo) dal 1861 al 1870 passò dal 45% al 96%; negli anni seguenti questo rapporto diminuì fino al 70% e ciò grazie anche ad un incremento del Pil a prezzi correnti, dovuto all'inflazione del 1872-1873.

Il rapporto ebbe una nuova crescita raggiungendo il 95% nel 1876; nel complesso, durante il periodo della Destra Storica, il debito pubblico si incrementò per la diversificazione delle fonti di finanziamento e per il ricorso al canale monetario.

Nel 1876 l'avvento della Sinistra provocò un accrescimento della spesa pubblica di parte corrente, compensata però da un incremento delle entrate che di conseguenza portò in attivo il bilancio negli anni 1887-88.

Rispetto al primo quindicennio unitario, che va dal 1861 al 1876, il periodo successivo mostra una crescita del debito pubblico più lenta; tra il 1876 e il 1880 il debito pubblico era intorno al 90% del Pil, ma negli anni successivi aumentò fino al 104%, toccando il 116% nel 1889.

Successivamente il debito pubblico oscillò sempre su valori superiori al 109% del Pil, arrivando al 120% nel 1897; in questi anni l'operazione finanziaria più importante fu l'abolizione del corso forzoso nel 1883, il quale, attraverso un prestito internazionale di 600 milioni di lire (nel 1881-82) e altri 44 milioni per il pagamento di un mutuo in oro per le ferrovie Alta Italia, portò all'aumento del debito pubblico.

L'aumento più significativo del debito pubblico derivò dalle spese ferroviarie; infatti, tra il 1861 e 1875, proprio per la realizzazione di infrastrutture ferroviarie, venne emesso debito pubblico per un capitale di 786 milioni e una rendita di 34 milioni; successivamente tra il 1876 e il 1897 i precedenti valori raggiunsero i 4.067 e 151 milioni.

In questi anni altre cause portarono all'aumento del debito pubblico, in particolare le spese per Roma capitale e per Napoli e, d'altra parte, significativa fu l'impossibilità di monetizzare una parte del deficit per il *gold standard*, il quale aveva imposto un vincolo alla crescita della circolazione.

Complessivamente tra il 1861 e il 1900 la consistenza del debito pubblico si incrementò di 10.493 milioni, e i disavanzi complessivi di bilancio ammontarono a 4.390 milioni.

³ La nazionalizzazione delle ferrovie dapprima nell'anno 1876 e successivamente nel 1905 ha contribuito a mantenere un alto livello del rapporto tra il debito pubblico e il Prodotto Interno Lordo. (R. ARTONI e S. BIANCINI, *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, cit., p. 301.)

Tabella 1.1 Andamento del rapporto del debito pubblico/Pil dal 1861 al 1900

Anno	PIL a prezzi di mercato (Milioni Euro)	Var % Annuale	Debito pubblico nominale (Milioni Euro)	Var % Annuale	% Debito/PIL
1861	3,7	-	1,67	-	45,00%
1862	4,0	6,51%	1,82	8,88%	46,00%
1863	3,6	-10,06%	2,14	17,31%	60,00%
1864	3,7	4,33%	2,60	21,72%	70,00%
1865	3,8	2,95%	2,98	14,72%	78,00%
1866	4,4	15,08%	3,39	13,61%	77,00%
1867	5,1	15,47%	3,96	16,97%	78,00%
1868	5,1	1,14%	4,21	6,33%	82,00%
1869	5,0	-2,15%	4,32	2,63%	86,00%
1870	4,9	-2,40%	4,71	8,95%	96,00%
1871	5,6	14,43%	4,88	3,71%	87,00%
1872	6,3	12,70%	5,00	2,34%	79,00%
1873	7,3	15,03%	5,09	1,93%	70,00%
1874	6,4	-12,10%	4,80	-5,82%	75,00%
1875	5,7	-10,14%	4,83	0,64%	84,00%
1876	5,8	0,51%	5,49	13,68%	95,00%
1877	6,5	13,17%	5,56	1,26%	85,00%
1878	6,2	-4,89%	5,60	0,70%	90,00%
1879	6,1	-2,14%	5,60	0,03%	92,00%
1880	6,4	4,72%	5,54	-0,97%	87,00%
1881	5,9	-7,98%	6,10	10,00%	104,00%
1882	6,1	4,79%	6,58	7,81%	107,00%
1883	5,7	-7,49%	6,48	-1,44%	114,00%
1884	5,9	3,34%	6,46	-0,29%	110,00%
1885	6,0	2,18%	6,42	-0,60%	107,00%
1886	6,2	3,56%	6,47	0,65%	104,00%
1887	6,2	-0,06%	6,59	1,86%	106,00%
1888	6,1	-1,05%	6,82	3,62%	111,00%
1889	6,0	-2,35%	6,96	2,05%	116,00%
1890	6,3	5,12%	7,01	0,59%	111,00%
1891	6,6	5,05%	7,23	3,16%	109,00%
1892	6,4	-3,44%	7,30	0,99%	114,00%
1893	6,4	-0,34%	7,34	0,53%	115,00%
1894	6,6	3,30%	7,65	4,20%	116,00%
1895	6,5	-2,11%	7,61	-0,42%	118,00%
1896	6,5	0,98%	7,75	1,84%	119,00%
1897	6,6	0,62%	7,87	1,47%	120,00%
1898	6,8	3,85%	7,97	1,26%	117,00%
1899	7,0	2,61%	7,96	-0,02%	114,00%
1900	7,2	2,86%	7,98	0,15%	111,00%

Fonte: Elaborazione Attilio Folliero su dati Banca d'Italia, Istat e FMI, 22 Giugno 2015.

1.2 Dai primi anni del 1900 fino alla I° guerra mondiale

Tra il 1896-97 e 1911-12 il bilancio dello Stato di parte corrente fu caratterizzato continui saldi attivi, che toccarono il massimo di 232 milioni nel 1905-06; questo periodo è caratterizzato da un aumento delle attività economiche e dallo sviluppo di diverse riforme sociali, che contribuirono ad un miglioramento delle condizione di vita nel complesso.

Tra il 1898 ed il 1907 le entrate aumentarono dell'8% e le spese in termini reali non cambiarono; un altro motivo del benessere di questo periodo derivò dall'importante aumento della raccolta del risparmio postale che costituì un fattore significativo in riferimento al debito non in titoli a lungo termine.

La situazione più favorevole del bilancio dello Stato, che si stava delineando, favorì anche un significativo alleggerimento del debito pubblico, oltre a presentare degli sgravi finanziari mediante la riforma del sistema tributario.

Nel 1894-95 era stata messa in atto un'iniziativa finalizzata al riordino del debito pubblico, questa però non risultò efficace per le consistenti difficoltà di bilancio e per l'assenza di incentivazione, a favore dei possessori di titoli pubblici di cui si voleva realizzare, proprio, la conversione.

Nel 1896-97 il ministro del Tesoro, al tempo Luzzatti, attuò delle operazioni di conversione, e anche successivamente, l'anno dopo, furono attuate operazioni di questo genere, ma solo all'inizio del 1900 gli avanzi di bilancio portarono all'eliminazione della possibilità di far ricorso a nuove emissioni del debito pubblico, e le quotazioni del consolidato subirono un incremento al di sopra della pari, rendendo in questo modo possibile la conversione, dovuta alla contrazione degli interessi.

Difatti nel 1902 venne emesso un nuovo consolidato del 3,50% netto, finalizzato alla conversione di obbligazioni ferroviarie redimibili e dei buoni del Tesoro a lunga scadenza⁴. Questa operazione ebbe dei risvolti positivi e portò ad altre operazioni più modeste, le quali anticiparono la conversione del 1906, regolata dalla legge e dal r.d. del 29 Giugno del 1906, n.262 2 n. 263, le quali autorizzavano l'eliminazione dei titoli delle rendite consolidate 5% lordo e 4% netto iscritte nel Gran Libro del debito pubblico, così si offriva ai portatori il rimborso o il cambio con titoli di nuova creazione, portanti l'interesse fino al dicembre 1911 del 3,75 %, e dal 1 gennaio 1912 in poi del 3,50 %. La conversione ebbe successo. L'alleggerimento del debito pubblico, tra la fine degli anni '800 e la

⁴ I buoni del Tesoro a lunga scadenza, i quali furono emessi per la prima volta con la legge del 7 luglio del 1901, n.323, ammortizzabili in 25 anni, sono alla base dei buoni poliennali del Tesoro. Gli stessi furono amministrati dapprima dalla Direzione Generale del Tesoro che, con il r.d. del 6 marzo del 1924, n.229, identificata la loro natura e funzione differente dai buoni ordinari, erano emessi per fronteggiare disavanzi di bilancio e raffiguravano un debito patrimoniale, e non un mezzo di tesoreria, che era rimborsabile a scadenza fissa, dei quali successivamente ne venne trasferita la gestione alla Direzione Generale del Debito Pubblico. (D. FAUSTO, *Lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)*, 16 Ottobre 2004.)

conversione del 1906, fu percepito come una connessione tra la politica monetaria, fiscale e del cambio.

Tra il 1861 e il 1900 il debito pubblico si incrementò di 10.493 milioni, e i disavanzi complessivi di bilancio risultarono pari a 4.390 milioni, a differenza del periodo che intercorre tra 1900 e il 1914, in cui il debito pubblico si incrementò di 2.160 milioni, essendo il bilancio maggiormente in avanzo per l'emissione di buoni poliennali del Tesoro volti al finanziamento della guerra di Libia.

Nel complesso tra il 1861 e il 1914 si registrò un importante incremento del debito pubblico, anche con la presenza di una forte imposizione⁵ e con una significativa alienazione di un patrimonio di beni patrimoniali e di beni ecclesiastici⁶. Il chiarimento della differenza tra l'aumento del debito pubblico e del disavanzo si colloca nel fatto che il nuovo Stato italiano si fece carico dei debiti dei vecchi Stati e nella differenza tra il prezzo di emissione e il ricavo dei prestiti⁷.

Il debito pubblico, grazie agli avanzi di bilancio, restò stabile fino al 1906, aumentando negli anni a seguire solo lievemente fino ad un valore del 80% del Pil nel 1913, la diminuzione del debito dal 120% relativo al 1897 derivò anche da una significativa crescita del reddito.

Con l'inizio della prima guerra mondiale vi fu un significativo incremento delle spese correnti non coperte dalle entrate correnti; la guerra, infatti, portò ad un elevato sforzo finanziario, che venne compensato attraverso le imposte, il debito pubblico e l'emissione di carta moneta.

Ed ancora il cattivo funzionamento del sistema tributario contribuì alle difficoltà della finanza pubblica durante la guerra e successivamente; la politica tributaria si focalizzò prevalentemente sul criterio dell'immediato rendimento fiscale attraverso un incremento delle aliquote delle imposte esistenti.

Durante la guerra si ebbe un incremento delle entrate tributarie in misura inferiore rispetto ai bisogni dello Stato, poiché la politica attuata per coprire le spese effettuate per la guerra prevedeva la copertura degli interessi dell'indebitamento attraverso l'imposizione.

⁵ Lo sforzo fiscale fu più significativo nel periodo tra il 1866 e il 1914, piuttosto che nei successivi periodi del 1923-38 e del 1948-1980. (G. BROSIO e C. MARCHESE, *Il potere di spendere: economia e storia della spesa pubblica dall'Unificazione ad oggi*, Il Mulino, Bologna, 1986, p. 85.)

⁶ Con la vendita dei beni ecclesiastici, si conseguì un ampio drenaggio di risorse provenienti quasi la metà dalle regioni meridionali e dalle Isole alle quali non si dava un giusto corrispettivo di pubblica spesa; inoltre erano risorse che venivano trasferite da una parte dell'Italia all'altra. (S. VIOLANTE, *Fiscalità e finanza pubblica in Italia (1861-1913)*, cit., pp. 66-67.)

⁷ Il problema della differenza tra prezzo di emissione e ricavo dei prestiti fu particolarmente grave nei primi anni postunitari. Il primo prestito italiano fu emesso, nel 1861, a 70,50 lire per ogni 100 di capitale nominale; il secondo, nel 1863, a 71 lire; il terzo, nel 1866, a 66 lire. (F. COPPOLA D'ANNA, *Popolazione, reddito e finanze pubbliche dell'Italia dal 1860 ad oggi*, Partenia, Roma, 1946, p. 116.) Dall'esposizione finanziaria del ministro Sella del 12 marzo 1871, risulta che, nei primi dieci anni di unità nazionale, si emisero prestiti per un ammontare netto di 2.691 milioni, con un impegno di debito nominale da parte dello Stato di 3.892 milioni, cioè con una differenza in più di 1.201 milioni. (F.A. REPACI, *La finanza pubblica nel secolo 1861-1960*, cit., p. 115.)

Soltanto dopo la fine della guerra le imposte ebbero come obiettivo quello di liquidare finanziariamente la guerra, anche se soltanto in parte. I tributi che coprivano le spese correnti durante la guerra diminuirono in maniera significativa, raggiungendo il minimo negli anni 1917-18, in termini di competenza e di cassa, con il 17,5% e il 19%.

Negli anni seguenti le entrate tributarie subirono un aumento, e si contrasse la quota di copertura delle spese con l'indebitamento, dopo che negli anni 1919-20 si era raggiunto il culmine con l'emissione del sesto prestito nazionale. Per far fronte alla guerra fu indispensabile un indebitamento significativo: furono emessi i buoni ordinari del Tesoro tra il 1914 e il 1917, e inoltre anche cinque prestiti nazionali (i primi tre riferiti a titoli di debito redimibile e gli altri due a titoli di debito consolidato).

Nel periodo successivo alla guerra fu emesso il sesto prestito nazionale finalizzato alla contrazione della circolazione monetaria e al consolidamento di una parte del debito fluttuante, ma lo stesso subì un incremento nuovamente tra il 1920 e il 1922.

L'inflazione sviluppatasi durante la prima guerra mondiale e amplificatasi alla fine della stessa non consentì l'emissione di un altro prestito a lunga scadenza.

Nel periodo tra gli esercizi 1914-15 e 1921-1922 vi fu un significativo incremento del debito pubblico da 15.766 a 92.857 milioni, vale a dire del 429%; inoltre la struttura dell'indebitamento si modificò, il debito fluttuante subì un incremento dal 5,9% al 39,1% e anche i debiti redimibili e consolidati, a medio e lungo termine, dal 94,1% passarono al 60,9% del totale.

Il debito fluttuante perse la sua caratteristica di far fronte alle esigenze di cassa, soprattutto a causa dei buoni ordinari del Tesoro in circolazione che passarono dai 401 milioni nel 1914 a 14,5 miliardi nel 1919, raggiungendo il massimo di 24,1 miliardi nel 1922. Purtroppo lo sforzo finanziario dell'Italia non risultò sufficiente e fu fondamentale il collocamento di prestiti all'estero, attraverso l'emissione di speciali buoni del Tesoro per consentire il finanziamento delle spese di guerra.

Il debito estero crebbe, alla fine della prima guerra mondiale, a causa del veloce deprezzamento della lira. Negli anni che intercorrono dal 1915-16 al 1918-19, i prestiti esteri furono di 2.672, 4.096, 7.140 e 8.439 milioni; questi insieme ai prestiti interni procurarono circa i due terzi delle nuove risorse finanziarie che erano indispensabili per lo Stato; la rimanente parte fu coperta dai tributi e dalle emissioni di carta moneta.

Negli anni della guerra, ed in quelli immediatamente successivi, il rapporto tra il debito pubblico interno e il Pil restò su valori non molto più alti rispetto a quelli prima della guerra, tenendo conto anche del debito estero, che raggiunse il 125% del Pil nel 1920 (punta massima nel periodo in osservazione); ed ancora alla fine della prima guerra mondiale, lo scenario che si presentò fu caratterizzato da continui disavanzi.

Tabella 1.2 Andamento del rapporto del debito pubblico/Pil dal 1900 al 1921

Anno	PIL a prezzi di mercato (Milioni Euro)	Var % Annuale	Debito pubblico nominale (Milioni Euro)	Var % Annuale	% Debito/PIL
1900	7,2	2,86%	7,98	0,15%	111,00%
1901	7,3	1,95%	7,91	-0,81%	108,00%
1902	7,3	-0,29%	7,89	-0,29%	108,00%
1903	7,8	6,33%	7,92	0,42%	102,00%
1904	7,7	-0,24%	7,98	0,74%	103,00%
1905	8,1	3,97%	8,06	0,94%	100,00%
1906	8,1	0,50%	8,10	0,50%	100,00%
1907	8,8	9,17%	8,22	1,53%	93,00%
1908	9,1	3,00%	8,38	1,90%	92,00%
1909	9,7	6,34%	8,52	1,72%	88,00%
1910	10,0	3,74%	8,74	2,56%	87,00%
1911	10,5	4,11%	8,78	0,52%	84,00%
1912	11,5	9,60%	9,05	3,07%	79,00%
1913	11,7	2,13%	9,36	3,43%	80,00%
1914	12,3	5,12%	9,97	6,44%	81,00%
1915	15,2	23,45%	12,61	26,50%	83,00%
1916	18,1	19,14%	15,92	26,31%	88,00%
1917	27,2	50,12%	26,62	67,18%	98,00%
1918	32,3	19,02%	36,21	36,03%	112,00%
1919	45,5	40,60%	56,36	55,66%	124,00%
1920	72,7	60,04%	90,94	61,34%	125,00%
1921	74,3	2,12%	91,38	0,49%	123,00%

Fonte: Elaborazione Attilio Folliero su dati Banca d'Italia, Istat e FMI, 22 Giugno 2015.

1.3 Gli anni del periodo fascista e della II° guerra mondiale

Il primo governo fascista assunse il potere nel dicembre del 1922, ed il ruolo di ministro delle finanze fu assunto da Alberto De' Stefani, che conservò la carica fino al luglio 1925; lo scenario che si presentava era quello di un bilancio ancora in deficit e dove la condizione del Tesoro era piuttosto difficile con significativi debiti a breve scadenza. Tutto ciò portò De' Stefani alla contrazione delle aliquote di molte imposte e ad abolire molte fonti di entrata.

La politica finanziaria del De' Stefani fu agevolata dalla legge del 3 dicembre del 1922, n. 1.601, che garantiva al governo, fino al 31 dicembre 1923, pieni poteri in materia tributaria e amministrativa. Tra il 1922 e il 1925 fu quindi attuata una politica che limitava l'intervento dello Stato nell'economia, al fine di limitare le spese pubbliche; questa politica insieme allo stabilizzarsi delle entrate consentì di ottenere un avanzo di bilancio nel 1924-25.

I fascisti, soprattutto De' Stefani, sottolineavano la differenza tra i bilanci di quegli anni e di quelli passati, ma in realtà il miglioramento era dovuto soprattutto alla fine delle spese necessarie per la guerra; ma anche la politica del debito pubblico di De' Stefani non fu esente da insuccessi.

Subito dopo la prima guerra mondiale il debito pubblico subì un aumento a tassi elevati e a ciò contribuirono in maniera importante i buoni ordinari del Tesoro; negli anni a seguire, infatti, fu attuata una politica di consolidamento del debito flottante, questa operazione non ebbe un grande successo e coinvolse anche la Tesoreria, e, nonostante un incremento dei tassi sui buoni ordinari del Tesoro, vi fu una propensione a richiederne il loro rimborso.

De' Stefani per far fronte a questa situazione costituì i buoni postali fruttiferi, con un alto prezzo di interesse. Nell'anno del 1925 assunse la carica di ministro delle Finanze Volpi che continuò la politica già attuata dal De' Stefani.

Volpi, avendo come scopo la ripresa degli investimenti stranieri in Italia, inquadrò la politica del Tesoro verso il consolidamento del debito flottante e la sistemazione dei prestiti esteri di guerra; inoltre con Volpi si proseguì anche la politica di rivalutazione della lira.

Nel 1926 l'Italia si trovò in un periodo di difficoltà, specialmente per le importazioni di materie prime che si rendevano più onerose a causa della svalutazione della moneta; nello stesso anno, nel mese di luglio, Mussolini dichiarò che il Governo era fermo nel difendere il valore della moneta.

Particolarmente dura per le classi più povere fu la politica di deflazione e la rivalutazione della lira portata avanti nel 1927; i salari e gli stipendi subirono diminuzioni oscillanti tra il 10% ed il 20%, a fronte della stabilità dei prezzi al minuto.

Con il decreto legge del 21 dicembre 1927 cessò il corso forzoso della lira; con il periodo della rivalutazione, l'industria iniziò un processo di razionalizzazione, finalizzato alla contrazione dei costi di produzione e la concentrazione inoltre fu agevolata anche da misure fiscali.

Durante il periodo del ministro Volpi, si registrò un avanzo effettivo, e questo insieme a quello degli anni 1924-25 risulta essere il solo nel periodo fascista; infatti Volpi affermò che *“sui risultati dell'esercizio 1925-26 influiscono notevolmente la regolazione dei debiti esteri e le operazioni con la medesima connesse; ciò che ha valso ad alleggerire il bilancio di 542 milioni”*.

Per quanto riguarda la rivalutazione monetaria, questa influì particolarmente sulla composizione del debito pubblico, e sul finire dell'anno 1926 i buoni ordinari del Tesoro si mostrarono particolarmente rischiosi per la pressione sulla cassa; tutto ciò portò ad una condizione di squilibrio, e venne definito il consolidamento del debito a breve termine mediante l'emissione del «Prestito Littorio», il quale era un prestito nazionale consolidato al 5%.

Questo prestito, insieme alla conversione del 1924 di De' Stefani, emesso in un periodo di elevati tassi di interesse, portando ad una depressione dei prezzi, sfociò di fatto in una confisca.

A partire dal 1922 complessivamente il debito pubblico iniziò ad avere una tendenza alla riduzione. Lo Stato subì una perdita di credibilità così importante da non poter emettere per il periodo di dieci anni buoni ordinari del Tesoro; il debito fluttuante come buoni ordinari del Tesoro svanì fino al 1935, riformandosi però in conti correnti del Tesoro verso la Cassa Depositi e Prestiti, verso gli Istituti di Previdenza da essa gestiti, e verso il Banco di Napoli⁸.

Tra il 1922 e il 1929 il debito pubblico cambiò la sua composizione, oltre a ridursi da 92.857 a 87.134 milioni; in questi stessi anni fu costituita, con il r.d.l. del 5 agosto del 1927, n.1414, una «Cassa per l'ammortamento del debito pubblico interno». Questa Cassa aveva delle similarità con una istituzione del 1866 derivata dall'opera di alcuni cittadini, i quali angosciati a causa dell'incremento del debito del nuovo Stato italiano, formarono il «Consorzio nazionale per l'ammortamento del debito pubblico». Questa iniziativa ebbe un risvolto positivo. Dal 1866 a seguire, i cittadini privati e le pubbliche amministrazioni contribuirono al funzionamento del Consorzio. Nel 1927, quando fu costituita la «Cassa autonoma per l'ammortamento del debito pubblico», conseguentemente fu abolito il Consorzio, dal momento in cui lo Stato stesso svolgeva i suoi incarichi. Il suo patrimonio fu trasferito alla nuova Cassa, per un valore nominale che ammontava a 173,4 milioni in titoli e una somma in contanti di L. 19.560.⁹ Nonostante la previsione di vari stanziamenti a vantaggio della Cassa, questa ebbe comunque sempre una vita difficile. Dopo il 1930 man mano le sue risorse calarono, e non vi fu possibilità di conseguire il motivo per cui era nata. La cassa, il 30 Giugno del 1939, annullò i titoli di Stato per un valore nominale che ammontava a 1.850 milioni di lire.¹⁰ E successivamente nel 1945 la Cassa venne abolita.

Tra il 1930-31 vi furono disavanzi per importi significativi dovuti ad una riduzione delle entrate ed all'effettuazione di spese straordinarie.

Gli anni di maggiore depressione furono quelli del 1933-34, quando vi fu una contrazione delle entrate e di converso un incremento delle spese, sicché si passò da un disavanzo di 4.100 milioni ad un disavanzo di 6.153 milioni. Successivamente nel 1934-35 le entrate aumentarono, grazie alla ripresa economica, e all'incremento delle aliquote delle imposte, ma comunque il disavanzo fu di 3.213 milioni, ciò dovuto a degli episodi politici. Complessivamente i disavanzi registrati dal 1929 al 1935 fecero accrescere il debito pubblico da 87.134 milioni a 105.710 milioni, inoltre tra il 1929 e il 1933 vennero emessi soltanto buoni novennali del Tesoro.

⁸ Il conto corrente del Tesoro con la Cassa Depositi e Prestiti incise sul debito pubblico nel 1913 meno dell'1% fino ad un massimo, nel 1939, del 14,9%. La percentuale della raccolta della Cassa Depositi e Prestiti, posta a utilità del Tesoro, partì dal 2% nel 1913 raggiungendo più del 50% nel 1939. Il debito fluttuante aumentò in maniera problematica solo dal 1937-38 a seguire, toccando, negli anni dopo la guerra, il 69% del debito totale. (MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., pp. 40-41.)

⁹ F.A. REPACI, *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, cit., p. 257.

¹⁰ MINISTERO DEL TESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 37.

Il debito flottante era diminuito con la conversione del 1926 dei buoni ordinari del Tesoro in debito consolidato, però, dal 1930, con l'accumulo di diversi disavanzi di bilancio venne determinata una rilevante inversione di tendenza e nel 1935 il debito flottante arrivò ad 11.833 milioni.

Anche la conversione del 1934 aveva le sue ragioni, considerato che dopo la rivalutazione e la conseguente stabilizzazione della lira era indispensabile una deflazione che portasse alla contrazione delle entrate statali (anno per anno).

Negli anni del 1935-36 continuò ad esserci un forte disavanzo, dovuto alle spese militari e all'attività economica volta all'autarchia, tra il 1933-36 e 1939-40 le spese finali superarono le entrate finali di oltre 70 miliardi.

La quota delle spese correnti coperte dalle entrate correnti diminuì successivamente nel 1940-41 del 37,6% e nel 1944-45 del 18,8%.

Le politiche adottate per fronteggiare i disavanzi si concretizzarono nell'incremento della circolazione e nell'emissione di prestiti a breve e a lunga scadenza.

Con l'inizio della guerra in Etiopia, il fabbisogno del Tesoro aumentò notevolmente e, quindi, all'inizio del 1935-36 per far fronte alla necessità del Tesoro, si rese necessaria la emissione di buoni ordinari del Tesoro che comportarono un incremento degli stessi e, tra il 1935 al 1940, passò dallo 0,6% al 9,5% del debito pubblico.

Ancora, fino al 1943, furono attuate politiche di limitazione del processo inflazionistico con il «circuitto dei capitali» o «circuitto monetario», caratterizzato da restrizione sull'acquisto di materie prime e dal blocco degli investimenti, ad eccezione di quelli in titoli del debito pubblico o in depositi bancari.

I prestiti successivi, fino alla fine della seconda guerra mondiale (1945), furono per lo più buoni ordinari del Tesoro, i quali potevano essere quinquennali o novennali, ed ebbero un gettito complessivo pari a circa 146 miliardi di lire.

Gli anni tra il 1936 e il 1946 presentarono disavanzi crescenti; il debito flottante nel 1946 era il 68,9% del debito totale, e il debito consolidato diminuì al 5% del totale. Alla fine della seconda guerra mondiale il debito pubblico non rappresentava un problema importante sia per la significativa svalutazione della lira, che per la ridotta spesa per interessi; difatti il debito aveva subito un elevato ammortamento.

Anche il suo rapporto con il Pil era diminuito, raggiungendo un valore pari al 32% nel 1945.

Il rapporto debito pubblico/Pil, che risultava pari al 125% nel 1920, si era inizialmente ridotto tra il 1921 e il 1925 a causa dell'inflazione, tra il 1925 e il 1926 era ancor diminuito passando dal 96% al 63%, ciò dovuto all'eliminazione del debito preveniente dalla guerra.

Negli anni tra il 1931 e il 1933 il rapporto aveva subito un incremento dovuto alla contrazione dei prezzi e, pertanto, del Pil nominale, successivamente nel 1933-34 crebbe per la presenza di un elevato deficit.

Negli anni prima della seconda guerra mondiale, che intercorrono tra il 1935 e il 1939 il rapporto si ridusse nuovamente, ciò per l'incremento dei prezzi e del Pil nominale.

Durante il periodo della seconda guerra mondiale (1939-1945) vi fu una crescita del rapporto tra il debito pubblico ed il Pil, quale fu nel 1941 il 106%, e nel 1943 raggiunse il suo massimo con il 118%. Alla fine del periodo fascista, nel 1943, e successivamente durante gli ultimi due anni della seconda guerra mondiale il rapporto debito pubblico/Pil fu volto verso una contrazione importante, raggiungendo nel 1945 un valore del 32%.

Tabella 1.3 Andamento del rapporto debito pubblico/Pil dal 1922 al 1945

Anno	PIL a prezzi di mercato (Milioni Euro)	Var % Annua	Debito pubblico nominale (Milioni Euro)	Var % Annua	% Debito/PIL
1922	75,1	1,13%	90,91	-0,52%	121,00%
1923	85,2	13,46%	98,88	8,77%	116,00%
1924	92,8	8,91%	103,05	4,22%	111,00%
1925	96,8	4,24%	92,90	-9,85%	96,00%
1926	134,7	39,20%	84,86	-8,65%	63,00%
1927	138,3	2,69%	84,38	-0,57%	61,00%
1928	131,4	-5,02%	82,77	-1,90%	63,00%
1929	129,8	-1,23%	83,05	0,34%	64,00%
1930	122,2	-5,81%	83,11	0,07%	68,00%
1931	94,6	-22,57%	71,92	-13,46%	76,00%
1932	65,8	-30,44%	55,30	-23,12%	84,00%
1933	62,8	-4,55%	56,55	2,26%	90,00%
1934	60,6	-3,61%	59,36	4,96%	98,00%
1935	62,5	3,22%	60,02	1,12%	96,00%
1936	70,2	12,22%	65,25	8,72%	93,00%
1937	76,3	8,71%	68,65	5,21%	90,00%
1938	81,6	6,94%	73,41	6,94%	90,00%
1939	90,2	10,60%	79,38	8,14%	88,00%
1940	104,0	15,28%	96,71	21,83%	93,00%
1941	129,5	24,49%	137,22	41,89%	106,00%
1942	162,8	25,75%	190,45	38,80%	117,00%
1943	218,1	33,97%	257,32	35,11%	118,00%
1944	508,7	133,25%	391,66	52,21%	77,00%
1945	1.770,9	248,16%	566,70	44,69%	32,00%

Fonte: Elaborazione Attilio Folliero su dati Banca d'Italia, Istat e FMI, 22 Giugno 2015.

1.4 Dalla fine della II° guerra mondiale agli anni 90

Subito dopo la fine della seconda guerra mondiale i bilanci si chiusero sempre in disavanzo, maggiori nei primi anni del dopoguerra, per una serie di cause quali: la presenza di un'economia in squilibrio da un punto di vista finanziario; l'arresto del commercio; la contrattura dei consumi; la confusione dell'amministrazione in materia fiscale. Tutto ciò portò ad un aumento delle spese ed a una contrazione delle entrate, e si generarono anche nuovi oneri sociali.

Nel 1947-48 (primo esercizio gestito nella sua totalità dal Governo nazionale dopo lo sbarco degli Alleati) si registrò il massimo disavanzo effettivo degli anni dopoguerra, con ben 901 miliardi, con un valore del 52,4% delle entrate finali sulle spese finali.

Solo nel 1948-49 vi fu una sostanziale contrazione del disavanzo dai 901 miliardi ai 430 miliardi del 1950-51; l'opera di "ricostruzione" ebbe inizio, infatti, intorno al 1950, anche se il bilancio permaneva in disavanzo.

Il miglioramento del 1950 fu solo temporaneo e nel 1951-52 si ebbe un nuovo peggioramento del bilancio dello Stato, che si prolungò anche nel 1952-53, dove si registrò un disavanzo pari circa a più di un quinto delle entrate dello Stato.

Per quanto concerne i metodi di copertura del disavanzo dei primi anni dopoguerra (1948-49) lo Stato ricorse all'emissione di buoni ordinari del Tesoro e anche ad aumenti del conto corrente con la Cassa Depositi e Prestiti; la nuova liquidità non ebbe nessun effetto sull'inflazione, ciò dovuto alla presenza di una deflazione creditizia.

Nel 1949-50 lo Stato ebbe di nuovo la possibilità di emettere buoni poliennali del Tesoro, ma nonostante ciò importante fu il ricorso al debito fluttuante, negli anni che intercorrono dal 1950 al 1953; a seguire negli anni tra il 1953 e 1956 venne perseguita la strada dell'emissione dei debiti patrimoniali, mentre nel periodo 1957-59 venne nuovamente privilegiato il ricorso all'indebitamento. Nel corso di questi anni fu perseguita una politica con l'intenzione di procurare nuova moneta, contenendo l'emissione di buoni poliennali del Tesoro fino alla sua sospensione nel 1958; la maggior liquidità consentì al Tesoro di finanziarsi mediante un costo minore; nel 1959, vista la presenza di così tanta liquidità nel mercato, il Tesoro tornò a finanziarsi sul mercato dei capitali.

Un ricorso all'indebitamento piuttosto moderato fu quello negli anni 1960-61 dove vi era una situazione di cassa vantaggiosa.

Complessivamente tra la fine della seconda guerra mondiale (1945-1946) e il 1961 il debito pubblico passò da 1.067 a 5.901 miliardi; il debito fluttuante conservò una posizione importante, anche se il suo peso sul debito complessivo diminuì dal 68,9% al 60,1%; il debito redimibile subì un incremento passando dal 26,1% al 39% del totale; il debito consolidato diminuì dal 5% al 0,9% del totale.

Quanto alla copertura del fabbisogno finanziario si ricorse per l'indebitamento a medio termine ai buoni poliennali del Tesoro e per l'indebitamento a breve termine ai buoni ordinari del Tesoro, al conto corrente fruttifero con la Cassa Depositi e Prestiti ed altri mezzi della tesoreria.

Questo ricorso all'indebitamento a breve oppure a medio termine era principalmente connesso al problema della regolazione della liquidità del sistema.

In questo quindicennio (1946-1961) importante fu il «Prestito della ricostruzione 3,50%» che servì ad alleggerire la condizione della tesoreria, dovuta ad un significativo aumento delle spese. Furono emessi anche altri prestiti tra i cui il «Prestito per la riforma fondiaria redimibile 5%»¹¹, «Prestito nazionale redimibile 5% - Trieste»¹², «Prestito redimibile 5% - 1954 per indennizzo di beni perduti all'estero»¹³, «Certificati 5% per il finanziamento crediti all'esportazione»¹⁴.

Nel periodo che intercorre tra il 1950 e il 1961 vennero emessi prevalentemente buoni poliennali del Tesoro, e anche buoni novennali, tranne quelli emessi nel 1959 che erano a scadenza settennale.

L'incremento dei depositi bancari portò ad una concentrazione delle emissioni. Il prezzo per l'emissione di questi nuovi prestiti fu minore al capitale nominale sottoscritto, eccetto per quelle degli anni 1959-60, i quali furono emessi alla pari, ciò dovuto a un enorme liquidità del mercato dei capitali. Vennero emesse sempre alla pari le emissioni di rinnovo; le emissioni in maggior misura fecero riferimento al rinnovo di buoni in scadenza, vale a dire come “un indebitamento che sostituì un altro indebitamento”.

Sul finire degli anni del 1950, venne istituito un Fondo, per l'acquisto in borsa di buoni poliennali del Tesoro di qualsiasi emissione, a quotazione al di sotto della pari, fino all'esaurirsi delle sue disponibilità liquide.

Praticamente venne istituita una cassa di ammortamento fissando un processo di ammortamento graduale nel quale ad ogni scadenza dei buoni ne sarebbero stati emessi di nuovi, con la facoltà dei

¹¹ L'art. 8 della l. del 12 maggio del 1950, n. 230, dispose che le indennità di espropriazione dei terreni della Sila fossero corrisposte in titoli del debito pubblico al 5% netto (redimibili in 25 anni) ed autorizzò il ministro del Tesoro ad emettere una serie speciale di tali titoli con la prima emissione di un prestito redimibile. L'art. 18 della l. 12 ottobre 1950, n. 841, estendendo il pagamento in titoli del debito a tutti gli altri territori soggetti a trasformazione fondiaria, autorizzò l'emissione alla pari di un prestito redimibile per gli scopi predetti. (D. FAUSTO, *Lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)*, 16 Ottobre 2004.)

¹² Fu emesso con l. 22 ottobre 1954, n. 974, per la raccolta dei mezzi finanziari da destinare alle esigenze immediate ed allo sviluppo economico del territorio di Trieste. Il prestito, redimibile in 20 anni, fu emesso per un ammontare di 32 miliardi, al prezzo di 95 per ogni 100 lire di capitale nominale. (D. FAUSTO, *Lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)*, 16 Ottobre 2004.)

¹³ La l. 29 ottobre 1954, n. 1.050, riguardante la corresponsione di un indennizzo ai titolari di beni italiani all'estero perduti in seguito all'esecuzione degli articoli 74 e 79 del trattato di pace, dispose che il pagamento avvenisse in contanti fino a 5 milioni e, per la rimanente quota, mediante consegna di titoli del debito pubblico. Pertanto, fu autorizzata l'emissione alla pari del relativo prestito, ammortizzabile in 20 anni. (D. FAUSTO, *Lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)*, 16 Ottobre 2004.)

¹⁴ Questi certificati furono emessi a partire dall'esercizio 1959-60, in conseguenza della l. 3 ottobre 1957, n. 1.196. (D. FAUSTO, *Lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)*, 16 Ottobre 2004.)

portatori di quelli che erano in scadenza di rinnovarli come quelli di nuova emissione. La cassa di ammortamento era riferita al debito redimibile, il quale era formato da buoni poliennali del Tesoro; e grazie a questo meccanismo man mano se ne sarebbe ridotto l'ammontare. Con il Fondo l'attenzione passò dal debito patrimoniale a quello fluttuante, in cui la politica perseguita, mediante l'emissione di buoni poliennali del Tesoro, era quella di rafforzare i buoni ordinari del Tesoro, e non solo di raccogliere disponibilità liquide. Ciò fu significativo soprattutto dal punto di vista formale, poiché per quanto riguarda i disavanzi non vi fu la possibilità di diminuire i buoni poliennali. Inoltre negli anni che intercorrono tra il 1950 e il 1956 si poté sottoscrivere, con buoni ordinari del Tesoro che avevano una determinata scadenza, ogni emissione che veniva effettuata di buoni poliennali del Tesoro.

Il Fondo, nei suoi primi anni, conseguì delle economie e si concentrò sulla difesa delle quotazioni da oscillazioni pesanti. Negli anni a seguire diversi provvedimenti legislativi ampliarono i compiti del Fondo, il quale, con la legge del 23 ottobre del 1961, n. 1.148, fu denominato «Fondo per l'acquisto dei buoni del Tesoro poliennali e l'ammortamento di altri titoli del debito pubblico». Nel 1961 il Fondo contribuì all'incremento dei fondi di dotazione di alcuni istituti e anche al finanziamento del programma di aiuti per le zone colpite da calamità naturali.¹⁵

Inoltre tra il 1946 e il 1961 il debito fluttuante si moltiplicò di quasi cinque volte, soprattutto a causa dei buoni ordinari del Tesoro e del conto corrente fruttifero con la Cassa Depositi e Prestiti. Invece le anticipazioni temporanee della Banca d'Italia restarono inalterate, nel 1952 furono diminuite di 14 miliardi, per poi essere annullate nel 1961; le anticipazioni straordinarie restarono invariate fino al 1959, ad eccezione della contrazione nel 1948-49, e successivamente nel 1960-61 subirono una lenta diminuzione.

In questo periodo i buoni ordinari del Tesoro vennero assorbiti soprattutto dal settore creditizio, ciò dovuto soprattutto per la stabilizzazione del 1947 (dove tra gli strumenti per adempiere ai vincoli della riserva bancaria erano stati introdotti i titoli del Tesoro, i quali erano dal 1958 anche per le casse di risparmio). Si era sviluppata una propensione all'investimento in titoli pubblici del settore creditizio, che era passata dal 30,7% nel 1947 al 54,8% nel 1961, contemporaneamente alla contrazione di questa da parte del settore privato e delle istituzioni non bancarie.

Il settore creditizio possedeva nel 1947 il 49,9% del debito pubblico, e nel 1961 il 39,1%; non erano più i privati che sorreggevano il debito pubblico, bensì come affermò Einaudi: *“era diventato un mito, nel senso che la maggior parte del debito pubblico era diventato debito dello Stato verso se stesso”*.¹⁶

¹⁵ BANCAD'ITALIA, *Relazione esercizio 1965*, Roma, 1966, p. 265.

¹⁶ L. EINAUDI, *Il debito pubblico è un mito*, «Corriere della Sera», 7 giugno 1960.

Difatti i titoli emessi dallo Stato venivano acquistati dallo Stato stesso mediante le banche ed altre differenti istituzioni finanziarie su cui esercitava un controllo, o pressioni indirette per la politica dell'indebitamento; così facendo il debito pubblico era diventato una partita di giro. Nel 1961 il debito pubblico non rappresentava un grande problema, anche il suo rapporto con il Pil risultava essere pari ad un valore del 29%, dato lo sviluppo del reddito che riuscì a mantenerlo più o meno stabile.¹⁷

Tra il 1861 e il 1961 il debito pubblico si moltiplicò di 1.885 volte, passando 3.131 milioni a ben 5.901 miliardi, supportato dal sistema economico per la diminuzione subita dal potere d'acquisto della lira maggiormente durante i due conflitti mondiali.

Il rapporto tra debito pubblico e reddito nazionale diminuì dal 48% al 24,3% ed anche la struttura del debito venne modificata; il debito fluttuante nel 1961 ammontava ad 60,1% del debito totale mentre il debito consolidato quasi scomparve, con un ammontare del 0,9% del debito totale.

Il debito pubblico interno nel 1961 era moderato, il suo effetto sul reddito nazionale era diminuito a differenza del periodo unitario.

Dopo la seconda guerra mondiale il Paese dovette affrontare delle gravi condizioni, ma nonostante ciò si perseguì una misurata politica del debito pubblico; anche se il debito pubblico del dopoguerra fu quasi tutto annullato dalla presenza di una significativa inflazione, che portò a finanziare i disavanzi grazie al suo aumento, aiutando notevolmente l'amministrazione.

Successivamente al periodo della stabilizzazione del 1947-48 il sistema economico si basò su la politica del debito pubblico e sulla struttura dei tassi d'interesse.¹⁸

La seconda guerra mondiale aveva portato ad una crescita del rapporto tra il debito pubblico ed il Pil fino al 118%, diminuendo leggermente durante gli ultimi due anni del conflitto.

Difatti l'aumento dei prezzi, successivamente al periodo fascista, fece diminuire questo rapporto. Il periodo che va dal 1950 al 1968 fu caratterizzato da un significativo tasso di sviluppo, da un'assenza di inflazione e da una politica fiscale piuttosto stabile.

Il rapporto tra debito pubblico e Pil tra il 1951 e il 1964 passò dal 29% al 27%, risalendo nuovamente nel 1968 al 33%. Gli anni che intercorrono dal 1968 al 1983 furono influenzati da un'importante inflazione, da tassi di interesse reali negativi e da una crescita sostenuta.

Nel 1973 il saldo del bilancio pubblico si trovava in negativo, ciò dovuto all'elevato aumento delle spese e ad una contrazione delle entrate, il rapporto così passò dal 50,64% nel 1973 fino al 58,46% nel 1981, aumentando in maniera contenuta a causa della tassa d'inflazione imposta ai detentori del

¹⁷ MINISTERO DELTESORO, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., pp. 90 e 93.

¹⁸ A. FAZIO, *La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978*, in «Moneta e Credito», anno XXII, n. 127, 3° trimestre, 1979, p. 274.

debito pubblico. Ma dal 1981 al 1983 il rapporto aumentò in maniera più consistente, rispetto agli anni precedenti, sino ad un valore del 69,40%.

Gli anni che vanno dal 1983 al 1996, difatti, furono contraddistinti da una elevata accumulazione di debito pubblico, che raggiunse il massimo, nel 1994, in termini di rapporto con il prodotto interno lordo (Pil) con un valore pari al 121%.

Il periodo, prima dell'ingresso degli anni '90, fu caratterizzato dalla contrazione delle spese, da un aumento delle entrate, e di tassi di interesse reali elevati. Inoltre anche l'evoluzione dei tassi d'interesse reali internazionali ha sempre influenzato il costo del debito pubblico, con maggior intensità negli anni 1983-93.

Soltanto con la crisi valutaria del 1991, che portò ad un'elevata svalutazione della lira, fu attuata una politica di riequilibrio, la quale consolidò le aspettative dei diversi operatori nazionali ed esteri, oltre al fatto di produrre in maniera tempestiva dei discreti effetti. Successivamente negli anni tra il 1991 al 1999, il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo (Pil), passò da un valore pari a 98,59 % nel 1991 ad un valore pari al 109% nel 1999, toccando il suo massimo nel 1994 con un valore di 121%.

Tabella 1.4 Andamento del rapporto debito pubblico/Pil dal 1946 al 1999

Anno	PIL a prezzi di mercato (Milioni Euro)	Var % Annuale	Debito pubblico nominale (Milioni Euro)	Var % Annuale	% Debito/PIL
1946	3.098,7	74,98%	743,69	31,23%	24,00%
1947	3.267,1	5,43%	914,77	23,01%	28,00%
1948	4.048,1	23,91%	1.214,44	32,76%	30,00%
1949	4.588,5	13,35%	1.422,45	17,13%	31,00%
1950	5.859,4	27,70%	1.582,05	11,22%	27,00%
1951	6.428,8	9,72%	1.864,37	17,85%	29,00%
1952	7.367,5	14,60%	2.136,59	14,60%	29,00%
1953	8.353,8	13,39%	2.422,60	13,39%	29,00%
1954	8.468,8	1,38%	2.710,01	11,86%	32,00%
1955	9.307,2	9,90%	2.978,29	9,90%	32,00%
1956	10.150,5	9,06%	3.146,65	5,65%	31,00%
1957	10.680,1	5,22%	3.310,83	5,22%	31,00%
1958	11.430,3	7,02%	3.543,38	7,02%	31,00%
1959	11.796,3	3,20%	3.892,79	9,86%	33,00%
1960	13.006,9	10,26%	4.032,14	3,58%	31,00%
1961	14.768,9	13,55%	4.282,98	6,22%	29,00%
1962	16.008,7	8,40%	4.642,54	8,40%	29,00%
1963	17.821,1	11,32%	4.989,91	7,48%	28,00%
1964	20.254,7	13,66%	5.468,76	9,60%	27,00%

1965	20.466,7	1,05%	6.140,02	12,27%	30,00%
1966	25.281,4	23,52%	7.837,24	27,64%	31,00%
1967	27.701,6	9,57%	8.587,50	9,57%	31,00%
1968	30.377,8	9,66%	10.024,68	16,74%	33,00%
1969	34.194,7	12,56%	11.284,24	12,56%	33,00%
1970	35.267,4	3,14%	13.086,60	15,97%	37,11%
1971	38.486,5	9,13%	16.145,92	23,38%	41,95%
1972	42.154,7	9,53%	20.107,86	24,54%	47,70%
1973	50.911,2	20,77%	25.780,29	28,21%	50,64%
1974	64.586,0	26,86%	32.403,78	25,69%	50,17%
1975	73.975,5	14,54%	41.899,43	29,30%	56,64%
1976	93.078,5	25,82%	52.317,52	24,86%	56,21%
1977	113.100,4	21,51%	62.459,56	19,39%	55,22%
1978	133.047,8	17,64%	79.091,78	26,63%	59,45%
1979	162.758,6	22,33%	94.800,49	19,86%	58,25%
1980	203.382,8	24,96%	114.065,98	20,32%	56,08%
1981	243.632,4	19,79%	142.427,14	24,86%	58,46%
1982	287.552,3	18,03%	181.567,83	27,48%	63,14%
1983	334.832,9	16,44%	232.385,48	27,99%	69,40%
1984	382.830,7	14,33%	286.744,39	23,39%	74,90%
1985	429.648,8	12,23%	347.592,62	21,22%	80,90%
1986	475.030,7	10,56%	404.335,88	16,32%	85,12%
1987	519.650,6	9,39%	463.083,44	14,53%	89,11%
1988	577.455,1	11,12%	524.528,44	13,27%	90,83%
1989	634.021,2	9,80%	591.618,70	12,79%	93,31%
1990	701.352,0	10,62%	667.847,73	12,88%	95,22%
1991	765.806,1	9,19%	755.010,88	13,05%	98,59%
1992	805.681,8	5,21%	849.920,48	12,57%	105,49%
1993	829.758,1	2,99%	959.713,46	12,92%	115,66%
1994	877.708,1	5,78%	1.069.415,10	11,43%	121,84%
1995	985.342,3	12,26%	1.151.488,82	7,67%	116,86%
1996	1.043.466,7	5,90%	1.213.508,31	5,39%	116,30%
1997	1.090.273,4	4,49%	1.238.169,57	2,03%	113,57%
1998	1.135.930,9	4,19%	1.254.386,00	1,31%	110,43%
1999	1.172.365,3	3,21%	1.282.061,53	2,21%	109,36%

Fonte: Elaborazione Attilio Folliero su dati Banca d'Italia, Istat e FMI, 22 Giugno 2015.

Grafico 1.1 Il debito pubblico italiano dal periodo unitario al 2000



Fonte: Elaborazione su dati Banca d'Italia.

CAPITOLO 2

IL DEBITO PUBBLICO: DINAMICHE, EFFETTI E POLITICHE DI RIENTRO

2.1 Il vincolo di bilancio del governo

Il disavanzo di bilancio nell'anno t viene descritto dalla seguente formula:

$$\text{disavanzo: } rB_{t-1} + G_t - T_t$$

Dove: r è il tasso di interesse reale costante;

B_{t-1} è il debito pubblico alla fine dell'anno $t-1$;

$r B_{t-1}$ sono i tassi di interesse reali corrisposti sui titoli pubblici in circolazione;

G_t è la spesa pubblica in beni e servizi nell'anno t ;

T_t sono le imposte al netto di trasferimenti.

Occorre precisare delle caratteristiche che sono:

- la spesa per interessi misurata in termini reali;
- nella spesa pubblica (G) non vengono inclusi i trasferimenti, i quali vengono sottratti dalle imposte (T);
- il disavanzo finanziato solo con l'emissione di nuovi titoli di Stato, non mediante signoraggio.

Il vincolo di bilancio del governo, se ipotizziamo che il finanziamento monetario non esista, afferma che la variazione del debito pubblico nel corso dell'anno t è uguale al disavanzo nell'anno t :

$$B_t - B_{t-1} = r B_{t-1} + G_t - T_t$$

in cui $r B_{t-1}$ sono gli interessi sul debito e $G_t - T_t$ rappresenta il disavanzo primario o l'avanzo primario.

Riordinando i termini dell'equazione si ottiene:

$$B_t = (1+r) B_{t-1} + G_t - T_t$$

dalla quale si ricava che il debito alla fine dell'anno t è uguale a $(1+r)$ per il debito alla fine dell'anno $t-1$, più il disavanzo primario, ovvero $G_t - T_t$.

Per quanto riguarda il rimborso all'anno 1, ipotizzando che vi sia un bilancio in pareggio al tempo 0, un debito nullo al tempo 0, ossia $B_0 = 0$, e un indebitamento nell'anno 0 (e quindi una diminuzione delle imposte) che sia pari a 1, ovvero $B_0 = 1$, allora il debito all'anno 1 sarà: $B_1 = (1+r) B_0 + (G_1 - T_1)$; se il debito viene rimborsato per l'intero anno 1, il debito alla fine dell'anno 1 sarà 0, ovvero $B_1 = 0$; sostituendo B_0 con 1 e B_1 con 0 si ottiene:

$$T_1 - G_1 = (1+r)1 = 1+r$$

Si deduce, quindi, che per poter rimborsare l'intero debito all'anno 1 il governo dovrebbe produrre un avanzo primario pari a $(1+r)$: questo può avvenire o diminuendo la spesa oppure aumentando le imposte.

Per quanto riguarda, invece, il rimborso dopo t anni; allora nell'anno 1 il disavanzo primario è uguale a 0, pertanto il debito finale all'anno 1, se $B_0 = 1$, sarà $B_1 = (1+r) B_0 + 0 = 1+r$. Nell'anno 2, con la presenza di un disavanzo primario (ovvero $G-T$) pari a 0, il debito a fine anno sarà $B_2 = (1+r) B_1 + 0 = (1+r) (1+r) = (1+r)^2$.

Pertanto, finché il governo mantiene un disavanzo primario pari a 0, il debito crescerà ad un tasso pari al tasso di interesse e , difatti, alla fine dell'anno $t-1$, il debito sarà $B_{t-1} = (1+r)^{(t-1)}$. Nell'anno t , se il governo deciderà di rimborsare il debito, B_t (ovvero il debito alla fine dell'anno t) sarà uguale a 0, ma il debito dell'anno precedente, cioè $t-1$, sarà $B_{t-1} = (1+r)^{(t-1)}$.

Pertanto nell'anno in cui il governo rimborsa il debito, il vincolo di bilancio sarà: $B_t = (1+r) B_{t-1} + (G_t - T_t)$, e per poter annullare il debito bisognerà, appunto, che B_t sia uguale a 0 (come detto prima), e inoltre sostituendo B_t con 0 e B_{t-1} con la sua precedente espressione, ovvero $B_{t-1} = (1+r)^{(t-1)}$, otterremo: $T_t - G_t = (1+r)^t$.

Per rimborsare il debito, il governo allora dovrà produrre un disavanzo primario uguale a $(1+r)^t$; si deduce, allora, che più tempo si attende ad incrementare le imposte o tanto maggiore sia il tasso di interesse reale, poi tanto maggiore sarà l'incremento delle imposte future.

Di contro per la stabilizzazione del debito, ovvero per mantenere questo ad un determinato livello, ad esempio il livello dell'anno 0, per cui il debito alla fine dell'anno 1 deve essere uguale al debito dell'anno 0, $B_1 = B_0 = 1$, sostituendo nell'equazione del vincolo di bilancio all'anno 1, ovvero $B_1 = (1+r) B_0 + (G_1 - T_1)$ si ottiene $1 = (1+r) + (G_1 - T_1)$ e da qui $T_1 - G_1 = r$.

Ne deriva che per evitare un altro aumento del debito nell'anno 1, il governo dovrebbe conseguire un avanzo di bilancio primario che sia pari agli interessi reali sul debito esistente; il governo dovrà fare lo stesso anche negli anni a seguire, ovvero ogni anno l'avanzo primario dovrà essere sufficiente per coprire gli interessi sul debito. Inoltre l'eredità di disavanzi passati costituisce un maggiore debito corrente e per stabilizzarlo il governo dovrà, successivamente, produrre avanzi primari che siano uguali agli interessi sul debito esistente.

2.1.1 La teoria della neutralità del debito

Nel '800 David Ricardo¹⁹ propose una teoria che si distaccava dall'interpretazione tradizionale del debito pubblico, la quale affermava che se il governo abbatte le imposte e finanzia la spesa con un deficit di bilancio, gli individui pensano di aver maggiore reddito e quindi incrementano la spesa. Il principio generale sul quale si fonda questa teoria è che il debito pubblico è equivalente ad un

¹⁹ D. Ricardo: *Essay On The Funding System*, Encyclopaedia Britannica (1820).

aumento delle imposte. L'equivalenza ricardiana, invece, sostiene che finanziare la spesa pubblica con il debito o con l'imposizione fiscale non porta ad effetti diversi.

Il ragionamento che sta alla base dell'equivalenza ricardiana è il seguente: se il governo diminuisse le imposte senza, però, ridurre la spesa, in realtà finanzierebbe la diminuzione delle imposte con il debito, con la conseguenza che nel futuro bisognerà, comunque, aumentare le imposte per far fronte al debito e agli interessi accumulati.

La realtà dei fatti corrisponde ad una diminuzione delle imposte oggi fronteggiata da un aumento delle imposte domani; quindi non si avrà a disposizione un reddito maggiore, o meglio lo si avrà solo momentaneamente, ma successivamente verrà sottratto, e di conseguenza diminuiranno i consumi.

La teoria ricardiana, tra l'altro, si basa su dei consumatori previdenti che prendono decisioni sulla spesa facendo riferimento non solo al reddito disponibile attuale, ma anche a quello futuro atteso; inoltre il consumatore è visto come un individuo lungimirante.

Il consumatore lungimirante percepisce e comprende, in maniera chiara, che un aumento nel presente del debito pubblico sarà compensato da un aumento delle imposte nel futuro; in questo modo non si diminuisce il carico fiscale, ma bensì lo si sposta nel futuro; ciò non dovrebbe incentivare i consumatori a spendere di più, anzi, al contrario, dovrebbe indurre ad una maggiore cautela nella spesa.

L'implicazione dell'equivalenza ricardiana è che una diminuzione delle imposte che viene finanziata con il debito mantiene inalterato il consumo, poiché il consumatore risparmierà il reddito disponibile per compensare e far fronte alle imposte future.

Nella teoria ricardiana non tutti i mutamenti di politica fiscale sono di scarsa importanza. I diversi provvedimenti derivanti dalla politica fiscale influiscono sulla spesa per consumi solo se fanno attenzione sia alla spesa pubblica attuale, che anche a quella futura. È vero anche che la contrazione delle spesa pubblica futura porta ad un incremento dei consumi e, anche in assenza di un taglio delle imposte, porterebbe ad una diminuzione futura del carico fiscale.

L'interpretazione ricardiana si differenzia da quella tradizionale del debito per alcuni motivi.²⁰

L'interpretazione ricardiana sostiene che i consumatori siano individui razionali, che vedendo il governo indebitarsi nel finanziare la spesa pubblica guardino al futuro e alle imposte future che dovranno pagare e che, inoltre, prendano le decisioni sul risparmio e sul consumo in maniera, pertanto, razionale. Difatti il consumatore oltre ad essere lungimirante, bisogna che sia anche ben informato. Differentemente nell'interpretazione tradizionale gli individui decidono sul risparmio in

²⁰ Per il dibattito sull'equivalenza ricardiana: Douglas Bernheim, <<Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and Evidence>>, NBER *Macroeconomics Annual*, 1987, pp. 263-303; e gli atti del convegno sui deficit di bilancio, pubblicati nel fascicolo della primavera 1989 del *Journal of Economic Perspectives*.

base a delle regole empiriche, e non razionali; i consumatori, percepiscono la diminuzione delle imposte come un aumento del loro reddito permanente (anche se in realtà non è così), e di conseguenza aumentano i consumi e diminuiscono il risparmio.

L'interpretazione ricardiana, inoltre, si basa sull'ipotesi che il consumatore prenda decisioni sulla spesa in base al reddito permanente (che include il reddito attuale e futuro), e non in base al solo reddito attuale. Difatti una diminuzione delle imposte, mediante il debito, comporta un aumento del reddito corrente, ma non di quello permanente, e di conseguenza non influisce sul consumo. Invece i sostenitori dell'interpretazione tradizionale considerano più importante il reddito corrente, piuttosto che quello permanente.

Un altro elemento importante è quello delle generazioni future, secondo il quale il consumatore si aspetta che le imposte implicite del debito pubblico non influiscano su di lui, ma sulle generazioni future.

Difatti se il governo oggi attua un taglio alle imposte, comporterà un aumento delle imposte future che saranno a carico delle generazioni future. Questo trasferimento alle generazioni future implica maggiori risorse per le generazioni attuali e di conseguenza maggior consumo. Praticamente una diminuzione delle imposte oggi, stimola e incentiva i consumi oggi, poiché saranno a spese delle generazioni future.

Barro ha reso quest'argomentazione favorevole all'equivalenza ricardiana, sostenendo che le generazioni future sono composte dai figli, nipoti e che, pertanto, non possono essere visti come individui separati del tutto; infatti se si ha a cuore la generazione futura dei nostri figli e dei nostri nipoti, allora non si sfrutterà la possibilità di consumare a spese loro.

Secondo Barro colui che decide non è il singolo individuo, ma la famiglia che prende decisioni sul consumo in base non solo al reddito corrente proprio, ma in base a quello dei futuri figli e nipoti.

Pertanto l'individuo invece di consumare il reddito in più derivante dalla diminuzione delle imposte, lo risparmia lasciandolo alle generazioni future che dovranno far fronte alle imposte future.

Inoltre per Barro l'orizzonte temporale dell'individuo, inteso come consumatore, è infinito come quello del governo.

Tuttavia potrebbe anche succedere, differentemente a quanto esposto precedentemente, che il consumatore non abbia interesse ad agevolare le generazioni future, e quindi sfrutterà tutte le possibilità di consumare a loro spese; difatti, per le famiglie che non lasciano niente in eredità, una contrazione delle imposte, finanziato mediante l'indebitamento, provoca un'alterazione nel consumo, ridistribuendo la ricchezza tra le generazioni.²¹

²¹ Robert J. Barro, <<Are Government Bonds Net Wealth?>>, *Journal of Political Economy*, 1974, vol. 81, pp. 1095-1117.

In sintesi il debito pubblico viene visto per Ricardo come un trasferimento dell'imposizione, mentre per Barro come un trasferimento tra gli individui.

2.2 Il rapporto debito pubblico/ Pil

Per un'economia in crescita, è più interessante trattare l'andamento del rapporto tra il debito pubblico ed il Prodotto Interno Lordo (Pil), piuttosto che il solo andamento del debito pubblico.

Il rapporto debito pubblico/Pil ci permette di capire se il debito è elevato o meno, anche in relazione alla capacità del governo di onorarlo; inoltre un rapporto debito/Pil elevato può portare al deperimento del capitale, ad imposte elevate e ad elevate distorsioni, e incrementa il rischio di possibili crisi finanziarie.

2.2.1 Il vincolo di bilancio del governo in termini del Pil

L'andamento del rapporto debito/Pil viene rappresentata della seguente equazione:

$$B_t/Y_t = (1+r) (B_{t-1}/Y_t) + ((G_t-T_t)/Y_t)$$

La quale si ottiene dividendo l'equazione del vincolo di bilancio ($B_t = (1+r) B_{t-1} + G_t - T_t$) per la produzione totale (Y_t).

Se trasformiamo B_{t-1}/Y_t in $(B_{t-1}/Y_{t-1}) (Y_{t-1}/Y_t)$ l'equazione diviene:

$$B_t/Y_t = (1+r) (B_{t-1}/Y_{t-1}) (Y_{t-1}/Y_t) + ((G_t-T_t)/Y_t)$$

tutti i termini sono espressi in rapporto al Pil; se con g si rappresenta il tasso di crescita della produzione (Y_{t-1}/Y_t) il vincolo diventa:

$$(B_t/Y_t) - (B_{t-1}/Y_{t-1}) = (r-g) (B_{t-1}/Y_{t-1}) + ((G_t-T_t)/Y_t)$$

Questa funzione definisce la variazione del rapporto debito/Pil, la quale è uguale alla somma di due termini; il primo termine $(r-g) (B_{t-1} / Y_{t-1})$ rappresenta la spesa per interessi, in termini reali, corretta per la crescita della produzione, mentre il secondo $((G_t - T_t) / Y_t)$ il rapporto tra il disavanzo primario e il Pil. Inoltre se $r > g$ implica che $G - T < 0$, ovvero $G < T$, e che la sostenibilità fiscale impone al governo di generare un avanzo primario; se $r = g$ implica che $G - T = 0$, ovvero $G = T$, e che la sostenibilità fiscale impone un bilancio primario in pareggio; se, invece, $r < g$ implica che $G - T > 0$, ovvero $G > T$, e la sostenibilità fiscale può essere mantenuta anche ove vi sia un disavanzo primario.

2.2.2 La dinamica del rapporto debito pubblico/Pil nel lungo periodo

L'equazione seguente ci permette di analizzare la variazione del rapporto debito pubblico/Pil nel lungo periodo:

$$(B_t / Y_t) - (B_{t-1} / Y_{t-1}) = (r-g) (B_{t-1} / Y_{t-1}) + ((G_t - T_t) / Y_t)$$

che può essere riscritta come segue:

$$B_t / Y_t = (1+r-g) (B_{t-1} / Y_{t-1}) + ((G_t - T_t) / Y_t)$$

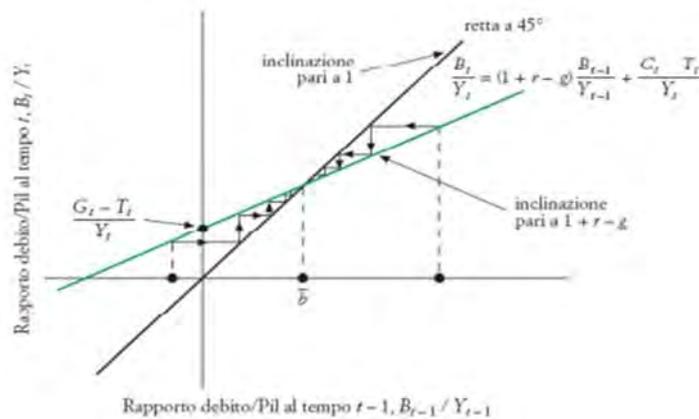
quest'equazione è detta equazione alle differenze finite.

Per studiarla ipotizzeremo che il governo presenti avanzi o disavanzi primari costanti (questi in rapporto al Pil) ed analizzeremo attraverso i grafici la dinamica di quest'equazione.

Possiamo considerare 4 casi.

Nel primo caso (Rif. Grafico 2.1) vi è il tasso di crescita del Pil g maggiore del tasso di interesse reale r , ovvero $g > r$, con un disavanzo primario positivo e costante nel tempo, ovvero $G_t - T_t > 0$:

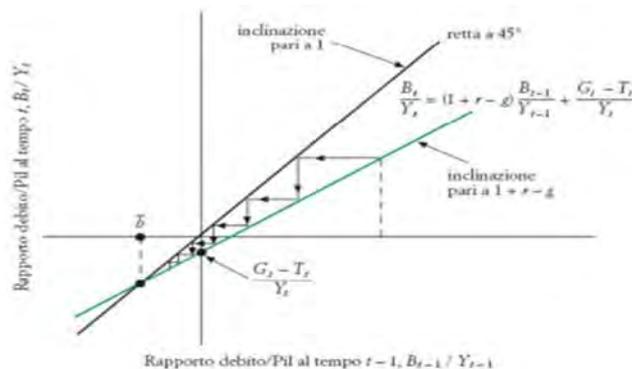
Grafico 2.1 Disavanzo primario positivo con $g > r$



La retta del rapporto debito pubblico/Pil presenta un'inclinazione minore di 1 e una intercetta positiva. In questo caso, nel lungo periodo, il rapporto debito pubblico/Pil convergerà nel tempo al suo valore di stato stazionario, nonostante il debito ereditato dal passato e anche la presenza di disavanzi primari; e in equilibrio il governo sarà debitore.

Nel secondo caso (Rif. Grafico 2.2) vi è il tasso di crescita del Pil g maggiore del tasso di interesse reale r , ovvero $g > r$, e con un disavanzo primario negativo (avanzo primario positivo), ovvero $T_t - G_t > 0$:

Grafico 2.2 Disavanzo primario negativo con $g > r$

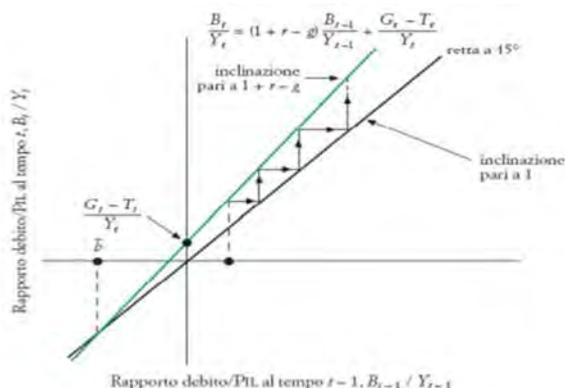


La retta del rapporto debito pubblico/Pil presenta un'inclinazione minore di 1 e una intercetta negativa.

In questo caso, nel lungo periodo, il rapporto debito pubblico/Pil convergerà verso l'equilibrio, qualunque sia il valore iniziale del rapporto tra il debito pubblico ed il Pil; inoltre in equilibrio il governo è creditore.

Nel terzo caso (Rif. Grafico 2.3) vi è il tasso di crescita del Pil g minore del tasso di interesse reale r , ovvero $r > g$, con un disavanzo primario positivo e costante nel tempo, ovvero $G_t - T_t > 0$:

Grafico 2.3 Disavanzo primario positivo con $r > g$

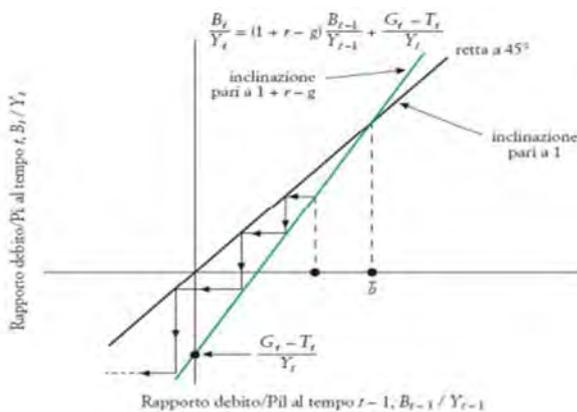


La retta del rapporto debito pubblico/Pil presenta un'inclinazione maggiore di 1 e una intercetta positiva.

In questo caso, nel lungo periodo, il rapporto debito pubblico/Pil non convergerà nel tempo allo stato stazionario, infatti se vi è un debito positivo ereditato dal passato e vi sono disavanzi primari, questo rapporto cresce allontanandosi pian piano dal valore di equilibrio; inoltre in equilibrio il governo è creditore.

Nel quarto caso (Rif. Grafico 2.4) vi è il tasso di crescita del Pil g minore del tasso di interesse reale r , ovvero $r > g$, con un disavanzo primario negativo (avanzo primario positivo), ovvero $T_t - G_t > 0$:

Grafico 2.4 Disavanzo primario negativo con $r > g$



La retta del rapporto debito pubblico/Pil presenta un'inclinazione maggiore di 1 e una intercetta negativa.

In questo caso, nel lungo periodo, il rapporto debito pubblico/Pil presenta una tendenza ad esplodere, ed in presenza di avanzi di bilancio adeguati, nonostante che il tasso di interesse sia maggiore del tasso di crescita del Pil e la presenza di un debito iniziale positivo, il rapporto si ridurrà nel tempo; inoltre in equilibrio (instabile) il governo è debitore.

2.3 La sostenibilità del debito pubblico

Lo Stato attraverso i flussi in entrata, derivati dalle imposte (T), può finanziare i flussi in uscita del bilancio della Pubblica Amministrazione, i quali sono costituiti dalla spesa pubblica (G), dalla spesa per i trasferimenti (TR) e dalla spesa per interessi sullo stock di debito pubblico (rB_{t-1}).

Se le uscite totali sono maggiori delle entrate totali il bilancio mostra un saldo negativo; così che lo Stato per far fronte alle elevate spese deve ricorrere all'indebitamento, ciò mediante due vie o prendendo a prestito risorse dalla collettività mediante l'emissione di titoli del debito pubblico che verranno successivamente collocati presso i privati, creando un aumento nello stock esistente di debito (ΔB), o invece presso la Banca Centrale, con la creazione di base monetaria (ΔH). Il vincolo di bilancio per lo Stato al tempo t può essere espresso attraverso la seguente espressione:

$$G_t + TR_t + rB_{t-1} = T_t + \Delta B + \Delta H$$

in cui G_t è la spesa pubblica per beni e servizi, TR_t sono i trasferimenti della Pubblica Amministrazione (come pensioni, spesa assistenziale), rB_{t-1} è la spesa reale per interessi sullo stock di debito pubblico esistente all'inizio del tempo t , T_t sono le imposte, $\Delta B = B_t - B_{t-1}$ rappresenta la variazione del debito pubblico che deriva dall'indebitamento presso i privati, $\Delta H = H_t - H_{t-1}$ rappresenta la base monetaria originata dall'indebitamento presso la Banca Centrale.

Considerando che $D_t = (G_t + TR_t) - T_t$ esprime il disavanzo primario il vincolo di bilancio dello Stato può essere scritto:

$$D_t + rB_{t-1} = B_t - B_{t-1} + \Delta H$$

Se lo Stato finanzia la spesa in eccesso ($D_t + rB_{t-1}$) soltanto attraverso l'indebitamento, cioè con l'emissione e vendita di titoli del debito pubblico ai privati, ciò potrebbe portare ad un problema di sostenibilità del debito pubblico; pian piano che il debito si accumula, difatti, aumenterà la spesa per interessi sul debito e di conseguenza lo Stato dovrà emettere nuovo debito per ottenere le risorse necessarie per poter finanziare il possibile disavanzo primario e pagare, anche, gli interessi sul debito accumulato. Pertanto il debito pubblico si autoalimenta, con il debito accumulato che genera nuovo debito per poter, infatti, finanziare la spesa per interessi. Tutto questo può dar luogo ad una esplosione del debito, che si sottrae al controllo dello Stato e lo costringe a lasciare la politica di finanziamento attraverso l'indebitamento, spingendolo a mettere in atto una rigida politica fiscale restrittiva per poter ottenere avanzi primari e tentare di diminuire l'esistente stock di debito. Questo potrebbe portare lo

Stato alla bancarotta e/o al consolidamento e alla ristrutturazione del suo debito, ovvero alla decisione dello Stato di non rendere più il denaro che gli è stato prestato oppure di restituire solo i debiti a scadenza più lunga, cioè di ristabilire tempi ed oneri per la restituzione del debito contratto.

Per analizzare il problema della sostenibilità del debito pubblico, bisogna tener conto dell'andamento nel tempo del debito accumulato dallo Stato in rapporto al Pil della nazione, che determina la capacità del paese di generare le risorse per ripagare il debito contratto. Si può derivare la condizione per la sostenibilità del debito pubblico partendo dal vincolo di bilancio dello Stato:

$$D_t + rB_{t-1} = B_t - B_{t-1} + \Delta H$$

Dal momento in cui anche il Pil non è costante, ma piuttosto si modifica nel tempo, possiamo definire il tasso di crescita del Pil con g , in maniera tale che sia:

$$Y_t = (1 + g) Y_{t-1}$$

Se si dividono entrambi i membri del vincolo di bilancio dello Stato per il prodotto interno lordo (Y_t), otteniamo:

$$\frac{D_t}{Y_t} + \frac{rB_{t-1}}{Y_t} = \frac{B_t}{Y_t} + \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{\Delta H}{Y_t} \Rightarrow \frac{D_t}{Y_t} + \frac{rB_{t-1}}{(1+g)Y_{t-1}} = \frac{B_t}{Y_t} + \frac{B_{t-1}}{(1+g)Y_{t-1}} + \frac{\Delta H}{Y_t}$$

ovvero

$$dt + \frac{r}{1+g} bt - 1 = bt + \frac{1}{1+g} bt - 1 + \mu t$$

dove d_t , μ_t , b_t e b_{t-1} sono i valori rapportati al Pil (Y), in riferimento al saldo primario, alla variazione della base monetaria e al debito al tempo t e al tempo $t-1$.

Se si risolve quest'equazione rispetto a b_t , allora otterremo:

$$bt = dt + \frac{1+r}{1+g} bt - 1 - \mu t$$

Questa, difatti, è l'equazione di sostenibilità del debito pubblico.

Se si suppone che la quota di deficit pubblico finanziata mediante monetizzazione sia nulla ($\mu_t=0$), ne deriva che la stabilità nel tempo del rapporto debito/Pil, ovvero $b_t = b_{t-1}$ (cioè la sostenibilità del debito pubblico) discende dall'evoluzione del saldo primario d_t e del rapporto tra il tasso d'interesse reale r ed il tasso di crescita del PIL reale g :

$$bt = dt + \frac{1+r}{1+g} bt - 1$$

Bisogna tener conto che d_t rappresenta la differenza tra la spesa pubblica (G) e le entrate fiscali. Difatti, se la spesa pubblica (G) è superiore alle entrate fiscali, ne consegue che d_t sarà positivo e, quindi, si sarà in presenza di un disavanzo primario; invece nel caso contrario vi sarà un avanzo primario. L'equazione di sostenibilità del debito, pertanto, sostiene che se il disavanzo primario aumenta (d_t), allora aumenterà anche b_t , e potranno esistere problemi di sostenibilità del debito

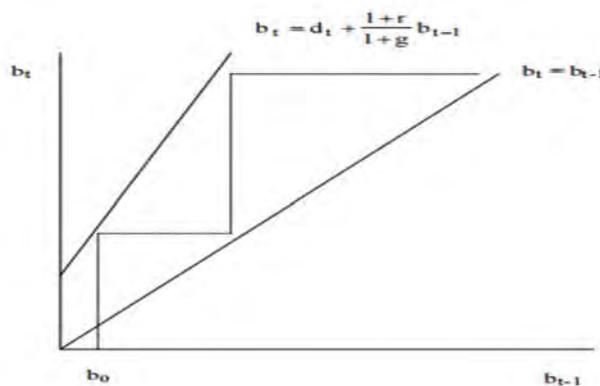
contratto. Il secondo termine dell'equazione evidenzia che lo stock di debito rappresenta un peso importante, ciò dovuto al volume di spesa per interessi associato ad esso, e inoltre l'onere di tale spesa sarà tanto più alto quanto maggiore sarà il tasso d'interesse r : se aumenta r , allora aumenterà anche b_t e potranno esistere, anche qui, problemi di sostenibilità del debito. Ma, se il sistema economico cresce, allora potrà essere all'altezza di generare risorse che siano sufficienti a ripagare gli interessi sul debito, senza che si presenti alcuna esplosione; difatti, se g aumenta, allora b_t di conseguenza diminuisce, e i problemi di sostenibilità potrebbero essere risolti. Pertanto tutto deriva da g se risulta superiore o inferiore ad r . Le implicazioni per la sostenibilità del debito pubblico contenute nella seguente equazione

$$b_t = d_t + \frac{1+r}{1+g} b_{t-1}$$

possono essere esaminate attraverso un grafico, in cui sull'asse verticale e su quello orizzontale troviamo rispettivamente b_t e b_{t-1} . In questo grafico l'equazione per la sostenibilità può essere espressa attraverso una retta che abbia una intercetta pari a d_t e una pendenza pari a $(1+r)/(1+g)$, e la bisettrice del quadrante faccia riferimento all'insieme dei punti in cui $b_t = b_{t-1}$, ovvero dove il rapporto debito/Pil sia stabile, costante nel tempo e che, quindi, il debito pubblico si presenti sostenibile. A seconda del valore che assume d_t e del rapporto che vi è tra r e g , possiamo considerare graficamente quattro situazioni diverse in riferimento al problema della sostenibilità del debito pubblico:

Nel primo caso (Rif. Grafico 2.5) vi è $d_t > 0$, ovvero si è in presenza di un disavanzo primario, e $r > g$; questa situazione evidenzia la non sostenibilità del debito pubblico:

Grafico 2.5 Disavanzo primario con $r > g$

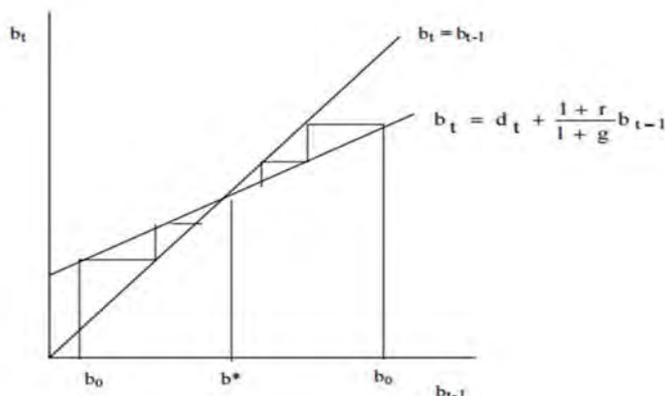


In questa situazione la presenza di un disavanzo primario e di un tasso d'interesse reale r maggiore del tasso di crescita del PIL reale g , ne consegue che, anche iniziando da un rapporto debito/Pil molto basso, non si arriverà mai ad una situazione stabile (difatti, la retta che descrive la dinamica del rapporto debito/Pil non incrocia mai la bisettrice). Il debito pubblico nel tempo cresce in misura maggiore rispetto al Pil e ciò comporta che l'economia del paese non si trova nella posizione in cui

può generare le risorse che sarebbero necessarie per ripagare neanche i soli interessi sul debito che lo Stato ha contratto; in sintesi il destino del debito è quello di esplodere e non è sostenibile.

Nel secondo caso (Rif. Grafico 2.6) vi è $d_t > 0$, ovvero si è in presenza di un disavanzo primario, e $r < g$; questa situazione esprime la sostenibilità del debito pubblico:

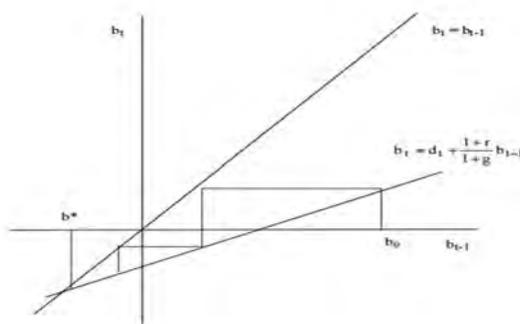
Grafico 2.6 Disavanzo primario con $r < g$



In questa situazione è presente un disavanzo primario, ma il tasso d'interesse reale r è inferiore al tasso di crescita dell'economia g e ciò comporta l'esistenza di un livello di equilibrio stabile per il rapporto debito/Pil ($b^* = ((g-r) / (1+g)) d_t$, individuato dal punto di intersezione tra la retta che mostra la dinamica del rapporto debito/PIL e la bisettrice) verso il quale il sistema converge sia che all'inizio si muova o da destra o da sinistra rispetto a b^* . Pur in presenza di un disavanzo primario, l'economia del paese è nella posizione di poter generare le risorse che siano necessarie per più che ripagare gli interessi sul debito che lo Stato ha contratto; in sintesi il debito, in questo caso, non è destinato ad esplodere e risulta quindi sostenibile.

Nel terzo caso (Rif. Grafico 2.7) vi è $d_t < 0$, ovvero si è in presenza di un avanzo primario, e $r < g$; questa situazione evidenzia la sostenibilità del debito pubblico:

Grafico 2.7 Avanzo primario con $r < g$

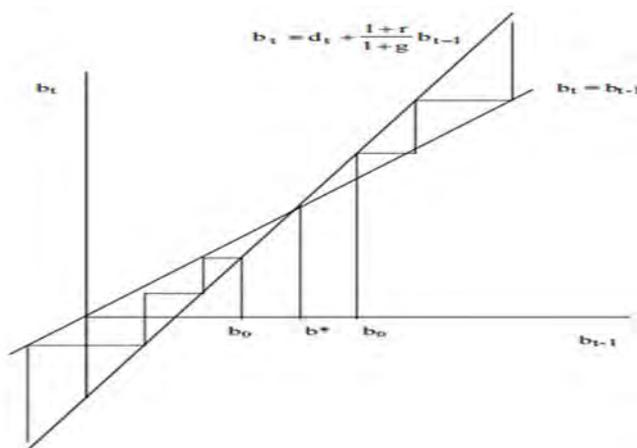


Questa situazione è la più vantaggiosa sia per la presenza di un avanzo primario e anche per un tasso di crescita del Pil che si presenta superiore al tasso d'interesse reale, ciò consegue una continua e costante riduzione del rapporto debito/Pil nel corso del tempo ($b_t < b_{t-1}$, per ogni t), anche nel caso in

cui il livello iniziale del rapporto debito/Pil risulti molto alto. Il sistema non rischia di esplodere, anzi convergerà verso un equilibrio stabile ($b^* < 0$), dove lo Stato sarà creditore, e non più debitore. In questo caso il debito è sostenibile.

Nel quarto caso (Rif. Grafico 2.8) vi è $d_t < 0$, ovvero si è in presenza di un avanzo primario, e $r > g$; questa situazione esprime la possibilità della non sostenibilità del debito:

Grafico 2.8 Avanzo primario con $r > g$

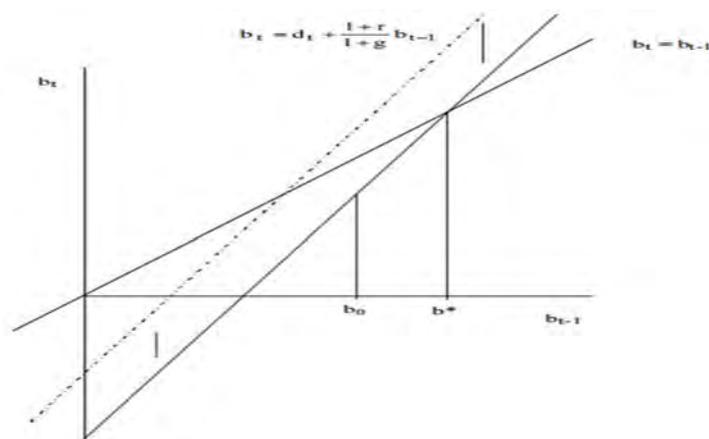


Questa situazione risulta la più complessa e rappresenta quella che in questo momento è presente in Italia. In questo caso siamo in presenza di un avanzo primario e di un tasso d'interesse reale maggiore al tasso di crescita dell'economia, ciò comporta l'esistenza di un livello di equilibrio per il rapporto debito/Pil (b^*), individuato dal punto di intersezione tra la retta che rappresenta la dinamica del rapporto debito/Pil e la bisettrice. Questo livello d'equilibrio, però, non risulta stabile, e, difatti, non sarà mai raggiunto dal sistema economico, che si discosterà dallo stesso sia che all'inizio si trovi a sinistra ($b_0 < b^*$) oppure a destra ($b_0 > b^*$). Queste due situazioni iniziali diverse hanno, inoltre, implicazioni diverse in riferimento alla sostenibilità del debito. Se il sistema economico parte alla sinistra di b^* ($b_0 < b^*$), allora si assisterà ad una continua e costante diminuzione del rapporto debito/PIL nel corso del tempo ($b_t < b_{t-1}$, per ogni t) e quindi il debito, in questo caso, non rischierà di esplodere (anche se non si riesce ad arrivare ad un equilibrio stabile) e sarà, di conseguenza, sostenibile.

Ma se il sistema parte alla destra di b^* ($b_0 > b^*$), si assisterà ad un continuo e costante incremento del rapporto debito/Pil nel corso del tempo ($b_t > b_{t-1}$, per ogni t) e il debito, in questo caso, sarà destinato ad esplodere e sarà, di conseguenza, non sostenibile. Pertanto, in questa situazione, lo Stato ha una sola possibile soluzione al problema della sostenibilità del debito, la quale sarebbe quella di mettere in atto rigorose politiche finanziarie e/o fiscali restrittive che portino a maggiori avanzi primari, i quali siano sufficienti a spostare b^* verso destra, in maniera tale che il rapporto debito/Pil

del paese si venga a trovare a sinistra (e non più a destra) rispetto a b^* , così da poter ribaltare la tendenza esplosiva del debito pubblico.

Grafico 2.9 La politica di sostenibilità attuata dal governo italiano



Questa situazione (Rif. Grafico 2.9) è stata, difatti, la soluzione attuata dal governo italiano per risolvere il problema dell'elevato debito pubblico del nostro paese; in presenza di un elevato tasso d'interesse sui titoli del debito pubblico italiano che era chiesto dai mercati finanziari internazionali a causa di un elevato rischio di insolvibilità dell'Italia, sono state messe in atto rigide politiche di risanamento della finanza pubblica volte a portare significativi avanzi primari. La realizzazione di una credibile politica di risanamento della finanza pubblica ha reso possibile una diminuzione del rischio-paese e, pertanto, del tasso d'interesse richiesto dagli investitori finanziari internazionali sui titoli del debito pubblico italiano. Se il tasso d'interesse diminuirà fino ad essere inferiore al tasso di crescita della nostra economia, allora non vi sarà più il rischio di esplosione del debito e potrà esserci una possibile diminuzione della pressione fiscale nel nostro paese.

2.4 Gli effetti del debito pubblico

L'effetto più grave che può avere la crescita del debito pubblico è rappresentato dall'insolvenza dello Stato, ovvero l'incapacità di onorare il debito ai sottoscrittori, che siano privati o banche o imprese o enti, del proprio Stato o di altri stati; al contempo impoverisce uno Stato in quanto la spesa per interessi si mantiene piuttosto alta.

Ancora, il debito pubblico sottrae denaro alla produzione in quanto il risparmio dei cittadini va a congelarsi nei titoli del debito dello Stato, e non viene messo in circolazione a favore di consumi e investimenti, innescando una spirale recessiva.

Impoverimento e recessione rappresentano fattori di potenziale pericolo di insolvenza, che può portare al default dello Stato.

Un fattore significativo è quello della valutazione del denaro in riferimento a come è stato speso, ovvero con quali voci di spesa si è generato il debito.

Se si realizza una buona spesa la virtuosità di questa renderebbe meno pericoloso il debito, poichè attiverebbe effetti compensativi.

Un effetto negativo che riguarda la popolazione è rappresentato dal tentativo di contenere il debito pubblico e i relativi interessi passivi; i governi, già da tempo, hanno iniziato ad adottare misure per diminuire la spesa pubblica ed incrementare le entrate.

L'effetto conseguente è un aumento delle tasse e la necessità di vendere, o meglio svendere, il proprio patrimonio di beni immobiliari e di imprese, i quali sarebbero di proprietà dei cittadini.

Il debito pubblico può avere diversi effetti; vi possono essere degli effetti di tipo redistributivo, ovvero degli effetti sugli investimenti o sulla crescita economica, oppure ancora degli effetti fiscali sulla politica monetaria, e altri ancora.

2.4.1 Gli effetti redistributivi

Appare necessario focalizzare l'attenzione sugli effetti che la spesa pubblica ha sulla dinamica del debito pubblico e anche sulla distribuzione del reddito, in un assetto istituzionale dove è impedita la monetizzazione²². Questo permette allo Stato di finanziarsi senza rivolgersi, inevitabilmente ai mercati finanziari, in una situazione nella quale i tassi di interesse sono, generalmente, minori.

Intanto bisogna tener conto che il debito pubblico italiano è più alto della media europea ed è in continua crescita; ed il suo Governo fino ad ora non è riuscito a capovolgere questa tendenza. Il rapporto debito pubblico/Pil è passato da un valore pari al 102,33% del 2008, al 116,40% del 2011, al 132,09% nel 2014, e al 134,81% nel 2015, periodo in cui la spesa pubblica è diminuita e l'imposizione fiscale è aumentata. Bisogna, pertanto, soffermarsi su due considerazioni.

La prima considerazione è relativa al paradosso della diminuzione della spesa pubblica e del contestuale incremento della imposizione fiscale, di fronte all'incremento del debito, sia per quanto riguarda il rapporto al Pil, che anche in valore assoluto.

Questa situazione in Italia si verifica da diversi anni e può essere spiegata con la circostanza che la diminuzione della spesa pubblica porta parallelamente alla diminuzione della domanda interna, e dato che l'indebitamento (pubblico e privato) rappresenta una componente della domanda aggregata, offre il suo contributo alla deflazione che genera di conseguenza un incremento dell'onere reale del servizio sul debito, così che la flessione della spesa conduce ad incrementi del debito mediante incrementi dell'onere degli interessi.

²² La monetizzazione del debito consiste nell'acquisto, che avviene da parte della Banca Centrale, di titoli di Stato, che la stessa pone nel suo attivo.

Questa situazione è accentuata dal fatto che i tagli della spesa si trasformano in diminuzione e peggioramento dei servizi di Welfare, con risvolti negativi sul tasso di crescita della produttività del lavoro, così che minore spesa potrebbe implicare più debito.

Un tasso di crescita negativo o nullo e con inesistenza di aspettative di ripresa, non può che creare, invece, l'aspettativa di insolvenza e non può fare altro che obbligare lo Stato a emettere titoli con tassi crescenti. Il principio che convenzionalmente viene preso in considerazione per identificare la sostenibilità del debito, per il quale questo è tale se il tasso di crescita g sia superiore al tasso di interesse reale r , risulta discutibile, dal momento che non prende in considerazione che le due variabili non sono indipendenti, difatti un basso tasso di crescita ha la tendenza ad aggregarsi a tassi di interesse sui titoli elevati.

La seconda considerazione è relativa al fatto che un elevato e crescente debito pubblico, ponendo un freno alla crescita degli investimenti privati, genera effetti redistributivi che portano danno ai lavoratori, e al contrario beneficio ai percettori di rendite finanziarie e delle grandi imprese.

In riferimento al primo aspetto, bisogna tenere conto che il rimborso del debito, in un assetto istituzionale in cui per effetto dell'Unione Monetaria Europea vi è divieto di monetizzare il debito, può essere possibile soltanto mediante incrementi dell'imposizione fiscale.

Considerato l'elevato tasso di disoccupazione e di conseguenza il basso potere contrattuale dei lavoratori, non soltanto nel mercato del lavoro ma anche nell'ambito politico, è possibile aspettarsi che la tassazione abbia effetti gravi principalmente sul lavoro, configurando così un meccanismo di redistribuzione del reddito che sposta risorse dal lavoro ai detentori di titoli di Stato, e quindi alla rendita finanziaria.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, si può riscontrare che l'adozione di politiche fiscali restrittive è vantaggiosa per le imprese più grandi, che sono volte alle esportazioni permettendo loro di finanziarsi con costi minori sui mercati finanziari.

Ciò perché la riduzione della spesa pubblica porta ad una diminuzione dell'occupazione e, svigorendo il potere contrattuale dei lavoratori, diminuisce anche i salari, così da poter consentire loro di ottenere competitività sui mercati internazionali mediante una restrizione dei prezzi.

Di contro la diminuzione della domanda interna generata da una minore spesa pubblica e da una maggiore tassazione contribuisce alla diminuzione dei profitti delle imprese, di solito, più piccole, e localizzate in aree meno sviluppate del Paese, che vendono prevalentemente su mercati interni.

La diminuzione dei profitti delle piccole imprese (oppure anche il loro fallimento) permette la realizzazione di operazioni di acquisizione.

Da queste considerazioni risulta che la gestione della politica fiscale rispecchia i conflitti intercapitalistici, dato che le imprese di piccole dimensioni prediligono l'espansione della domanda

interna, che rappresenta un interesse contrastante con quello delle grandi imprese esportatrici, le quali trovano conveniente ottenere risorse nei mercati finanziari e realizzare politiche di moderazione salariale.

Da questo ne consegue che il divieto di monetizzazione del debito sarebbe utile a far aumentare i guadagni speculativi delle banche e delle imprese, mediante gli acquisti e le vendite di titoli del debito pubblico nei mercati finanziari, e poiché implica diminuzioni di spesa ed incremento delle tasse, contribuisce, anche se non in presenza di un'imposizione normativa, al pareggio di bilancio.

Ed è il pareggio di bilancio che permette alle grandi imprese di ottenere risorse sui mercati finanziari mediante emissione di titoli che non sono in competizione con quelli (con inferiore rischiosità) emessi dallo Stato. Ci si trova, così, in una situazione di politiche liberiste che praticamente sono a vantaggio di processi di crescente concentrazione industriale.

Inoltre la crescita del debito pubblico porta anche ad effetti redistributivi su scala regionale; i dati della Banca d'Italia evidenziano che i titoli di Stato sono in larga misura detenuti da famiglie con reddito elevato, che principalmente risiedono nelle regioni del Centro-Nord, mentre le famiglie con reddito inferiore, e anche generalmente le famiglie residenti nel Mezzogiorno, collocano i risparmi in forme più tradizionali, come ad esempio in acquisto di buoni postali.

La Corte dei conti fa rilevare che i trasferimenti di risorse pubbliche sono minori nel Mezzogiorno, e che l'influenza della pressione fiscale è superiore al Sud; in sintesi le famiglie meridionali, e in generale le famiglie con minor reddito, ricevono pochi vantaggi dell'espansione del debito, dal momento in cui partecipano, mediante la tassazione, al rimborso dello stesso.

Se, quindi, le politiche di austerità aumentano il rapporto debito pubblico/Pil, creando effetti redistributivi a danno dei lavoratori, potrebbe anche verificarsi un effetto simmetrico per il quale l'incremento della spesa pubblica comporta gli stessi risultati. Questo può capitare se la spesa viene finanziata mediante le emissioni di titoli del debito pubblico, in assenza di monetizzazione, dato che, anche a parità di tassi di interesse, lo Stato dovrà finanziare la spesa con emissioni aggiuntive di titoli. Difatti non si negano gli effetti redistributivi di un incremento del carico fiscale volto a diminuire il debito pubblico, perché è noto che i soggetti colpiti dal maggior prelievo non coincidono con i soggetti che ereditano i titoli del debito pubblico.

La questione distributiva influisce sulla generazione interessata alla misura di rientro e le parti coinvolte saranno sia quelle chiamate a pagare le maggiori imposte (o ricevere minori prestazioni pubbliche) sia quelle la cui ricchezza contiene i titoli del debito.

Il problema riguarda la decisione di come distribuire il maggior carico fiscale sulla collettività, un problema intra-generazionale e politico che si presenta quando lo Stato si trova a stabilire la copertura

della sua spesa. Questo problema è aperto a soluzioni diverse, nelle quali sono differenti gli interessi che vengono privilegiati o, contrariamente, mortificati.

Coprire il rientro dal debito della veste di equità intergenerazionale è quasi una maniera di nascondere, il conflitto di interessi che crea l'operazione; difatti, l'attenzione per il benessere dei propri figli è una questione inevitabile e ottiene un certo consenso che porta il dibattito politico ad essere irrilevante riguardo le scelte da realizzare.

Nella questione distributiva determinata dalla contrazione del debito pubblico assume rilevante importanza il finanziamento degli interessi che lo Stato paga sul debito stesso; un trasferimento di reddito dai gruppi sociali tassati a quelli che riscuotono gli interessi si effettua anche per interventi che non siano volti alla diminuzione del debito, ma piuttosto che si limitino a generare, nel bilancio dello Stato, un avanzo primario, ovvero a diminuire il deficit ad un ammontare che risulti inferiore alla spesa per interessi, finanziando con imposte una quota degli interessi stessi.

Il problema distributivo che questo trasferimento genera è legato alla natura degli interessi quale puro reddito dei percettori, che non deriva da alcuna deliberata programmazione di utilità sociale, come invece risulta per le altre categorie della spesa pubblica, ed ancora al fatto che quel reddito si riversa in proporzione maggiore sulle categorie nelle quali vi sono quote piuttosto alte della ricchezza privata nel complesso, e pertanto anche di titoli pubblici. Inoltre, in presenza di alti livelli di debito pubblico, e quindi di significativi flussi di interessi, la copertura mediante imposte può allora portare a importanti effetti regressivi nella distribuzione dei redditi, con risvolti negativi sul piano economico e su quello sociale. Questo caso, al quale contribuirebbe anche l'elevatezza dei tassi d'interesse sul debito, e pertanto il regime di politica monetaria attuato, risulta essere il problema probabilmente più grave che l'accumulazione di debito pubblico può creare, ove si vada verso una possibile diminuzione o stabilizzazione del suo ammontare.

2.4.2 Gli effetti sugli investimenti e sulla crescita economica

Possiamo analizzare gli effetti che il debito pubblico ha sugli investimenti sviluppando la seguente uguaglianza che rappresenta il vincolo di bilancio del settore privato:

$$Y = C + S + T \quad (1)$$

In cui Y= reddito nazionale C=consumo S=risparmio e T= tassazione

Il reddito nazionale (Y) è uguale al prodotto nazionale che viene espresso in seguito:

$$Y=C + I + G + NX \quad (2)$$

Dove I è il livello degli investimenti domestici, G è il livello di spesa pubblica e NX sono le esportazioni nette di beni e servizi; combinando le prime due uguaglianze si ottiene:

$$S + (T- G) = I + NX \quad (3)$$

In cui la somma degli investimenti e dell'avanzo pubblico è uguale alla somma degli investimenti e delle esportazioni nette, le quali sono pari agli investimenti netti all'estero (NFI), ovvero rappresenta la differenza tra gli investimenti all'estero dei residenti e gli investimenti nel paese dei cittadini stranieri, ottenendo quindi:

$$S + (T - G) = I + NFI \quad (4)$$

Questa esprime l'uguaglianza tra risparmi totali (privati e pubblici) e gli investimenti totali (domestici e esteri). Inoltre la creazione di deficit provocato dal taglio delle tasse può essere bilanciata con l'aumento dei risparmi privati oppure con la contrazione degli investimenti domestici o anche di quelli esteri.

La riduzione del risparmio pubblico dovrebbe essere compensata in buona maniera da un incremento del risparmio privato, così che l'uguaglianza (4), ovvero $S + (T - G) = I + NFI$, rimanga senza che vi sia una contrazione degli investimenti; in realtà però il risparmio privato, non facilmente, bilancia la diminuzione di quello pubblico, e quindi produce così una riduzione degli investimenti sia domestici che esteri. La contrazione degli investimenti successivamente contribuisce, nel lungo periodo, ad una diminuzione anche dello stock di capitale nel sistema economico; di conseguenza un basso capitale porta ad una inferiore produttività del lavoro. Ciò porta ad una restrizione dei salari reali e della produzione aggregata. Un altro risvolto della diminuzione dello stock di capitale è rappresentato dall'incremento della sua produttività marginale e nel lungo periodo in equilibrio si ha anche un incremento del tasso di interesse.

La contrazione degli investimenti netti all'estero porta alla diminuzione dei redditi da capitale dei cittadini; inoltre ciò comporta anche una contrazione delle esportazioni nette.

Anche la crescita dell'emissione di titoli di Stato, e l'incremento dei loro rendimenti, rappresenta un incentivo importante alla speculazione; l'attività speculativa si rende conveniente quando le banche restringono l'offerta di credito, questo in ragione del fatto che la contrazione del credito riduce l'eventualità di realizzare investimenti, e induce le imprese a tentare di realizzare profitti sui mercati finanziari.

Invece per quanto riguarda l'indebitamento delle amministrazioni pubbliche nelle economie avanzate esso è arrivato a livelli che di rado sono stati osservati; contemporaneamente nelle stesse sono aumentate anche le paure per la crescita a lungo termine. Dopo la crisi finanziaria ed economica i rapporti fra debito pubblico e Pil hanno avuto un aumento significativo, ed è possibile anche che nel medio termine restino su livelli importanti.

Tenendo conto delle considerevoli passività legate al costo dell'invecchiamento della popolazione, i mercati sono sempre più sofferenti in merito alla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche nelle economie avanzate.

In questo scenario si inserisce anche una componente di recente identificata dalla ricerca empirica, ovvero sugli effetti che un alto debito pubblico potrebbe avere sulla crescita a lungo termine.

I primi studi perseguivano l'idea che il debito nazionale rappresentasse un grande peso per le generazioni future e che si presentasse come un minore flusso di reddito da uno stock più basso di capitale privato. L'ipotesi di un'eccedenza del debito, *debt overhang*²³, prevede un risvolto negativo dello stesso sulla crescita economica; e quando viene superato un determinato livello, l'elevato debito inizia ad avere pressioni negative in merito alla capacità degli investitori di poter offrire capitale. Difatti buona parte dei *policy-makers* sostiene che il debito pubblico porta alla riduzione della crescita economica. Questa opinione concorda con i risultati di una recente letteratura empirica che afferma l'esistenza di una correlazione negativa che intercorre tra il debito pubblico e la crescita economica (si stima che ad un incremento del debito pubblico di 30 punti percentuali vi sia una diminuzione della crescita di mezzo punto percentuale); questa correlazione si dimostra piuttosto significativa quando il debito pubblico si avvicina al 100 per cento del Pil. Tuttavia, questa correlazione non comporta che vi sia un nesso di causalità; ed il legame che intercorre tra debito e crescita potrebbe anche essere dato dal fatto che sia la contenuta crescita economica a originare alti livelli di debito pubblico, o che ci sia qualche altra variabile che porti ad un alto debito e ad una bassa crescita; però, fino ad ora, non si ha alcuna prova per cui il debito pubblico abbia un effetto causale sulla crescita economica. È inoltre probabile che un governo in situazione solvente avente un alto debito decida di mettere in atto delle politiche fiscali restrittive con lo scopo di diminuire la possibilità di un incremento dello spread; queste politiche potrebbero porre un freno alla crescita, soprattutto se vengono realizzate in un periodo di recessione. In questo caso sarebbe giusto affermare che il debito induce ad una contrazione della crescita, ma solo per il motivo che un alto indebitamento crea confusione e l'adozione di politiche restrittive. Se, da una parte, quest'idea pone una giustificazione all'attuazione di politiche di lungo periodo volte alla contrazione del debito, dall'altra parte porta al fatto che i Paesi non dovrebbero realizzare delle politiche restrittive in presenza di un periodo di recessione, essendo queste il motivo del legame negativo tra debito pubblico e crescita economica. Tuttavia si sottolinea l'importanza di ridurre il debito pubblico per ripristinare la sostenibilità fiscale e contemporaneamente facilitare le prospettive di crescita economica a più lungo termine.

²³ Il termine *debt overhang* è stato coniato da Krugman (1988) relativamente al debito estero, ed è stato esteso al debito pubblico nei modelli di crescita endogena. (Cfr. Krugman, P., "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang", NBER Working Paper, n. 2486, 1988.)

2.4.3 Gli effetti fiscali sulla politica monetaria

Un paese avente un alto debito pubblico è facile che abbia anche dei tassi di interesse piuttosto elevati, e la banca centrale per attenuarli potrebbe realizzare una politica monetaria espansiva.

Questa può portare ad una diminuzione dei tassi di interesse nel breve periodo, però questi rimarranno più o meno gli stessi nel lungo periodo e i tassi nominali invece aumenteranno per l'inflazione. In determinate situazioni quando uno stato non sia più capace di emettere nuovi titoli per finanziare il suo debito, potrebbe reperire risorse mediante il signoraggio²⁴.

Il finanziamento del debito mediante via monetaria viene inteso come una delle cause che porta all'iperinflazione; una politica di resistenza all'inflazione piuttosto efficace²⁵, invece, è quella di limitare il finanziamento monetario del debito. Nelle economie moderne l'iperinflazione risulta moderata dal momento che il signoraggio non viene, nella maggior parte dei casi, più adoperato.

Inoltre uno dei metodi per finanziare il debito pubblico da parte dello Stato è stampare moneta; questa comporta l'incremento dell'inflazione. Difatti, la particolare causa dei fenomeni dell'iperinflazione è rappresentata da una politica fiscale che fa affidamento all'imposta d'inflazione per poter finanziare la spesa pubblica. Infatti i fenomeni di iperinflazione coincidono a volte con una riforma fiscale che è caratterizzata da contrazioni importanti della spesa pubblica, e che diminuisce, pertanto, il ricorso al signoraggio.

Oltre al legame che vi è tra il deficit di bilancio e l'inflazione, alcuni economisti sostengono che un alto indebitamento dello Stato induca il governo a generare inflazione. Dato che il debito pubblico, o quanto meno la maggior parte di esso è definito in termini nominali, comporta che il valore reale del debito pubblico si riduca all'aumentare dei prezzi. Ciò rappresenta la redistribuzione della ricchezza tra i creditori e i debitori derivata dall'inflazione inattesa; in questa situazione allora lo Stato è il debitore e il settore privato è, invece, il creditore. Ma una differenza sostanziale è che in questo caso il debitore può esercitare un controllo sulla politica monetaria. Difatti un elevato livello di indebitamento potrebbe indurre lo Stato a stampare moneta; ciò porterebbe ad un aumento dei prezzi e ad una diminuzione del valore reale del debito pubblico. Comunque, nonostante i vari legami che sussistono tra il debito pubblico e la politica monetaria, alcune prove empiriche fanno comprendere che questi stessi legami non siano significativi per la maggior parte dei paesi sviluppati.

²⁴ Il signoraggio viene definito come l'insieme dei redditi derivanti dall'emissione di moneta. Per le banche centrali, il reddito da signoraggio può essere definito come il flusso di interessi generato dalle attività detenute in contropartita delle banconote in circolazione o, più generalmente, della base monetaria. Per l'Eurosistema, questo reddito è incluso nella definizione di "reddito monetario", che, secondo l'articolo 32.1 dello statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della Banca Centrale Europea (BCE), è "il reddito ottenuto dalle banche centrali nazionali nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria del SEBC". (Banca D'Italia.)

²⁵ Sargent (1983), citazione ripresa da Mankiw (1988).

Tuttavia, esiste la probabilità ed il rischio che la politica monetaria venga guidata dalla politica fiscale, come è successo nei casi di iperinflazione; ma oggi ciò non costituisce una possibile eventualità per diverse ragioni.

In primo luogo perché i governi, o quanto meno la maggior parte, non possono finanziare il deficit mediante l'indebitamento, senza dover ricorrere al signoraggio, e poi anche perché le banche centrali sono, il più delle volte, indipendenti dall'esecutivo, e possono contrastare pressioni politiche volte all'espansione dell'offerta di moneta, e infine perché i responsabili della politica fiscale sanno che l'inflazione è una soluzione inadeguata per quanto riguarda i problemi di origine fiscale.

2.5 Le politiche di rientro del debito pubblico

Il debito pubblico non può crescere infinitamente; ciò può diventare pericoloso e a lungo termine non tollerabile. Gli interventi per contenere o risolvere il problema del debito pubblico vengono appunto indicate come politiche di rientro.

L'accumulazione del debito al di fuori dei conti della pubblica amministrazione, rappresenta una pratica da sempre evitata e peraltro vietata dal Patto Fiscal Compact del marzo 2012.

Le politiche di rientro del debito pubblico si basano sostanzialmente su tre diverse misure che sono:

- riduzione del disavanzo corrente (poiché a contrarre il debito è bensì l'abbassamento dello stesso che induce alla diminuzione della spesa per interessi e al miglioramento dei saldi di bilancio, e non il pareggio);
- abbassamento del saggio di interesse;
- sviluppo del reddito.

Il deficit corrente è determinato da uno squilibrio tra le uscite rispetto alle entrate correnti, la riduzione del debito può essere perseguita quindi mediante il contenimento della spesa pubblica ovvero mediante l'aumento delle entrate, ovvero l'incremento della tassazione.

In un paese come l'Italia, dove i servizi pubblici non brillano per efficienza, il contenimento dell'offerta non rappresenta la strada migliore; la strada percorribile è quella di limitare gli sprechi e razionalizzare le risorse disponibili, ovvero procedere ad una radicale riorganizzazione e razionalizzazione delle entrate.

Un'altra misura perseguibile che può generare l'aumento delle entrate, pur essendo una misura una tantum, è quella di avviare un processo di privatizzazione che incide direttamente sul bilancio corrente riducendone il fabbisogno.

Nel nostro paese le politiche di rientro del debito sono state realizzate soprattutto in vista dell'ingresso nella moneta unica e si sono concretizzate nel tentativo di contenere il disavanzo corrente di bilancio, determinato dall'esubero delle spese rispetto alle entrate.

Ad un primo periodo di contenimento del deficit, come abbiamo visto, è seguito un periodo di incremento del deficit dovuto al mancato proseguimento delle virtuose politiche, applicate per l'ingresso nella moneta unica, e la crisi economica scoppiata nel 2008.

Per fare fronte alla crisi economica, in un quadro economico recessivo, le politiche di riduzione del debito si sono basate generalmente sull'aumento della pressione fiscale a carico della collettività dei contribuenti e sui tagli della spesa (quale sanitaria, pensionistica, del comparto pubblico) però senza produrre effetti incisivi.

Questo periodo è stato caratterizzato dall'aumento di emissione di buoni del Tesoro poliennali, di difficile collocamento nel mercato, con rendimento vieppiù crescente in ragione del rischio percepito dagli operatori del mercato, di fatto non consentendo il perseguimento di una delle politiche praticabili per l'abbassamento del debito pubblico che consiste proprio nella limitazione del saggio di interesse sul debito.

Sempre in tema di politica del saggio di interesse lo Stato potrebbe introdurre un'imposta sugli impieghi di capitali all'estero (tassa di Tobin), che diminuendo il profitto netto dell'investimento elimina di conseguenza il vantaggio di un tasso di interesse maggiore al di fuori dei confini nazionali; questa politica però non è in sintonia con l'attuale mercato globale.

Infine vi sono le politiche di sviluppo del reddito, che sono particolarmente difficili poiché, come detto, non è possibile ampliare la spesa pubblica a fronte dell'aumento della tassazione in quanto ciò potrebbe portare ad effetti depressivi sui consumi.

Piuttosto appare necessario ed indifferibile il riordino complessivo della spesa pubblica e delle entrate tributarie da correlare ad una completa riorganizzazione della pubblica amministrazione al fine di fornire un migliore servizio al privato, sia cittadino che impresa, diminuendo i diversi passaggi burocratici.

Da una riorganizzazione della spesa e della pubblica amministrazione possono essere generate quelle risorse necessarie sia per la riduzione del debito pubblico che anche della tassazione che grava sia sul cittadino che sulle imprese, con ciò favorendo la capacità di spesa dei cittadini.

In tema di entrate tributarie è da sottolineare la grande evasione od elusione fiscale che sottrae cospicue risorse al bilancio dello stato; una accurata lotta all'evasione consentirebbe sicuramente una riduzione del debito ed una maggiore disponibilità per l'attuazione di politiche espansive.

CAPITOLO 3

IL DEBITO ITALIANO OGGI E IL CONFRONTO CON ALTRI PAESI

3.1 Il debito italiano ai giorni nostri

Il debito pubblico italiano ai nostri giorni ha subito diverse variazioni nel corso dei vari anni; con l'introduzione della moneta unica, nel 1999, vi era un rapporto debito pubblico/Pil pari al 109%, negli anni a seguire detto rapporto è gradualmente diminuito fino al 2004 raggiungendo un valore pari al 99,70%.

Dal 2005 al 2008 il rapporto si è mantenuto costante, più o meno, con valori oscillanti intorno al 100%, nel 2009 di converso ha subito un incremento significativo raggiungendo un livello pari al 112,43%; da lì in poi e fino ad oggi il rapporto tra debito pubblico/Pil è continuamente cresciuto arrivando nel 2015 ad un valore pari al 134,81%.

Tabella 3.1 Andamento del rapporto debito pubblico/Pil dal 1999 al 2015

Anno	PIL a prezzi di mercato (Milioni Euro)	Var % Annua	Debito pubblico nominale (Milioni Euro)	Var % Annua	% Debito/PIL
1999	1.172.365,3	3,21%	1.282.061,53	2,21%	109,36%
2000	1.239.758,8	5,75%	1.300.340,73	1,43%	104,89%
2001	1.299.411,8	4,81%	1.358.333,19	4,46%	104,53%
2002	1.346.360,2	3,61%	1.368.511,75	0,75%	101,65%
2003	1.391.312,8	3,34%	1.393.495,30	1,83%	100,16%
2004	1.449.016,0	4,15%	1.444.603,56	3,67%	99,70%
2005	1.490.409,4	2,86%	1.518.556,00	5,12%	101,89%
2006	1.549.188,0	3,94%	1.587.781,00	4,56%	102,49%
2007	1.610.304,9	3,95%	1.605.126,00	1,09%	99,68%
2008	1.632.933,4	1,41%	1.670.993,00	4,10%	102,33%
2009	1.573.655,1	-3,63%	1.769.226,00	5,88%	112,43%
2010	1.605.694,4	2,04%	1.851.217,00	4,63%	115,29%
2011	1.638.857,3	2,07%	1.907.612,00	3,05%	116,40%
2012	1.615.131,2	-1,45%	1.988.363,00	4,23%	123,11%
2013	1.609.462,2	-0,35%	2.068.722,00	4,04%	128,53%
2014	1.616.253,6	0,42%	2.134.906,00	3,20%	132,09%
2015	1.627.881,0	0,72%	2.194.504,00	2,79%	134,81%

Fonte: Elaborazione Attilio Folliero su dati Banca d'Italia, Istat e FMI, 22 Giugno 2015.

3.1.1 Il debito pubblico con l'ingresso dell'euro

L'introduzione della moneta unica, avvenuta il 1° gennaio del 1999, fu il momento in cui venne raggiunto l'alto grado di convergenza stabilito dal Trattato di Maastricht, che fissando determinati obiettivi, aveva imposto agli stati il perseguimento di politiche rigorose in ambito monetario e fiscale. Con il Trattato di Maastricht, che risale al 1992 ed entrato in vigore l'1 novembre del 1993, difatti, la Comunità Europea attuava determinati accordi e strumenti di coordinamento delle politiche economiche che sarebbero stati realizzati dagli stati membri in maniera da rendere possibile, in una situazione stabile, la nascita della nuova moneta, e inoltre anche l'adesione all'Unione economica e a quella monetaria.

In questa situazione, venivano imposti due principali parametri di politica fiscale per i quali era vincolata l'adesione degli stati membri all'Unione Monetaria. Questi parametri si trovavano all'interno nell'articolo 104c del Trattato, e riguardano le misure di spesa ed indebitamento che gli stati dovevano rispettare.

L'articolo 104c affermava che gli stati membri dovevano tentare di evitare disavanzi pubblici eccessivi e che la Commissione controllava l'evolversi della situazione di bilancio e dell'ammontare del debito pubblico negli stati membri, così da poter indentificare errori significativi²⁶.

Difatti nell'art. 1 del protocollo vi erano i valori di riferimento, quali il 3% per il rapporto tra disavanzo pubblico - previsto o effettivo - e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato, e il 60% per il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo ai prezzi di mercato.

Come viene detto nell'art. 2, per disavanzo pubblico si fa riferimento all'indebitamento netto (come stabilito dallo *European System of Integrated Economic Accounts* (SEC)), e invece per debito pubblico si intende il valore nominale lordo del debito alla fine dell'anno.

L'introduzione dell'euro, ovvero della moneta unica, è stata un passo importante nella storia europea, un evento politico che ha certificato i progressi compiuti verso l'integrazione ed un anche significativo cambiamento economico e sociale; ma è stato soltanto un passaggio, e non la conclusione del cammino, ancora lungo e difficile.

²⁶ La Commissione valuta la conformità alla disciplina di bilancio in base a due criteri: il primo riguarda se il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, a meno che, il rapporto non sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina a quello di riferimento, oppure, in alternativa, il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino a quello di riferimento; il secondo riguarda il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo se superi un valore di riferimento, a meno che questo rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento in modo adeguato.

L'euro entrò in vigore, il primo gennaio del 1999 inizialmente solo per le forme di pagamento non fisiche; successivamente, dal primo gennaio del 2002, ebbe inizio la circolazione di monete e banconote in Italia e in altri 11 paesi europei; e di seguito venne man mano adottato da altri stati membri ed oggi l'euro è presente in 19 dei 28 stati dell'Unione Europea.

Con l'entrata in vigore dell'euro, a seguito della adozione del D. Lgs. del 10 marzo del 1998 la Banca d'Italia venne sottratta alla dipendenza del governo italiano, entrando a far parte del sistema europeo delle banche centrali.

La conseguenza dell'entrata in vigore dell'euro consentì sia la stabilizzazione dei cambi che la contrazione dei tassi di interesse, con ciò consentendo, nell'ipotesi di mantenimento delle spese a livelli costanti, una reale diminuzione del debito.

Tale circostanza, purtroppo, non poté verificarsi in quanto le spese correnti subirono un incremento parallelamente all'incremento del reddito, talché il debito continuò la sua ascesa fino alla crisi del 2008-2009.

Infatti, il rapporto debito pubblico/Pil, rimasto stabile fino al 2008, a seguito della crisi internazionale economica, originata dal crollo dei mutui *subprime*, verificatasi negli Stati Uniti, si incrementò notevolmente, passando da un valore di 1600 miliardi nel 2007 ad un valore di 1900 miliardi nel 2011; ed in termini deficit/PIL dal 99,68% al 116,40%, per poi arrivare al 2014 ad un valore del 2.134 miliardi, con un rapporto deficit/PIL pari al 132,09%.²⁷

Il perdurare della crisi e la conseguente mancata crescita degli ultimi anni non hanno consentito una inversione dell'andamento del debito, nonostante le diverse politiche di austerità messe in atto, a partire dal 2011, dai governi che si sono succeduti.

Solamente a partire dal 2014, infatti, il PIL è tornato a crescere e il rapporto debito pubblico/Pil si è pressoché stabilizzato e solo per i prossimi anni, secondo le previsioni del governo attuale potrà subire una riduzione in relazione alle misure di finanza pubblica che sono state dallo stesso anticipate.

Evidentemente la diminuzione dello stock di debito sarà molto lenta in assenza di una crescita consistente del PIL e pertanto impegnerà per lungo tempo i governi che si succederanno con i naturali riflessi sulla vita quotidiana dei cittadini italiani.

3.1.2 La crisi dei debiti sovrani

L'introduzione della moneta unica è stato solo un passaggio, alquanto incompleto, di cui dal 2010 si sostiene la crisi dei debiti sovrani dell'area dell'euro.

²⁷ Ministero dell'Economia e delle Finanze - Notifica del Deficit e del Debito Pubblico inviata alla Commissione Europea ex Reg. CE 3605/93, così come modificato dal Reg. 479/2009.

In un contesto dove vi era un inesistente unione politica, la *governance* economica dell'area si è basata sull'insieme delle forze di mercato e delle regole di condotta: le prime, cioè le forze di mercato, per la convergenza economica tra i paesi membri per la determinazione e l'adozione delle riforme strutturali necessarie a livello nazionale; le seconde, ovvero le regole di condotta, per garantire l'attuazione di politiche di bilancio non pericolose.

La convergenza economica è stato un processo difficile, ed anche lento; in molte economie sono state indebolite la competitività e la capacità di crescita per i ritardi e gli ostacoli all'adattamento ai significativi cambiamenti globali.

Le perdite di competitività, che si sono manifestate negli anni che intercorrono dal 1999 al 2008, nei paesi che più sono stati colpiti dalla crisi, corrispondono a 9 punti percentuali in Grecia e in Portogallo, a 12 in Italia, a 19 in Spagna, e a 37 in Irlanda.

Se si tiene conto soltanto della industria manifatturiera e degli indicatori della competitività basati sui prezzi alla produzione, allora le perdite della competitività corrispondono a 7 punti percentuali in Italia, a 14 in Spagna, a 16 in Irlanda, a 18 in Grecia e fino a 22 in Portogallo.

Ancora le regole di finanza pubblica, quali determinate in ambito europeo, non sono sempre state rispettate del tutto; nel 2007 solo pochi paesi avevano dei saldi di bilancio non lontani dal pareggio, in termini strutturali (ovvero non tenendo conto degli effetti del ciclo economico sulle uscite e sulle entrate) ed in diversi casi il debito pubblico era ancora su livelli piuttosto alti rispetto al prodotto interno lordo. I mercati finanziari hanno per lungo tempo sottostimato i rischi sovrani, sostenendo i dubbi verso la loro capacità di offrire in maniera tempestiva incentivi volti alla realizzazione di comportamenti virtuosi; fino all'esplosione della crisi dei differenziali di rendimento tra i titoli di Stato nell'area dell'euro precedentemente tendenti allo zero.

Dopo la crisi finanziaria, verificatasi negli Stati Uniti, accompagnata dalla difficile recessione globale degli anni 2008-2009, l'insostenibilità dei conti pubblici della Grecia ha comportato situazioni di tensione che si sono manifestate anche nei paesi dell'area che erano economicamente più deboli, principalmente quelli che presentavano un eccessivo indebitamento pubblico o privato, uno squilibrio dei conti con l'estero, una bassa competitività ed una scarsa crescita economica.

Le tensioni sono state ampliate dalla bolla immobiliare e dalle difficoltà bancarie presenti in Irlanda. Con il coinvolgimento degli investitori privati nella ristrutturazione del debito della Grecia, nell'estate del 2011, i mercati finanziari hanno compreso le implicazioni del divieto di salvataggio dei paesi membri, definito dal Trattato dell'Unione; ne è conseguita una difficile crisi di fiducia sulla sostenibilità della moneta unica, ovvero l'euro, con significative conseguenze sull'economia dei singoli paesi, e dell'area nella sua totalità.

I differenziali di rendimento tra i titoli di Stato dell'area dell'euro hanno subito un aumento nella seconda metà del 2011; in questo periodo in Italia, e nei paesi maggiormente protagonisti di tensioni, le situazioni riguardanti la provvista all'ingrosso delle banche non miglioravano, anzi, si andavano esaurendo anche i collocamenti di obbligazioni, a maggior ragione quelle non garantite, e perdevano importanza anche i mercati dei certificati di depositi e della carta commerciale.

Anche il costo della raccolta era aumentato e nel mercato monetario aumentarono altresì i differenziali tra tassi di interesse a breve termine, corrisposti dalle banche italiane, e quello medio.

Dinanzi al rischio di una restrizione dell'offerta di credito all'economia, il Consiglio direttivo della BCE ha diminuito il tasso sulle operazioni di rifinanziamento di 50 punti base, in due momenti, ovvero a novembre e a dicembre del 2011, avviando operazioni di rifinanziamento di durata triennale e a tasso fisso e ad offerta illimitata di liquidità, estendendo le attività stanziabili a garanzia, e riducendo il coefficiente di riserva obbligatoria.

In queste due operazioni di rifinanziamento di durata triennale l'Eurosistema ha offerto alle banche dell'area finanziamenti per un ammontare di circa 1.000 miliardi; così l'incremento netto delle risorse che sono andate al sistema bancario hanno superato i 500 miliardi.

Questa significativa liquidità ha portato ad un contenimento delle tensioni sul mercato monetario e la liquidità in eccesso si è pian piano ridotta; i depositi giacenti nei conti di riserva e nella *deposit facility* della BCE sono adesso pari a 250 miliardi.

Alla determinazione dei differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area contribuiscono due fattori uno nazionale ed uno europeo, collegati alle debolezze delle economie singole e alle finanze pubbliche, all'incompletezza del disegno istituzionale e alle paure di interruzione dell'unione monetaria.

Alla crisi dei debiti sovrani l'Europa ha risposto con una strategia basata su due capisaldi, in particolare: la realizzazione da parte dei singoli paesi di politiche di bilancio non pericolose e riforme strutturali necessarie a sostenere la competitività, e il processo di riforma della *governance* economica dell'Unione.

Comunque non tutti i paesi hanno dovuto apportare delle correzioni ai propri conti pubblici; in quanto la correzione si è resa necessaria per quei paesi che, come l'Italia, si trovavano in una situazione difficile sui mercati finanziari; tra l'altro i titoli pubblici italiani volti al finanziamento dei disavanzi ogni anno per la sostituzione del debito in scadenza sono di 400 miliardi.

La recessione ha reso difficoltosa l'azione di bilancio, ed ha avuto risvolti negativi sull'attività economica nel breve periodo, ma, grazie ad una buona gestione dei conti pubblici, sono state superate le maggiori difficoltà cosicché sono notevolmente diminuiti i differenziali di interesse tra i titoli sovrani dell'area e quindi sono state evitate nuove crisi di liquidità.

Difficoltoso è stato, altresì, il cammino verso le riforme strutturali la cui attuazione, pur avendo costi di breve periodo favoriscono la crescita di un'economia.

Le valutazioni della Banca d'Italia, rispetto alla dinamica del prodotto nel nostro paese, nel 2012 sono peggiorate di 3 punti percentuali dall'estate del 2011, di questi 3 punti, 1 punto è relativo ai risvolti in riferimento alle misure attuate nell'ambito della finanza pubblica, 1 punto e mezzo riguarda l'incremento dello *spread* tra i titoli pubblici italiani e quelli tedeschi e le implicazioni sull'offerta di credito all'economia e sulla fiducia delle imprese e dei consumatori ed il restante mezzo punto riguarda il peggioramento delle prospettive di crescita dell'economia mondiale.

La recessione ha contribuito a rendere meno riconoscibili i risultati finanziari della politica di bilancio; e nonostante l'incremento dell'avanzo al netto degli interessi, il rapporto tra il debito pubblico e il Pil è aumentato di oltre 6 punti percentuali, fino al 127%, soprattutto a causa della improvvisa decelerazione del prodotto; all'amplificazione del debito ha contribuito, tra l'altro, il sostegno che l'Italia ha offerto agli altri paesi dell'Unione per circa 2 punti.

In questo contesto la riforma della *governance* europea, in una situazione di emergenza, piena comunque di incertezze, sovrapposizioni, non sempre lineare, ha tuttavia realizzato la ricostituzione di un rapporto basato sulla fiducia tra gli stati membri, precedentemente messo a dura prova da diverse violazioni inerenti alle regole di bilancio, che riguardarono non solo i tempi più recenti, ma anche quelli che contribuirono alla prima riforma del Patto di stabilità e crescita nel 2005, e dalla non facilità di valutare i sistemi finanziari nazionali, sottoposte a prassi e regolamentazioni diverse.

Tuttavia il consolidamento delle regole di bilancio e l'ampliamento della sorveglianza multilaterale agli squilibri macroeconomici hanno contribuito alla generazione di misure per gestire le crisi sovrane, e hanno gettato le basi per realizzare l'unione bancaria.

La nuova *governance* europea ha elevato l'automatismo dei controlli della compattezza tra le politiche e gli obiettivi e delle possibili sanzioni; inoltre ha anche richiesto ai paesi di riconoscere le regole europee nella legislazione nazionale, tra le quali la regola del debito che prevede una contrazione media annua del rapporto tra il debito pubblico e il prodotto di circa un ventesimo dell'eccesso rispetto alla soglia del 60%, come previsto, d'altra parte, dal Trattato di Maastricht.

Per l'Italia il rispetto di questo vincolo viene visto come il ritorno ad una crescita stabile, e non una tendenza restrittiva alla politica di bilancio, piuttosto che una velocizzazione nel processo di adattamento ai cambiamenti geopolitici, tecnologici e demografici.

Inoltre la procedura di controllo degli squilibri macroeconomici, adottato in sede comunitaria, considera un meccanismo costituito da un insieme di indicatori quantitativi e tiene conto anche di determinate soglie di criticità.

Questi indicatori vengono valutati nel rapporto annuale della Commissione europea che identifica quali paesi devono essere analizzati più a fondo; ed in caso di forti squilibri la Commissione sottopone all'accettazione del Consiglio europeo determinate raccomandazioni, avvertenze ai singoli paesi volti ad interventi di correzione, dove il mancato rispetto di essi può portare all'imposizioni di determinate sanzioni.

Fino a qualche anno fa (2011 circa) l'Europa non aveva strumenti per gestire le crisi sovrane; i primi aiuti di sostegno in Grecia, e in maniera inferiore in Irlanda, sono stati realizzati mediante i prestiti bilaterali.

Nel 2010 venne costituito lo *European Financial Stability Facility* (EFSF), il quale rappresentava uno strumento provvisorio che venne usato anche per il Portogallo e le cui emissioni obbligazionarie venivano garantite dagli stati membri.

Nel 2011 l'EFSF è stato affiancato dallo *European Stability Mechanism* (ESM), che a differenza del primo era un strumento permanente per gestire le crisi, costituito mediante trattato internazionale, dotato di capitale proprio.

La capacità di prestito di questi due strumenti è cresciuta fino a raggiungere i 700 miliardi.

L'EFSF aveva avviato degli strumenti di intervento delimitati da prestiti riguardanti piani di sostegno per i paesi che si trovavano in una situazione difficile; questi sono stati pian piano estesi fino ad occuparsi anche di interventi riguardanti il mercato primario e secondario dei titoli pubblici, nonché l'apertura di linee di credito precauzionali, e ancora il finanziamento della ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie.

Nel periodo che intercorre tra il 2010 e il 2012 i paesi europei hanno erogato prestiti ai partner che si trovavano in difficoltà per un ammontare di circa 280 miliardi; il nostro paese ha destinato circa 43 miliardi, dei quali 27 per i prestiti dell'EFSF, 10 per prestiti bilaterali e 6 per la costituzione del capitale dell'ESM.

Tenendo conto dell'importanza del superamento dell'asimmetria tra la singolarità della politica monetaria e la pluralità delle politiche di bilancio e strutturali nazionali, è stato determinato e inizializzato un altro percorso volto al rafforzamento dell'Unione economica e monetaria.

Il "Piano per un'autentica e approfondita unione economica e monetaria", e il rapporto "Verso un'autentica Unione economica e monetaria", ne delineano le tappe.

Queste portano all'unione bancaria, alla generazione di un'autonoma capacità di raccogliere risorse, *fiscal capacity*, per tutta l'area dell'euro, a un bilancio pubblico comune, e in prospettiva, all'unione politica.

I tempi di realizzazione della difficile strategia europea di contrasto alla crisi sono piuttosto lunghi. Le distorsioni che in contemporanea si notano sui mercati finanziari possono rappresentare un blocco

alla corretta trasmissione della politica monetaria, ponendo in difficoltà l'intero processo. Inoltre a luglio del 2012, ancora, il differenziale di rendimento tra i BTP e i Bund decennali tedeschi si mostrava maggiore rispetto ai 500 punti base, rispetto ad un valore coerente con i fondamentali delle economie italiana e tedesca considerato in circa 200 punti base.

Quei pericoli comportavano, nell'estate del 2012, l'avvio di nuove misure di intervento sul mercato secondario dei titoli di Stato (ovvero *le Outright Monetary Transactions*, OMT) da parte del Consiglio direttivo della BCE.

Fronteggiare l'incremento significativo dei rendimenti sovrani, quando ciò conduce al rischio di ridenominazione e modifica del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, si riflette prevalentemente nel mandato dell'Eurosistema.

Alla base dell'avviamento delle OMT vi sono condizioni di alta tensione sui mercati, questa è vincolata ai titoli dei paesi che corrispondono a un programma di aggiustamento macroeconomico o di tipo precauzionale dell'ESM; il loro proseguimento vuole il rispetto delle condizioni legate al programma. Inoltre non vi sono ex ante vincoli temporali o quantitativi in riferimento agli interventi. Ciò riguarda un'iniziativa che è possibile grazie alla credibilità dell'Eurosistema e ai progressi realizzati nella riforma della *governance* europea. Le paure sulla reversibilità dell'euro sono connessi sostanzialmente a quelli sulla sostenibilità dei debiti pubblici e sulla competitività riguardanti i paesi membri. Per questo motivo l'avviamento delle OMT e la loro prosecuzione sono condizionate a determinati impegni in ambito di finanza pubblica e di riforme strutturali in riferimento a programmi di assistenza. Il finanziamento dei programmi con le risorse comuni dell'ESM consente il consolidamento della *governance* dell'Unione, fondamentale per diminuire stabilmente la determinante "europea" dei differenziali.

La politica monetaria è, inoltre, in grado di assicurare la stabilità soltanto se i fondamentali economici e l'architettura istituzionale dell'area sono con essa coesi; ed è chiaro che ogni paese deve fare la propria parte.

I benefici dell'avviso delle OMT sono stati rapidi: i rendimenti a medio e a lungo termine nei paesi che si trovavano in una situazione di sotto tensione si sono ridotti, ed è anche diminuita la frammentazione dei mercati lungo confini nazionali; tuttavia, anche in presenza di fluttuazioni i differenziali di rendimento tra i titoli pubblici dell'area dell'euro si sono mantenuti in una situazione flettente e lo spread tra i BTP e i Bund decennali si mostrava, nel 2013, intorno ai 250 punti base.

Il 19 luglio del 2013 un gruppo di economisti, di differente nazionalità e affiliazione, ha pubblicato un manifesto volto al sostegno delle OMT, ovvero "*A Call for support for the European Central Bank's OMT Programme*", affermando che "*il successo dell'annuncio delle OMT dimostra che tali operazioni sono primariamente uno strumento di politica monetaria [...] È responsabilità della*

banca centrale, e un tratto caratteristico del prestatore di ultima istanza, l'assunzione di rischi di liquidità, se necessario anche con l'acquisto di attività finanziarie (un passo compiuto anche dalla Bundesbank in passato)". Ovviamente vi sono diverse opinioni ed è facilmente comprensibile la focalizzazione di alcuni sulla compatibilità delle OMT con le carte costituzionali dei diversi paesi dell'area dell'euro, ma le incertezze in riferimento alla possibilità di un buono utilizzo delle risorse dell'ESM vanno allontanate più velocemente possibile per preservare i progressi realizzati, per tutelare i diritti e non annullare la fatica, gli sforzi di chi ha partecipato alla definizione degli strumenti volti al sostegno finanziario.

L'avviamento delle OMT ha, inoltre, allontanato la possibilità di un collasso finanziario con implicazioni deleterie per l'economia europea; tuttavia ne hanno tratto vantaggio tutti i paesi, e non soltanto quelli al centro della crisi dei debiti sovrani.

È fondamentale la comune determinazione di andare verso una giusta Unione europea; la BCE e le banche centrali nazionali sono pronte ad intraprendere questa strada, continuando a incrementare la fiducia che è basilare; ma questa stessa non resiste a lungo tempo in mancanza di progressi che siano realmente tangibili.

All'inizio del 2013, la gestione della crisi bancaria di Cipro, risolta soltanto dopo che erano nate difficoltà di coordinamento tra le autorità europee e nazionali, ha nuovamente sottolineato la significativa importanza del progetto di unione bancaria per dividere la spirale che intercorre tra il debito sovrano e le condizioni delle banche e del credito.

La generazione di un supervisore unico, fissato nella BCE e nelle autorità nazionali, rappresenta soltanto un primo passo che va integrato da uno schema comune volto alla risoluzione delle crisi bancarie e all'assicurazione comune dei depositi.

Tra l'altro non vi deve perseguire solo un'unione bancaria, ma bensì anche un'unione di bilancio, ed infine politica.

Padoa-Schioppa (intervistato da "La Repubblica", il 6 ottobre del 2008) affermava: *"Nel vedere avverarsi una profezia-monito c'è più amarezza che soddisfazione. Parlai, all'inizio dell'euro, dei pericoli di 'una moneta senza Stato. Ed è chiaro che ci voleva più Stato europeo, non meno moneta europea: senza l'euro l'Europa vivrebbe oggi giorni di catastrofe. Una delle ragioni del discredito delle classi dirigenti nazionali e della crisi della politica è che si continua ad alimentare l'illusione che i poteri nazionali siano in grado di affrontare problemi (energia, clima, finanza, sicurezza, immigrazione, beni primari) che sono non nazionali, ma continentali e mondiali"*.

Queste parole, proferite prima dello scoppio della crisi del debito sovrano, risultano più attuali che mai; occorre continuare ad incrementare il coordinamento delle politiche economiche e strutturali e gli incentivi alle riforme, e spostarsi da una gestione di tipo intergovernativo, basata sulla *peer-review*

delle politiche nazionali, alla determinazione di vere e proprie politiche comuni; ed ancora devono essere definiti i contorni, stabiliti i tempi di attuazione, del progetto di un bilancio pubblico comune dell'area dell'euro.

Le riforme economiche e politiche sono tra loro connesse; la fiducia che vi è nello scenario dell'Unione economica e monetaria trarrebbe grande vantaggio da nuovi e, soprattutto, reali passi volti all'integrazione politica.

In un saggio di molti anni fa, quale "Tecnologia ed economia nella controversia sul divario tra America ed Europa", Nino Andreatta evidenziava quanto *"sia rilevante una valutazione delle conseguenze negative dell'esistenza di una pluralità di politiche di acquisto delle amministrazioni nazionali, politiche che sollecitano un inefficiente moltiplicarsi di sforzi di ricerca nei singoli paesi e rallentano la crescita delle dimensioni dei mercati"*.

La riflessione sulla indispensabile necessità di oltrepassare la fase del confronto e della cooperazione e mettere in comune, da parte dei nostri Stati nazionali, istituti e politiche che hanno influenze significative anche sui bilanci pubblici, in campi diversi quali difesa, ricerca scientifica, infrastrutture (non solo materiali) e altri settori fondamentali dell'attività pubblica, continua da tempo, ed è matura per confluire in un reale processo di riforma.

Nel tempo le elevate pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni difficili sul mercato interbancario hanno indotto la BCE ad attuare diverse misure per la sostenibilità della liquidità degli intermediari e tentare di evitare che le turbolenze dei mercati potessero ostacolare il meccanismo riguardante la trasmissione della politica monetaria. Agli strumenti di rifinanziamento già esistenti si sono aggiunte le aste, le quali sono a scadenza annuale con un livello di soddisfacimento illimitato, e anche l'acquisto di titoli di Stato della area dell'euro sul mercato secondario.

E gli interventi si sono rilevati via via più consistenti e forti; le due *Long Term Refinancing Operations* (LTROs) hanno condotto a risvolti positivi parziali e sono state utile per limitare la crisi. L'OMT del settembre 2012, con l'acquisto illimitato di titoli governativi, è stata una determinante significativa della BCE, ed ancora nel settembre 2014 la BCE ha assunto altre due misure, quali il *Targeted Long Term Refinancing Operation* (TLTRO) e l'acquisto di titoli ABS e *Covered Bond*.

Mediante le suddette operazioni la BCE e gli organismi internazionali hanno dimostrato di ben conoscere la gravità della crisi.

Le condizioni di mercato derivate dalla crisi del debito sovrano hanno reso difficile la trasmissione all'economia reale delle azioni messe in atto dalla BCE; la frammentazione del mercato finanziario unico ha ostacolato la possibilità alle misure di politica monetaria di apportare un miglioramento riguardo alle condizioni per l'accesso al finanziamento per le banche dei paesi che erano più in vista alla crisi.

Tra l'altro, le tensioni che le banche hanno subito e che hanno inciso sulla redditività (bassi tassi di interesse), sulla provvista e sul deterioramento degli attivi per il peggioramento della qualità del credito, hanno acuito la tendenza degli istituti bancari a diminuire il costo dei prestiti a famiglie e imprese.

Nei primi mesi del 2015, i mercati azionari hanno tratto vantaggio rispetto al miglioramento delle aspettative del programma di acquisto di titoli della BCE, ovvero EAPP, detto *quantitative easing*²⁸, il quale ha ampliato il programma di acquisto di titoli emessi dal settore privato sul mercato secondario, e specialmente ABS e *covered bonds*, anche ai titoli pubblici denominati in euro.

Successivamente anche il *market sentiment* degli investitori nell'Area dell'euro ha mostrato dei segnali di miglioramento con un netto aumento, sospendendo la dinamica decrescente che vi era stata a fine anno del 2014, legata alla scarsa crescita economica e alla presenza delle pressioni deflazionistiche.

La durata del programma EAPP è indeterminata. L'intervento, difatti, è indirizzato a durare almeno fino a fine settembre del 2016, ma potrebbe continuare fin quando l'inflazione non tornerà stabilmente su livelli prefissati dall'obiettivo di medio periodo della BCE (ovvero attorno al 2% annuo).

Il programma presume acquisti di titoli, che siano pubblici e privati, fino a 60 miliardi di euro mensili per una cifra di circa 1.140 miliardi di euro, dei quali viene considerato 900 miliardi di titoli emessi da istituzioni pubbliche.

La ripartizione degli acquisti per paese sarà realizzata in proporzione del contributo delle banche centrali nazionali al capitale della BCE, in presenza di una flessibilità negli acquisti mensili, e si riferirà a titoli aventi scadenze fra 2 e 30 anni.

In Italia, in base alle prime operazioni realizzate dalla BCE sul mercato secondario, si può presumere che l'acquisto di titoli pubblici sarà di circa 150 miliardi di euro (equivalente all'11,6% dei titoli in circolazione e al 30% circa delle emissioni presunte per il biennio 2015-2016).

Successivamente all'annuncio dell'EAPP, i rendimenti del debito sovrano sono scesi a livelli bassi in tutta l'area dell'euro e su tutte le scadenze. Successivamente il riconoscimento del rischio sovrano per i paesi dell'Eurozona è diminuita, come si nota anche dell'andamento dei prezzi dei CDS sul debito pubblico e dai rating impliciti nelle quotazioni di mercato.

²⁸ Il *quantitative easing*, avente lo scopo di influenzare le variabili finanziarie e reali mediante il canale del tasso di interesse, è più rilevante delle misure di politica monetaria precedenti, le quali erano volte prevalentemente al settore bancario ed a ricostituire il giusto funzionamento del meccanismo riguardante la trasmissione della politica monetaria all'economia mediante il canale bancario, cosiddetto *bank lending channel*. (Consob, *La crisi del debito sovrano del 2010-2011*.)

La contrazione dei rendimenti di titoli pubblici contribuirà a diminuire la spesa per il servizio del debito e renderà più facile l'attuazione delle misure volte al contenimento del deficit da parte dei paesi aventi alti squilibri di finanza pubblica.

La crisi economica e finanziaria, verificatasi dal 2009, ha indotto quindi l'Unione europea verso un controllo della propria *governance* con lo scopo di consolidare gli strumenti e le procedure volte ad una politica di bilancio, ed assicurare la solidità finanziaria dell'area europea e per poter rilanciare le proprie prospettive di sviluppo.

Le fasi più importanti di questo percorso sono state rappresentate dalla modifica della *governance* europea, dalla riforma del Patto di Stabilità e Crescita (PSC), dalla sottoscrizione di un accordo volto a costituire il cosiddetto *fiscal compact*²⁹, o patto di bilancio.

Gli interventi attuati hanno riguardato:

- l'adozione del semestre europeo (settembre del 2010) che riguarda delle procedure da mettere in atto nei primi sei mesi dell'anno volte alla programmazione delle politiche economiche e di bilancio nazionali in funzione delle decisioni autunnali prese dal Consiglio europeo;
- le modifiche attuate nel 2011 con il *six pack*³⁰ volto al rafforzamento delle norme del Patto di stabilità e crescita, al miglioramento della sorveglianza di bilancio a livello dell'Unione Europea, e all'incremento del coordinamento delle politiche economiche tra gli Stati membri;
- la firma del Patto Euro-plus (marzo del 2011), con il quale gli Stati membri si sono impegnati ad introdurre nei propri ordinamenti le regole di bilancio stabilite nel Patto di Stabilità e Crescita.

Un altro fattore che rafforza la sorveglianza di bilancio per i paesi dell'area dell'euro, specialmente per gli Stati sottoposti alla procedura di deficit eccessivo o con difficoltà nel mantenere la stabilità finanziaria, è stabilito dal *two pack*³¹.

²⁹ Il *fiscal compact* è composto da un preambolo e da 16 articoli, suddivisi in un titolo I, relativo all'oggetto e all'ambito di applicazione, in un titolo II, relativo alla coerenza e al rapporto con il diritto dell'Unione, in un titolo III, relativo proprio al *fiscal compact* o patto di bilancio, in un titolo IV, relativo al coordinamento delle politiche economiche e convergenza, in un titolo V, relativo alla *governance* della zona euro, e in un titolo VI, relativo alle disposizioni generali e finali. (Ministero dell'Economia e delle Finanze, *L'attuazione del principio costituzionale del pareggio di bilancio L. 243 del 2012*, Roma Febbraio 2013.)

³⁰ Il *six pack* è composto da cinque regolamenti e una direttiva pubblicati sulla G.U.U.E. 23 novembre 2011, n. L 306. (Ministero dell'Economia e delle Finanze, *L'attuazione del principio costituzionale del pareggio di bilancio L. 243 del 2012*, Roma Febbraio 2013.)

³¹ Il *two-pack* è formato da due proposte di Regolamento volte al consolidamento dell'integrazione e della convergenza economica fra gli Stati membri dell'area dell'euro; si predilige il rafforzamento della sorveglianza economica e di bilancio degli Stati membri che si trovano o rischiano di potersi trovare in gravi difficoltà in riferimento alla propria stabilità e alle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e anche per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona dell'euro. (Ministero dell'Economia e delle Finanze, *L'attuazione del principio costituzionale del pareggio di bilancio L. 243 del 2012*, Roma Febbraio 2013.)

Con il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance*, (marzo 2012), con l'obiettivo di consolidare il pilastro economico dell'Unione economica e monetaria, sono state, anche, attuate misure volte al rafforzamento la disciplina di bilancio, del coordinamento delle politiche economiche e al miglioramento della *governance* della zona dell'euro.

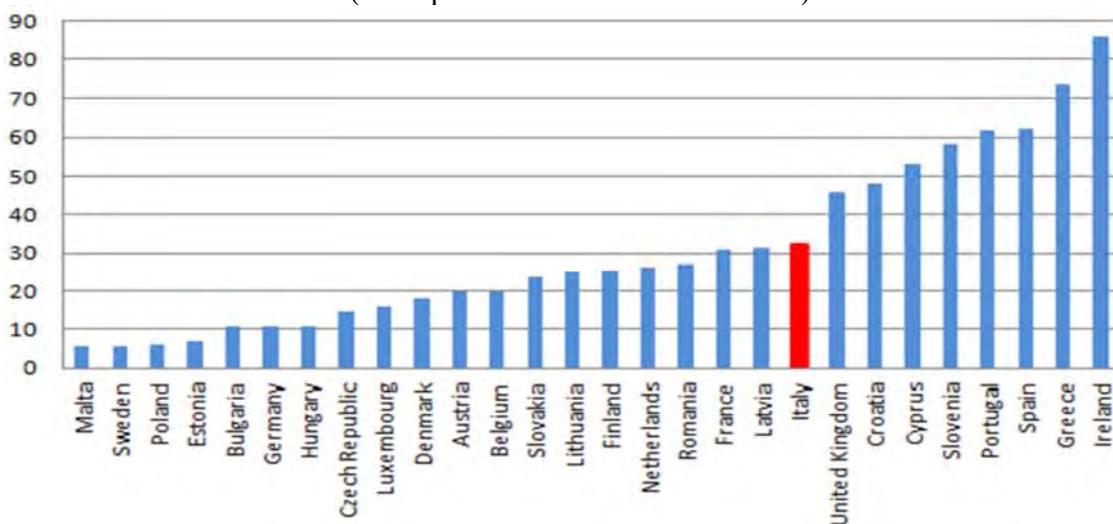
Lo scopo è quello di sostenere la realizzazione degli obiettivi dell'Unione europea in ambito di crescita sostenibile, occupazione, competitività e coesione sociale.

In materia fiscale il *fiscal compact*, ovvero il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* - accordo approvato nel marzo del 2012 da 25 dei 28 stati membri dell'UE ed entrato in vigore il primo gennaio del 2013 - introduce la regola del pareggio di bilancio, definendo che esso si raggiunga nel momento in cui il saldo strutturale (definito come saldo corretto per il ciclo e al netto delle misure una tantum) delle amministrazioni pubbliche (PA) sia pari all'obiettivo di medio termine (MTO) determinato per il Paese, come definito nel Patto di stabilità e crescita, avente limite inferiore di disavanzo strutturale dello 0,5 per cento del PIL.

Sono permesse deviazioni provvisorie dall'MTO soltanto in presenza di situazioni eccezionali o di difficili crisi economico-finanziarie e nel caso in cui tale deroga non ostacoli la sostenibilità del debito di lungo periodo.

Gli Stati firmatari del Trattato si impegnano nell'inserire la regola del bilancio in pareggio (in termini strutturali) all'interno del quadro legislativo nazionale con modifiche vincolanti e permanenti, a livello costituzionale, e ad accettare i meccanismi correttivi da attuare nella situazione in cui vi siano scostamenti tra i risultati conseguiti e l'obiettivo di medio termine. L'allineamento del sistema di regole interne con le nuove disposizioni europee è accaduto per l'Italia con l'approvazione della legge costituzionale n. 1/2012.

Grafico 3.1 L'incremento del rapporto debito pubblico/Pil di ciascun paese dell'Unione Europea dal 2007 (anno precedente l'inizio della crisi) al 2014



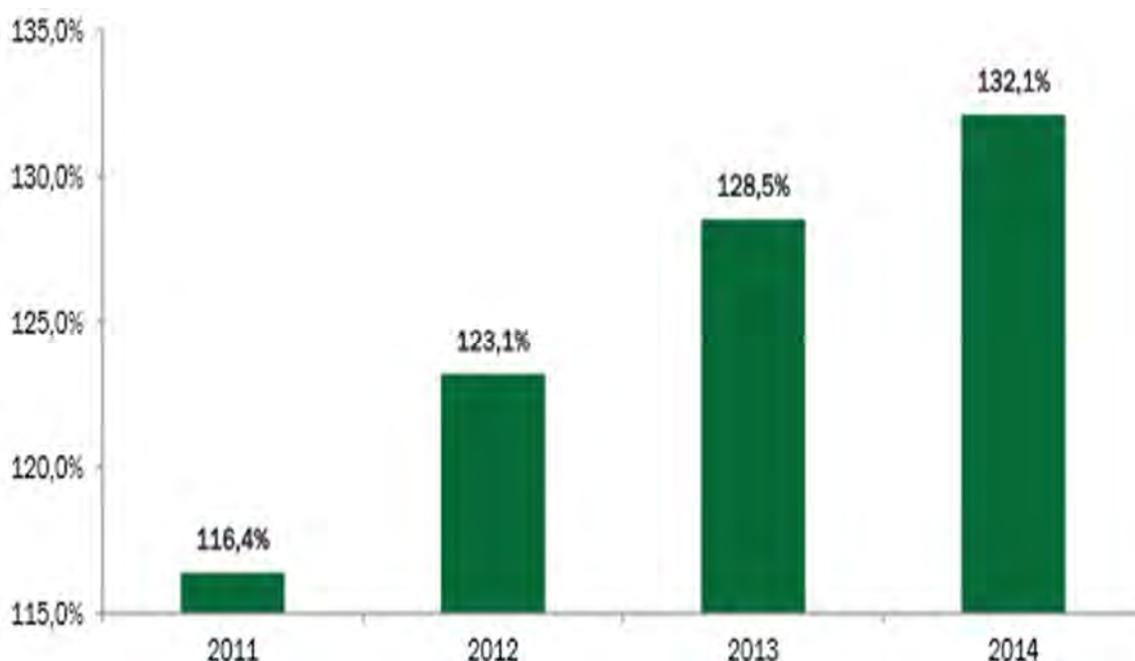
Fonte: Cardena Paolo, *Grafico del giorno: il debito pubblico dei paesi dell'Unione Europea*, Blog di Economia e Finanza, 23 Aprile 2015.

3.1.3 Il debito italiano oggi: l'andamento del rapporto debito pubblico/Pil

Secondo i dati della Banca d'Italia, presenti nel supplemento della "Finanza pubblica, fabbisogno e debito", mentre nei primi sette mesi dell'anno 2015 il debito ha subito un incremento di 64,3 miliardi con un fabbisogno complessivo pari a 18 miliardi e le disponibilità liquide del tesoro hanno subito un incremento di 49,8 miliardi; nel luglio del 2015, il debito pubblico delle amministrazioni ha subito, una contrazione di 4,5 miliardi rispetto al mese precedente arrivando a 2.199,2 miliardi di euro.

La contrazione del debito è stata simile a quella delle disponibilità liquide del tesoro con 4,7 miliardi, e a fine luglio queste disponibilità ammontavano ad un valore di 96,2 miliardi, in confronto ad un valore pari al 109,7 nel 2014. Inoltre l'avanzo del mese ha portato alla riduzione del debito per 0,5 miliardi. A luglio del 2015, difatti, il debito delle amministrazioni centrali si è ridotto di 3,5 miliardi, quello delle amministrazioni locali di 1,2 miliardi, invece il debito degli enti di previdenza ha subito un incremento di 0,2 miliardi. Tutt'ora il rapporto debito pubblico/Pil è molto elevato, e nel 2015 è risultato pari a circa il 134,81%, come si nota nel Grafico 3.2, esso dal 2011 in poi è in costante crescita.

Grafico 3.2 Evoluzione del rapporto debito pubblico/Pil nel periodo 2011-2014



Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Sezione II Analisi e tendenze della Finanza pubblica*, 10 Aprile 2015.

3.2 Il confronto tra il debito pubblico italiano e quello di altri paesi

Il peggioramento del debito pubblico italiano e degli altri paesi non è dovuto soltanto all'aumento del debito, ma anche alla discesa del Pil (Prodotto Interno Lordo). Il debito pubblico italiano si trova al secondo posto tra i paesi dell'Unione Europea ad avere un elevato rapporto debito pubblico/Pil, preceduto dalla Grecia; e si colloca anche tra i primi posti nel mondo.

3.2.1 Il debito pubblico dei diversi paesi europei

Nella tabella seguente è riportata la classifica del rapporto debito/Pil nel 2013 nei paesi europei, stilata in base ai dati Eurostat:

Tabella 3.2 Classifica del rapporto debito/Pil dei paesi europei

Numero	Paese	% Debito/PIL
1	Grecia	175,1%
2	Italia	132,6%
3	Portogallo	129%
4	Irlanda	123,7%
5	Cipro	111,7%
6	Belgio	101,5%
7	Spagna	93,9%
8	Francia	93,5%
9	Regno Unito	90,6%
10	Ungheria	79,2%
11	Germania	78,4%
12	Austria	74,5%
13	Olanda	73,5%
14	Malta	73%
15	Slovenia	71,7%
16	Croazia	67,1%
17	Polonia	57%
18	Finlandia	57%
19	Slovacchia	55,4%
20	Repubblica Ceca	49%
21	Danimarca	44,5%
22	Svezia	40,6%
23	Lituania	39,4%
24	Romania	38,4%
25	Lettonia	38,1%
26	Lussemburgo	23,1%
27	Bulgaria	18,9%
28	Estonia	10%

Fonte: Elaborazione propria con i dati dell'Eurostat.

Il debito pubblico italiano, rispetto al Pil, è il secondo dell'Unione europea dopo quello della Grecia. I dati dell'Eurostat mostrano che nel primo trimestre del 2015 il rapporto è salito di ben tre punti percentuali, passando dal 132,1% al 135,1% del Prodotto Interno Lordo: il maggiore aumento dopo quello registrato dal Belgio, dove il rapporto debito pubblico/Pil è salito di 4,5 punti.

Al terzo posto dopo Italia e Grecia vi è il Portogallo, a quota 129%; invece i debiti più bassi sono quelli dell'Estonia con il 10%, della Bulgaria con il 18,9% e del Lussemburgo con il 23,1%.

Il rapporto fra debito pubblico e Pil dei Paesi dell'area dell'euro, complessivamente, ha subito un aumento fino al 92,9%, con un incremento di 0,9 punti rispetto al quarto trimestre del 2014, mentre nell'Unione europea dall'86,9 è passato all'88,2%.

Per quanto riguarda la ristrutturazione del debito, in passato si è molto parlato, oltre a quello della Grecia, pari a 320 miliardi di euro (quasi il 200% del Pil), più volte anche di quello dell'Italia, che insieme al Portogallo è probabilmente il Paese dell'area dell'euro più a rischio.

L'inflazione, molto bassa se non quasi inesistente, è un fattore che gioca contro i paesi indebitati, in quanto più è alta e più è vantaggiosa per chi ha debiti e proprio per questo le manovre della BCE tendono a stabilizzare l'inflazione verso l'obiettivo del 2%.

È ovvio che l'Italia è piuttosto sensibile di altri ai cambiamenti riguardanti le condizioni economiche e di mercato; tuttavia bisogna considerare che il nostro Paese vanta un *pedigree* di debitore impeccabile. Insieme alla Gran Bretagna e alla Francia rappresenta uno dei pochi Paesi europei a non aver mai dichiarato default o ristrutturato il suo debito nell'ultimo secolo. L'Austria, l'Ungheria e la Germania hanno fatto ciò ben due volte, la Russia e la Turchia tre, la Grecia lo aveva già fatto nel 1932. Nella storia gli episodi di default o ristrutturazione del debito sono stati comuni. Tra il 1975 ed oggi in Europa ne sono avvenuti 8. In America Latina addirittura 35, in Africa 21, in Asia altri 7.

Grafico 3.3 Rapporto debito pubblico/Pil dei paesi dell'Unione Europea



Fonte: Del Corno Mauro, *Crisi Grecia, ecco gli altri maxi debiti dei Paesi Ue. Dietro Atene c'è Roma*, Il fatto quotidiano, 10 Luglio 2015.

3.2.2 Il debito pubblico americano

Dal 2001 il debito pubblico degli Stati Uniti è aumentato in maniera piuttosto significativa, nel 2007 il debito nazionale americano ammontava a circa 6 trilioni, divenuto pari a 10,6 trilioni al momento dell'insediamento della presidenza Obama

Durante la presidenza di Obama il debito pubblico americano è aumentato di 7,4 trilioni, con una media di 3,45 miliardi al giorno, generando pertanto il 41% di tutto il debito pubblico nella storia degli Stati Uniti; oggi il debito pubblico supera anche i 18 miliardi, con un deficit di bilancio pari a 1,2 trilioni per il solo 2014.

Nel 2011, a seguito di un aspro dibattito tra repubblicani e democratici, il Congresso ha incrementato il limite di indebitamento permesso, per evitare il fallimento del paese.

Negli Stati Uniti ci sono poco più di 314 milioni di abitanti, 114 milioni di loro rappresentano i contribuenti, sui quali incide un debito pro-capite pari a 157 mila dollari (circa 144 mila euro), maggiore addirittura di quello che grava sui 4 milioni di contribuenti greci (11 milioni di abitanti) di pari a circa 75 mila euro; il debito pro-capite di ogni singolo contribuente americano risulta il doppio di quello greco.

A differenza dalla Grecia l'America, comunque sia, ha più possibilità di ricchezza; dal 2000 il credito al consumo è aumentato, addirittura raddoppiato, così come anche lo stesso è successo per il debito del governo federale dal 2007 a oggi.

L'America, pertanto, mostra il più grande ammontare di debito che si sia mai osservato, ma nonostante ciò gli Stati Uniti non si preoccupano molto e non sono neanche state attivate procedure per diminuire questo debito così elevato.

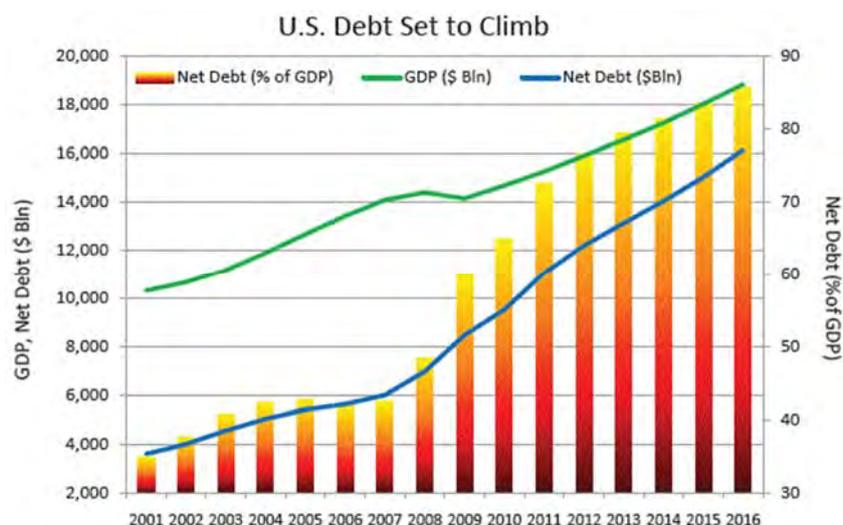
Le imprese si mostrano sofferenti rispetto a questa situazione, il debito delle aziende negli Stati Uniti è raddoppiato dal 2006, ovvero da quando ebbe inizio la crisi economica nel paese; da allora le aziende statunitensi non finanziarie hanno perso un totale di circa 2,6 miliardi di dollari per causa del debito.

Oggi il totale indebitamento delle aziende ammonta a 5,8 trilioni (secondo un rapporto dell'agenzia Standard & Poor) e continua a salire: basti pensare che solo nel 2014 è salito di ben 650 miliardi dollari.

Una simile situazione non potrebbe essere sostenuta da alcun paese tranne che dagli stessi Stati Uniti, che nonostante ciò rimangono la massima potenza mondiale.

Il motivo di ciò non è poi così inspiegabile, dal momento che il debito pubblico americano è stato, la maggior parte, acquisito dalla Banca Centrale della Repubblica Popolare Cinese, oggi seconda potenza mondiale.

Grafico 3.4 Evoluzione del debito pubblico americano dal 2001 al 2016



Fonte: Santi Carlo, *Gli Stati Uniti detengono il record del debito pubblico mondiale*, Blastingsnews, 28 Giugno 2015.

3.3 Le manovre di aggiustamento per la risoluzione del debito pubblico in Italia

La vera emergenza italiana è quindi il peso del debito pubblico; infatti, più del rispetto del paletto del 3% per il rapporto deficit/Pil, nel 2014 il governo Renzi si organizzava ad affrontare la partita con Bruxelles proprio sullo stock del debito, che aveva raggiunto i 2.168 miliardi di euro.

E mentre qualcuno (smentito da Palazzo Chigi) presumeva la necessità di ottenere dalla Commissione sconti sul rientro imposto dal Fiscal compact, economisti e opinionisti proponevano azioni risolutive volte alla contrazione di un disavanzo salito oltre il 135% del Prodotto interno lordo. Si passa dalla parziale ristrutturazione immaginata da Lucrezia Reichlin, ex direttore della ricerca della Bce e ora docente alla London Business School, alla generazione, sostenuta dal sottosegretario Angelo Rughetti e dall'imprenditore vicino al premier Marco Carrai, di fondi garantiti dal patrimonio pubblico le cui quote dovrebbero essere vendute a investitori istituzionali e famiglie, mediante l'utilizzo del ricavo per tagliare il debito.

Meccanismo analogo per i "mattoni bond" sostenuto dal Sole 24 Ore da aggiungere a una revisione contabile sui versamenti dell'Italia al Fondo europeo di stabilità finanziaria.

Contrario a dette ipotesi il parere di Lorenzo Bini Smaghi, ex membro del comitato esecutivo della Banca centrale europea e oggi nel consiglio di amministrazione di Morgan Stanley International, che rimane dell'idea di soluzioni tradizionali, ancora nelle facoltà del governo italiano. Tesi alla quale aderisce lo stesso ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan; difatti non è una novità che si punti sulle, anche se lente e difficoltose, privatizzazioni, da cui si spera di avere ogni anno un ricavo pari allo 0,7% del Pil, contrario di converso a qualsiasi intervento shock che possa spaventare gli investitori esteri.

Il Tesoro nei primi sei mesi del 2014, traendo vantaggio dai bassi tassi di interesse, ha emesso più titoli di Stato del dovuto, e questo ha portato ad un accumulamento di liquidità per oltre 105 miliardi. Inoltre, a Bruxelles la Commissione europea ha inviato all'Italia ed ad altri paesi, a rischio di rispetto degli obiettivi di bilancio, una lettera in cui si richiede di attuare altre riforme, mettendo l'accento sui rischi di violazione delle norme sulla contrazione del debito pubblico nel 2015 e nel 2016.

Tale missiva pone in risalto la situazione, senza dare nessun giudizio e senza la richiesta di attuazione di una manovra di finanza pubblica, ma dichiara che l'esecutivo europeo attende da Roma specifiche misure per il risanamento consentendo che la flessibilità venga utilizzata esclusivamente per incrementare gli investimenti.

Le richieste di Bruxelles sono ben definite; come già sottolineato dalla Commissione Ue nel rapporto riguardo la sostenibilità fiscale mostrato a febbraio, il debito pubblico italiano permane troppo elevato e, inoltre, non rispetta la regola del debito prevista dal Patto di stabilità, che imporrebbe la diminuzione dello stesso nella misura di un ventesimo l'anno.

Il deficit strutturale, che è risultato pari all'1% nel 2015, dovrebbe peggiorare secondo Bruxelles all'1,7% del Pil nel 2016, allontanando così la prospettiva del raggiungimento del pareggio strutturale. La lettera, firmata dal vice presidente della Commissione europea Valdis Dombrovskis e dal commissario agli affari monetari Pierre Moscovici, e indirizzata al ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan, mostra che i segnali indicano una violazione nel 2015 e nel 2016 delle regole sul debito. In merito a ciò – nella lettera riportata dal Sole 24 Ore – sarà determinante per l'Italia garantire che le iniziative necessarie, volte al rispetto del percorso di aggiustamento raccomandato, per poter raggiungere l'obiettivo di medio termine (il pareggio di bilancio) vengano annunciate e dettagliate in modo concreto.

E a Strasburgo sono state mostrate le decisioni sugli squilibri macroeconomici, nell'ambito del "semestre europeo" di *governance* economica dell'Eurozona; per l'Italia ciò riguarda gli squilibri macroeconomici eccessivi, derivati dall'alto debito pubblico e dalle scarsa produttività, che implicano rischi per il futuro, di importanza transfrontaliera, e pertanto di eventuale diffusione.

Nonostante la frenata crescita dei salari, afferma la valutazione della Commissione, *"la competitività resta debole e la dinamica della produttività si è deteriorata, limitando l'aggiustamento del costo unitario del lavoro"*, e inoltre *"l'alto tasso di disoccupazione di lunga durata pesa sulle prospettive di crescita"*.

In riferimento alla contrazione del debito pubblico, fa notare Bruxelles, si trarrebbe vantaggio da un più alto avanzo primario e da una crescita nominale sostenuta.

L'osservazione e l'analisi dell'esecutivo comunitario rileva che sono state attuate azioni politiche volte alla riorganizzazione delle istituzioni del mercato del lavoro, combattendo le sofferenze, della

pubblica amministrazione, della giustizia e dell'istruzione, ma aggiunge che restano ancora alcune lacune in materia politica, soprattutto nel campo delle privatizzazioni, del quadro di contrattazione collettiva, della revisione della spesa, delle azioni di liberalizzazione del mercato, della tassazione e della lotta alla corruzione.

Conclusione

L'obiettivo di questo lavoro è stato quello di ripercorrere l'evoluzione del debito pubblico italiano dall'Unità d'Italia, e come il ricorso a questo e il tentativo di tenerlo sotto controllo e anche di abbatterlo, abbiano segnato la vita economica, non soltanto del nostro Paese.

L'exkursus inizia dai primi anni di storia unitaria, in cui il ricorso al debito fu causato essenzialmente dalla necessità dello stato centrale di accollarsi il debito degli stati preunitari causato soprattutto dalle spese straordinarie per la partecipazione alle guerre di indipendenza sostenute dagli stessi per raggiungere e terminare il processo unitario

Prosegue, quindi, con la sua evoluzione fino ai giorni nostri, analizzandolo al contempo con vari momenti della storia in cui si sono verificati accadimenti significativi come l'entrata dell'euro, o come successivamente la crisi dei debiti sovrani.

Si è visto come il debito pubblico italiano dall'Unità d'Italia fino a oggi sia sempre aumentato, a eccezione di alcuni momenti della storia.

Il debito pubblico provoca diversi effetti:

- redistributivi infatti un elevato debito pubblico porta danno ai lavoratori, ed al contrario beneficio ai percettori di rendite finanziarie e delle grandi imprese, e ciò perché pone un freno alla crescita diminuendo gli investimenti privati;
- sugli investimenti e sulla crescita economica che diminuiscono nei paesi con alto debito pubblico, difatti si dovrebbe ridurre il debito per favorire le prospettive di crescita economica a più lungo termine;
- fiscali sulla politica monetaria, dove un elevato livello di indebitamento potrebbe indurre lo Stato a stampare moneta comportando un aumento dei prezzi ed una diminuzione del valore reale del debito pubblico.

Comunque, nonostante i vari legami che sussistono tra il debito pubblico e la politica monetaria, alcune prove empiriche fanno comprendere che questi stessi legami non siano significativi per la maggior parte dei paesi sviluppati.

Con il passare del tempo, difatti, il debito è stato sempre più influenzato da fattori di mercato, dalle crisi economiche dovute e nate in altri Paesi che hanno influenzato la nostra economia e costretto l'Italia a fare ricorso al debito.

In questo lavoro sono state trattate anche le politiche per il rientro del debito, le quali sono essenzialmente tre ovvero:

- riduzione del disavanzo corrente;
- abbassamento del saggio di interesse;
- sviluppo del reddito.

Nel nostro paese le politiche di rientro del debito sono state realizzate soprattutto in vista dell'ingresso nella moneta unica e si sono concretizzate nel tentativo di contenere il disavanzo corrente di bilancio, determinato dall'esubero delle spese rispetto alle entrate.

Il debito pubblico nel marzo 2016 ha raggiunto il valore record di 2.228 miliardi di euro, secondo in Europa e tra i primi al mondo; peraltro l'Italia paga qualche deficit strutturale, da cui consegue la presenza di un bilancio peggiore rispetto a quello di alcuni Stati simili.

La gestione del debito sarà significativa, per l'economia e il futuro dell'Italia; scelte importanti in materia di bilancio riguarderanno i governi italiani nell'immediato futuro, anche in considerazione del fatto che il nostro Stato non è più in una situazione politica ed economica favorevole come, accaduto fino a qualche decennio fa.

In conclusione, si può affermare che il debito italiano è decisamente pesante, anche se negli ultimi anni ha avuto un andamento altalenante, e peserà in modo significativo sui cittadini italiani nei prossimi anni, anche se in definitiva risulta ancora sostenibile da parte di un'economia vivace come la nostra.

L'impegno dei governi a venire dovrà essere rivolto alla reale attuazione di politiche e riforme realmente strutturali ed alla lotta alla evasione fiscale che, messe in atto parallelamente ad una ripresa economica, potranno portare ad una reale contrazione del debito pubblico.

Bibliografia

Artoni R. e Biancini S., *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, cit., p. 301

Banca D'Italia, *Relazione esercizio 1965*, Roma, 1966, p. 265

Barro Robert J., <<Are Government Bonds Net Wealth?>>, *Journal of Political Economy*, 1974, vol. 81, pp. 1095-1117

Blanchard Olivier J., *Macroeconomia*, Il Mulino

Brosio G. e Marchese C., *Il potere di spendere: economia e storia della spesa pubblica dall'Unificazione ad oggi*, Il Mulino, Bologna, 1986, p. 85

Coppola D'Anna F., *Popolazione, reddito e finanze pubbliche dell'Italia dal 1860 ad oggi*, Partenia, Roma, 1946, p. 116

Einaudi L., *Miti e paradossi della giustizia tributaria*, Einaudi, Torino, 1959, p. 274

Einaudi L., *Il debito pubblico è un mito*, «Corriere della Sera», 7 giugno 1960

Fazio A., *La politica monetaria in Italia dal 1947 al 1978*, in «Moneta e Credito», anno XXII, n. 127, 3[^] trimestre, 1979, p. 274

Gregory Mankiw N. e Taylor Mark P., *Macroeconomia*, V Edizione, Zanichelli

Ministero del Tesoro, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., p. 37

Ministero del Tesoro, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., pp. 40-41

Ministero del Tesoro, *Il debito pubblico in Italia 1861-1987*, vol. I, cit., pp. 90 e 93.

Nitti F.S., *Il bilancio dello Stato dal 1862 al 1896-97*, Laterza, Bari, 1958, p. 37

Repaci F.A., *La finanza pubblica nel secolo 1861-1960*, cit., p. 115

Repaci F.A., *La finanza pubblica italiana nel secolo 1861-1960*, cit., p. 257

Ricardo D., *Essay On The Funding System*, Encyclopaedia Britannica (1820)

Violante S., *Fiscalità e finanza pubblica in Italia (1861-1913)*, cit., pp. 66-67

Artoni Roberto, *Note sul debito pubblico italiano dal 1885 al 2001*; Disponibile su: <file:///C:/Users/info/Downloads/debito%20pubblico.pdf>

BCE, *Bollettino mensile*, Marzo 2013; Disponibile su: http://www.circolorefricerche.it/fileadmin/analisi_2013/01/03/Docs/Effetti_del_debito.pdf

Consob, *La crisi del debito sovrano del 2010-2011*; Disponibile su: <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

Davanzati Guglielmo Forges, *Gli effetti redistributivi del debito pubblico*, MicroMega, 21 Novembre 2014; Disponibile su: <http://temi.repubblica.it/micromega-online/gli-effetti-redistributivi-del-debito-pubblico/>

Del Corno Mauro, *Crisi Grecia, ecco gli altri maxi debiti dei Paesi Ue. Dietro Atene c'è Roma*, Il Fatto Quotidiano, 10 Luglio 2015; Disponibile su: <http://www.ilfattoquotidiano.it/2015/07/10/crisi-grecia-ecco-gli-altri-maxi-debiti-dei-paesi-ue-dietro-atene-ce-roma/1862012/>

Disavanzo e debito pubblico dopo le disposizioni del Trattato di Maastricht; Disponibile su: <http://universare.oneminutesite.it/files/159-DIRITTO%20INTERNAZIONALE%20-%20DISAVANZO%20E%20DEBITO%20PUBBLICO%20DOPO%20LE%20DISPOSIZIONI%20DEL%20TRATTATO%20DI%20MAASTRICHT.pdf>

Eunews, *Lettera dell'Ue all'Italia: riforme e aggiustamento entro aprile*, 8 Marzo 2016; Disponibile su: <http://www.eunews.it/2016/03/08/lettera-dellue-allitalia-riforme-e-aggiustamento-entro-aprile/52678>

Fausto Domenicantonio, *I lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)*, Versione rivista della relazione presentata al III Seminario CIRSFI (Centro Universitario per la Ricerca per la Storia Finanziaria Italiana), *Debito pubblico e formazione dei mercati finanziari fra età moderna e contemporanea*, presso la Facoltà di Economia dell'Università di Cassino il 15 e 16 ottobre 2004; Disponibile su: http://www.delpt.unina.it/stof/15_pdf/15_6.pdf

Forexinfo.it, *Sulla natura e sugli effetti del debito pubblico*, 2 Settembre 2012; Disponibile su: <https://www.forexinfo.it/Sulla-natura-e-sugli-effetti-del>

F.Q., *Debito pubblico, nuovo record a marzo: 2.228 miliardi, 14 in più in un mese. Ue “non soddisfatta” di risposte di Padoan*, Il Fatto Quotidiano, 13 Maggio 2016; Disponibile su: <http://www.ilfattoquotidiano.it/2016/05/13/debito-pubblico-nuovo-record-a-marzo-2-228-miliardi-aumento-di-14-miliardi-in-un-mese/2724856/>

F. Q., *Debito pubblico, Eurostat: Nel primo trimestre su di tre punti, a 135,1% del Pil*, Il Fatto Quotidiano, 22 Luglio 2015; Disponibile su: <http://www.ilfattoquotidiano.it/2015/07/22/debito-pubblico-eurostat-nel-primo-trimestre-su-di-tre-punti-a-1351-del-pil/1895930/>

F. Q., *Conti pubblici, Renzi: “Nessun rischio manovra”. Ue: “Richiesta può scattare sempre”. Ballano 3 miliardi*, Il Fatto Quotidiano, 8 Marzo 2016; Disponibile su: <http://www.ilfattoquotidiano.it/2016/03/08/conti-pubblici-renzi-nessun-rischio-di-manovra-ma-per-accontentare-bruxelles-servira-aggiustamento-da-3-miliardi/2528227/>

L'Huffington Post, *Bankitalia, Debito pubblico italiano in calo a luglio a 2.199,2 miliardi di euro. Entrate tributarie salgono +0,4% in 7 mesi 2015*, 14 Settembre 2015; Disponibile su: http://www.huffingtonpost.it/2015/09/14/debito-pubblico-italiano-in-calo-a-luglio_n_8132310.html

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Section I Italy's Stability Programme*, 8 Aprile 2014; Disponibile su: file:///C:/Users/info/Desktop/Tesi/Documenti/documenti%20capitolo%202/DEF_Section_I_Italyxs_Stability_Programme_xON_LINEx.pdf

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Sezione II Analisi e Tendenza della Finanza pubblica*, 10 aprile 2015; Disponibile su:

<file:///C:/Users/info/Desktop/Tesi/Documenti/documenti%20capitolo%202/DEF-2015-Sez-II-AnalisiETtendenzeDellaFinanzaPubblica.pdf>

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Italy's Draft Budgetary Plan 2015*; Disponibile su:

file:///C:/Users/info/Desktop/Tesi/Documenti/documenti%20capitolo%202/DRAFT_BUDGETARY_PLAN_2015-EN.pdf

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *L'attuazione del principio costituzionale del pareggio di bilancio L. 243 del 2012*, Roma Febbraio 2013; Disponibile su:

<http://www.camera.it/temiap/allegati/2015/03/17/OCD177-1143.pdf>

Panizza Ugo e Presbitero Andrea F., *L'alto debito non esclude la crescita*, Il Sole 24 Ore, 11 Maggio 2013; Disponibile su:

<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-05-11/lalto-debito-esclude-crescita-081445.shtml?uuid=AbBepxuH>

Panizza Ugo e Presbitero Andrea Filippo, *Quel nesso da dimostrare tra debito e crescita*, Lavoce.info, 30 Aprile 2013; Disponibile su:

<http://www.lavoce.info/archives/8919/quel-nesso-da-dimostrare-tra-debito-e-crescita/>

Presbitero Andrea Filippo e Panizza Ugo, *Quel dubbio legame tra debito e crescita*, Lavoce.info, 11 Maggio 2012; Disponibile su:

<http://www.lavoce.info/archives/27692/quel-dubbio-legame-tra-debito-e-crescita/>

Romano Beda, *Bruxelles all'Italia: «Nessuna manovra, ma piano di aggiustamento entro aprile»*, Il Sole 24 Ore, 8 Marzo 2016; Disponibile su:

<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-03-08/la-lettera-bruxelles-all-italia-nessuna-manovra-ma-piano-aggiustamento-entro-aprile-180013.shtml?uuid=ACCb7IkC>

RQuotidiano, *Debito pubblico, il dilemma di Renzi. Ecco tutte le ipotesi in campo per tagliarlo*, Il fatto quotidiano, 18 Agosto 2014; Disponibile su:

<http://www.ilfattoquotidiano.it/2014/08/18/debito-pubblico-il-dilemma-di-renzi-ecco-tutte-le-ipotesi-in-campo-per-tagliarlo/1093000/>

Ruzza Alessio, Università di Padova, 2009; Disponibile su:
http://tesi.cab.unipd.it/21147/1/Ruzza_Alessio.pdf

Santi Carlo, *Gli Stati Uniti detengono il record del debito pubblico mondiale*, *Blastingnews*, 28 Giugno 2015; Disponibile su: <http://it.blastingnews.com/politica/2015/06/gli-stati-uniti-detengono-il-record-del-debito-pubblico-mondiale-00458355.html>

Santoro Pelino, *Manuale di contabilità e finanza pubblica*, Maggioli, Settembre 2013; Disponibile su: <https://books.google.it/books?id=ZTMwAQAAQBAJ&pg=PA232&lpg=PA232&dq=effetti+redistributivi+del+debito+pubblico&source=bl&ots=GjpdU9GfwR&sig=cDk7olgHXqp5aZ0XFPHFAP8O7GY&hl=it&sa=X&ved=0ahUKewjXvsbQievLAhWCVBQKHerABByAQ6AEIRDAI#v=onepage&q=effetti%20redistributivi%20del%20debito%20pubblico&f=false>

Ugazio Giulia, *Il debito USA è la bomba a orologeria dell'economia mondiale*, *Economia e Finanza*, 3 Ottobre 2015; Disponibile su:
http://economia.diariodelweb.it/economia/articolo/?nid=20151003_351986

Università Carlo Cattaneo (Liuc), *Il problema della sostenibilità del debito pubblico*, 2012; Disponibile su:
http://my.liuc.it/MatSup/2012/A83500/_Disp.2%20Sostenibilit%C3%A0%20del%20debito%20pubblico.pdf

Visco Ignazio, Intervento del Governatore della Banca d'Italia, *La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea*, Istituto di Studi Federalisti "Altiero Spinelli", Seminario: Il federalismo in Europa e nel mondo, Trentaduesima edizione, 1 Settembre 2013; Disponibile su:
<file:///C:/Users/info/Desktop/Tesi/Documenti/documenti%20capitolo%203/Banca%20d'Itali,%20Relazione%20governatore%20Visco,%20%20La%20crisi%20dei%20debiti%20sovrani.pdf>