



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

FACOLTÀ DI ECONOMIA

DIPARTIMENTO DI MANAGEMENT

CORSO DI LAUREA IN AMMINISTRAZIONE, FINANZA E CONTROLLO

TESI DI LAUREA MAGISTRALE:

**Il debito pubblico italiano e la sua relazione con Pil ed  
inflazione, tra passato, presente e futuro.**

**Relatore:** Ch.mo Prof. MICHELE BERNASCONI

**Laureando:** MARINELLO DANIELE

Matricola: 861893

ANNO ACCADEMICO 2021-2022



# INDICE

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>5</b>
<b>CAPITOLO 1. LA TERMINOLOGIA .....</b>	<b>7</b>
<b>PREMESSA.....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 IL 'DEBITO PUBBLICO' E LA SUA DEFINIZIONE.....</b>	<b>7</b>
1.1.2 MODELLISTICA ECONOMICA SUL DEBITO PUBBLICO.....	14
<b>1.2 IL 'PIL' E LA SUA DEFINIZIONE.....</b>	<b>17</b>
1.2.2 MODELISTICA ECONOMICA SUL PIL.....	19
<b>1.1 'INFLAZIONE' E RELATIVA DEFINIZIONE .....</b>	<b>20</b>
1.3.2 MODELLISTICA ECONOMICA SULL'INFLAZIONE .....	21
1.3.3 LA RELAZIONE TRA DEBITO PUBBLICO E INFLAZIONE.....	25
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>27</b>
<b>CAPITOLO 2. LA STORIA DEL DEBITO PUBBLICO DALL'UNIFICAZIONE D'ITALIA ALL'ENTRATA DELL'ITALIA NELL'UE.....</b>	<b>29</b>
<b>PREMESSA.....</b>	<b>29</b>
<b>2.1 DALL'UNIFICAZIONE D'ITALIA (1861) ALLA SECONDA GUERRA MONDIALE (1950)</b>	<b>30</b>
<b>2.2 DAL DOPO GUERRA (1950) ALLA FINE DEL BOOM ECONOMICO (1968) .....</b>	<b>34</b>
<b>2.3 GLI ANNI DELLE SPINTE SOCIALI (1968-1975) .....</b>	<b>37</b>
<b>2.4 LA STABILIZZAZIONE ABORTITA (1976-1979).....</b>	<b>41</b>
<b>2.5 LA STABILIZZAZIONE INCOMPLETA (1980-1986) .....</b>	<b>43</b>
<b>2.6 UNA CORSA CONTRO IL TEMPO (1987-1992) .....</b>	<b>46</b>
<b>2.7 LA CRISI (1992-1995) .....</b>	<b>49</b>
<b>2.8 IN EUROPA, NONOSTANTE TUTTO (1996-1999) .....</b>	<b>52</b>
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>57</b>
<b>CAPITOLO 3. DALL'ENTRATA NELL'EURO AGLI ANNI ANTECENTI LA PANDEMIA DI COVID-19.....</b>	<b>59</b>
<b>PREMESSA.....</b>	<b>59</b>
<b>3.1 LA LENTA REDENZIONE E L'APPAGAMENTO INGANNEVOLE (1999-2007) .....</b>	<b>59</b>
<b>3.2 GLI ANNI BUI (2008-2011) .....</b>	<b>67</b>
<b>3.3 UN DECENNIO DI TRISTE IMMOBILITA' (2012-2019).....</b>	<b>80</b>
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>83</b>
<b>CAPITOLO 4.....</b>	<b>85</b>
<b>PREMESSA.....</b>	<b>85</b>
<b>4.1 L'AVVENTO DELLA PANDEMIA E IL CAMBIAMENTO DEGLI EQUILIBRI .....</b>	<b>85</b>
<b>4.2 L'EUROPA SCEGLIE DI CAMBIARE APPROCCIO: L'IMPATTO DEL NEXT GENERATION EU E DEL PNRR SULLA CRESCITA ECONOMICA.....</b>	<b>90</b>
<b>4.3 NON PIU' UN LONTANO RICORDO: IL RITORNO DELL'INFLAZIONE .....</b>	<b>96</b>

<b>4.4 UN APPROFONDIMENTO SUI NESSI E SULLE IMPLICAZIONI TRA DEBITO PUBBLICO E CRESCITA .....</b>	<b>107</b>
4.3.1 C'E' EVIDENZA EMPIRICA SULLA RELAZIONE TRA ALTO DEBITO PUBBLICO E BASSA CRESCITA? .....	112
<b>4.4 NON ESISTONO SOLUZIONI FACILI A PROBLEMI COMPLESSI .....</b>	<b>116</b>
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>123</b>
<b><i>CONCLUSIONE</i> .....</b>	<b>125</b>
<b><i>BIBLIOGRAFIA</i>.....</b>	<b>127</b>
<b><i>SITOGRAFIA</i> .....</b>	<b>129</b>

## INTRODUZIONE

Il debito pubblico è un problema annoso per l'Italia che vincola le scelte politiche di bilancio e fiscali passate, presenti e future dello Stato. Al giorno d'oggi, è oggetto ricorrente di discussione: l'attenzione è dovuta alle ripercussioni, dirette ed indirette, che questo ha nella vita di ogni giorno per tutti i soggetti economici (famiglie, imprese, settore pubblico).

Nel corso dell'elaborato il debito pubblico viene messo in costante relazione con Pil e con l'inflazione (due variabili macroeconomiche chiave per capire lo stato di salute di un'economia).

Inizialmente, per fornire un utile rimando in ogni momento della lettura del testo, verranno approfondite queste tre variabili dal punto di vista teorico, soffermandosi sulle definizioni letterali e algebriche che la letteratura fornisce in merito, al fine di enuclearne ragioni e relazioni.

Sarà poi condotto un excursus storico sull'andamento del debito pubblico italiano attraverso un'indagine retrospettiva atta ad indagare i motivi dell'accumulazione dell'alto stock di debito pubblico che l'Italia si trova oggi a dover gestire. Essa cerca di evidenziare l'andamento delle tre variabili anche con lo scopo di poter avere raffronti con l'attualità e con il futuro.

Il terzo capitolo, invece, concerne i decenni più recenti, dall'entrata dell'Italia nell'euro allo scoppio della crisi pandemica da Covid-19. L'adesione alla moneta unica è un evento di discontinuità con il passato poiché corrisponde con la cessione della sovranità monetaria. Mentre il crollo economico causato dalla pandemia ha cambiato il modo in cui i *policy makers* reagiscono alle conseguenze della crisi, come se un debito pubblico molto alto fosse meno problematico rispetto al passato.

Nel quarto ed ultimo capitolo, infine, si guarda ai risvolti economici della pandemia, al *PNRR*, all'inflazione, alla relazione tra alto debito pubblico e bassa crescita e alle possibili soluzioni. Nello specifico:

- La pandemia ha impattato in maniera importante sui conti pubblici.
- Il *PNRR* dovrebbe influenzare in modo determinante le prospettive di crescita, al fine di rendere sostenibile l'ingente quantità di debito pubblico accumulata.

- L'inflazione, fenomeno che sembrava oramai solo un lontano ricordo è invece tornata ad innalzare i prezzi, per il verificarsi di una serie di eventi concatenati, interferendo sulle politiche monetaria accomodanti che avevano permesso di finanziare il debito pubblico a bassi costi nell'ultimo decennio.
- La relazione tra debito pubblico e crescita viene approfondita avvalendosi anche di uno strumento statistico quale la regressione lineare semplice, che permetta di confermare empiricamente quanto sostenuto dalla letteratura.
- Le possibili soluzioni invece sono proposte al fine di mostrarne le attuabilità. Tra queste verrà mostrato come l'aggiustamento fiscale sia la via più praticabile per affinità storico-economiche tra la situazione passata e quella presente.

# CAPITOLO 1. LA TERMINOLOGIA

## PREMESSA

Il primo capitolo contiene le nozioni teoriche necessarie alla comprensione dei temi trattati nel corso dell'elaborato, ovvero la triade Debito pubblico-Pil-Inflazione, con particolare attenzione al primo e alle relazioni che lo legano con Pil e Inflazione. Per ognuna di queste variabili macroeconomiche viene fatto un approfondimento sia letterale che di modellistica economica, mostrando come la letteratura ne giustifichi le teorie sottostanti. Il fine è quindi fornire una spiegazione chiara e completa che permetta la comprensione dei fenomeni esposti nei tre capitoli successivi riguardanti passato, presente e futuro.

## 1.1 IL 'DEBITO PUBBLICO' E LA SUA DEFINIZIONE

La definizione di riferimento per il Debito pubblico viene fornita dal MEF (Ministero dell'Economia e delle Finanze) all'interno del proprio sito ed è qui di seguito riportata: "Il debito pubblico rappresenta la consistenza delle passività finanziarie lorde afferenti al settore delle Amministrazioni pubbliche, registrate al valore nominale e consolidate tra le unità appartenenti allo stesso settore.

Per il calcolo dello stesso, ci si avvale dei criteri settoriali e metodologici di cui, in primo luogo, al Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n.549 del 2013 relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali (SEC 2010) – che ha sostituito il Regolamento n. 2223/1996 (SEC 95) - e, più nello specifico, al Regolamento n. 479/2009 relativo alla Procedura per i Disavanzi Eccessivi – come emendato dal Regolamento n. 679/2010 e n. 220/2014.

Le passività finanziarie incluse nell'aggregato sono le seguenti:

- depositi e monete;
- titoli obbligazionari;
- prestiti.

Il settore di riferimento si articola in Amministrazione centrale, Amministrazioni locali ed enti di previdenza e assistenza sociale. Nel processo di consolidamento vengono

eliminate le passività che rappresentano anche attività detenute da enti facenti parte delle Amministrazioni pubbliche.”<sup>1</sup>

All'interno della nota ci sono espressioni tecniche meritevoli di un approfondimento quali:

- Passività finanziarie lorde: sono impegni a pagare una determinata somma entro un determinato periodo; lorde quindi non sottraendo quanto le amministrazioni pubbliche hanno a loro volta prestato.

- Amministrazioni pubbliche: “Il settore che raggruppa le unità istituzionali le cui funzioni principali consistono nel produrre per la collettività beni e servizi non destinabili alla vendita e nell’operare una redistribuzione del reddito e della ricchezza del Paese. Le principali risorse sono costituite da versamenti obbligatori effettuati direttamente o indirettamente da unità appartenenti ad altri settori. Il settore delle amministrazioni pubbliche è suddiviso in tre sottosettori:

1) amministrazioni centrali, che comprendono l’amministrazione dello Stato in senso stretto (i ministeri) e gli organi costituzionali; gli enti centrali con competenza su tutto il territorio economico (Anas, Cri, Coni, Cnr, Istat eccetera);

2) amministrazioni locali, che comprendono gli enti pubblici la cui competenza è limitata a una sola parte del territorio economico. Sono compresi: le Regioni, le Province, i Comuni, gli ospedali pubblici e altri enti locali economici, culturali, di assistenza, le camere di commercio, le università, le Apt eccetera;

3) enti di previdenza, che comprendono le unità istituzionali centrali e locali la cui attività principale consiste nell’erogare prestazioni sociali finanziate attraverso contributi generalmente a carattere obbligatorio (Inps, Inail eccetera).”<sup>2</sup>

- Valore nominale: il valore teorico di un titolo o di un capitale in un determinato istante di tempo, che si discosta dal valore reale che dipende dalle contingenze di mercato e dalle condizioni di solvibilità.<sup>3</sup> L’esempio fornito da IlSole24Ore nelle note di un articolo sull’inflazione chiarisce ulteriormente il significato: “L’inflazione misura

---

<sup>1</sup> Definizione presa da internet all’indirizzo

[https://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_pubblico/link\\_rapidi/debito\\_pubblico.html](https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/link_rapidi/debito_pubblico.html) consultato in data 18/02/2022

<sup>2</sup> Definizione presa da internet all’indirizzo <https://www.istat.it/it/metodi-e-strumenti/glossario> consultato in data 18/02/2022

<sup>3</sup> Definizione presa da internet all’indirizzo [https://www.treccani.it/enciclopedia/valore-nominale\\_%28Enciclopedia-della-Matematica%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/valore-nominale_%28Enciclopedia-della-Matematica%29/) consultato in data 18/02/2022

l'aumento generalizzato dei prezzi, per effetto della quale con la stessa quantità di denaro in futuro si riuscirà a comprare una minore quantità di beni e servizi: una banconota da 100 euro oggi consente di acquistare una certa quantità di beni, ma tra 20 anni la stessa banconota da 100 euro nominali ci permetterà di acquistarne meno, a causa dell'aumento dei prezzi dovuto all'inflazione: il valore nominale della banconota sarà sempre 100 euro, ma il valore reale che potremo spendere sarà stato diminuito dall'inflazione."<sup>4</sup>

- Consolidate: le passività consolidate sono sottoposte al processo di consolidamento, pratica contabile che prevede di eliminare le passività che rappresentano anche attività detenute da enti facenti parte l'Amministrazione pubblica stessa.

- SEC 2010: il sistema statistico comune europeo, adottato in Italia a partire dal 2014 e che definisce i principi e i metodi di contabilità nazionale a livello europeo.

- Depositi e monete: includono la raccolta postale (solo buoni postali, i libretti sono esclusi dal 2003 in seguito alla trasformazione di CDP 'Cassa depositi e prestiti' in S.p.a.), la circolazione di Stato, i depositi in numerario di terzi presso la Cassa depositi e prestiti, i depositi di enti non appartenenti alle Amministrazioni pubbliche presso la Tesoreria dello Stato e altre fattispecie residuali. (Francese e Pace, 2008)

- Titoli obbligazionari: in questa categoria (la più cospicua) ricadono i *cd* Titoli di Stato che possono essere sottoscritti sia da investitori privati che istituzionali; qui di seguito sono elencati con le caratteristiche che li contraddistinguono (Tabella 1) e per le percentuali che rappresentano sull'intero Debito pubblico (Grafico 1).

Tabella 1: Principali caratteristiche dei titoli di Stato

TITOLO	DURATA	REMUNERAZIONE	TAGLIO MINIMO	MECCANISMO D'ASTA	ALIQUOTA FISCALE	RIMBORSO
<b>BOT</b>	3,6,12 mesi	Scarto d'emissione	€1000	Asta competitiva sul rendimento	12,5%	Alla pari, in unica soluzione alla scadenza
<b>CTZ</b>	24 mesi	Scarto d'emissione	€1000	Asta marginale con	12,5%	Alla pari, in unica

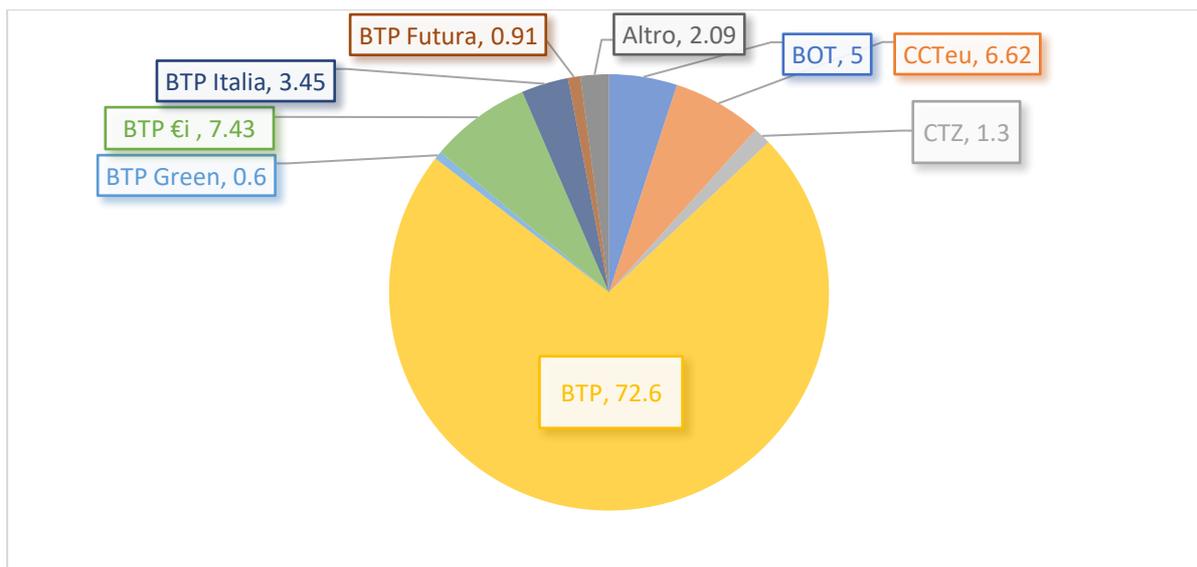
<sup>4</sup> Esempio preso da internet all'indirizzo <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/02/22/casa-inflazione-tassi/?fbclid=IwAR0sualNjYwnFTqfjHmhJxnGtSb8CT3XzG8YyJiebuSayF7iYxi9tjg5Q0> consultato in data 19/02/2022

				determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa		soluzione alla scadenza
<b>CCTeu</b>	da 3 a 7 anni	Cedole variabili semestrali, eventuale scarto d'emissione	€1000	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	12,5%	Alla pari, in unica soluzione alla scadenza
<b>BTP</b>	da 18 mesi a 3, 5, 7, 10, 15, 20, 30 e 50 anni	Cedole fisse semestrali, eventuale scarto d'emissione	€1000	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	12,5%	Alla pari, in unica soluzione alla scadenza
<b>BTP GREEN</b>	da 10 a 30 anni	Cedole fisse semestrali, eventuale scarto d'emissione	€1000	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	12,5%	In unica soluzione a scadenza
<b>BTP€i</b>	da 18 mesi a 3, 5, 7, 10, 15, 20 e 30 anni	Cedole reali semestrali, eventuali scarto d'emissione e rivalutazione del capitale a scadenza	€1000	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	12,5%	In unica soluzione a scadenza
<b>BTP Italia</b>	da 4 a 8 anni	Cedole reali semestrali, rivalutazione semestrale del capitale e premio fedeltà a scadenza	€1000	Collocamento diretto sul MOT, prezzo alla pari e tasso cedolare reale annuo fissato al termine del periodo di collocamento	12,5%	In unica soluzione a scadenza
<b>BTP Futura</b>	da 8 a 16 anni	Cedole semestrali con meccanismo step-up a	€1000	Collocamento diretto sul MOT, prezzo alla pari e	12,5%	In unica soluzione a scadenza

		rendimenti crescenti e premio fedeltà a scadenza		serie dei tassi cedolari annui fissati al termine del periodo di collocamento		
--	--	--	--	---	--	--

Fonte: Rielaborazione propria dati MEF, Dipartimento del Tesoro <sup>5</sup>

Grafico 1: Composizione dei Titoli di Stato in circolazione al 31/01/2022



Fonte: Rielaborazione propria dati MEF, Dipartimento del Tesoro<sup>6</sup>

Come visibile dalla Tabella 1 e dal Grafico 1 esistono varie tipologie di Titoli di Stato. Questi sono suddivisibili in tre macro-categorie: i Titoli di Stato zero coupon, quelli a tasso fisso e quelli a tasso variabile.

Gli zero coupon sono strumenti che non prevedono cedole periodiche, bensì una differenza tra valore nominale a rimborso e prezzo di emissione che costituisce il rendimento implicito del titolo. In questa categoria rientrano i BOT (Buoni Ordinari del Tesoro) e i CTZ (Certificati del Tesoro Zero Coupon): i primi hanno una scadenza che varia tra i tre e i dodici mesi mentre i secondi hanno una durata pari a ventiquattro mesi.

<sup>5</sup> Informazioni prese da internet all'indirizzo

[https://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_pubblico/titoli\\_di\\_stato/quali\\_sono\\_titoli/](https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/) consultato in data 21/02/2022

<sup>6</sup> Informazioni prese da internet all'indirizzo

[https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/composizione\\_titoli\\_stato/Composizione\\_dei\\_Titoli\\_di\\_Stato\\_in\\_Circolazione\\_al\\_31.01.2022.pdf](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/composizione_titoli_stato/Composizione_dei_Titoli_di_Stato_in_Circolazione_al_31.01.2022.pdf) consultato in data 21/02/2022

Tra quelli a tasso fisso ricadono invece i classici BTP (Buoni del Tesoro Poliennali) e i BTP Green. Entrambi sono titoli a lunga scadenza dove nel primo caso si va da un minimo di tre ad un massimo di cinquant'anni, mentre nel secondo si tratta di uno strumento innovativo introdotto il 3 marzo 2021 dal Tesoro Italiano che ha l'obiettivo di raccogliere fondi da destinare al finanziamento di spese sostenute dallo Stato che abbiano un impatto ambientale positivo. Presentano quindi le stesse caratteristiche dei classici BTP, ma si differenziano per la tipologia di spesa che vanno a finanziare. Infine vi sono i titoli a tasso variabile. In questa categoria troviamo i CCTeu (Certificati di Credito del Tesoro) i quali pagano cedole semestrali il cui importo è relazionato al tasso Euribor sei mesi; i BTP€i (Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'Inflazione Europea), titoli a medio-lungo termine che rivalutano le cedole semestrali e il capitale rimborsato a scadenza in base all'andamento dell'inflazione europea; i BTP Italia e i BTP Futura, tipologie introdotte per aumentare il collocamento di Titoli di Stato direttamente presso le famiglie italiane, al fine di dare maggiore stabilità alla base degli investitori nel debito pubblico. Lo scopo è di abbassare le probabilità che in tempi di crisi si verifichi il fuggi fuggi di investitori, al quale si è più soggetti se il debito è detenuto da investitori esteri (Cottarelli, 2018). Questa operazione, tuttavia, ha un costo che corrisponde ai premi che si pagano su queste due tipologie di BTP per rendere gli strumenti più appetibili alle famiglie italiane: il tasso di interesse corrisposto dai BTP Futura, infatti, sarà maggiore di un BTP standard emesso lo stesso giorno di un minimo 13 fino ad un massimo di 32 punti base (dove 100 punti base equivalgono a 1%), mentre quello corrisposto da un BTP Italia sarà maggiore di quasi 100 punti base in confronto al BTP classico a cinque anni.<sup>7</sup>

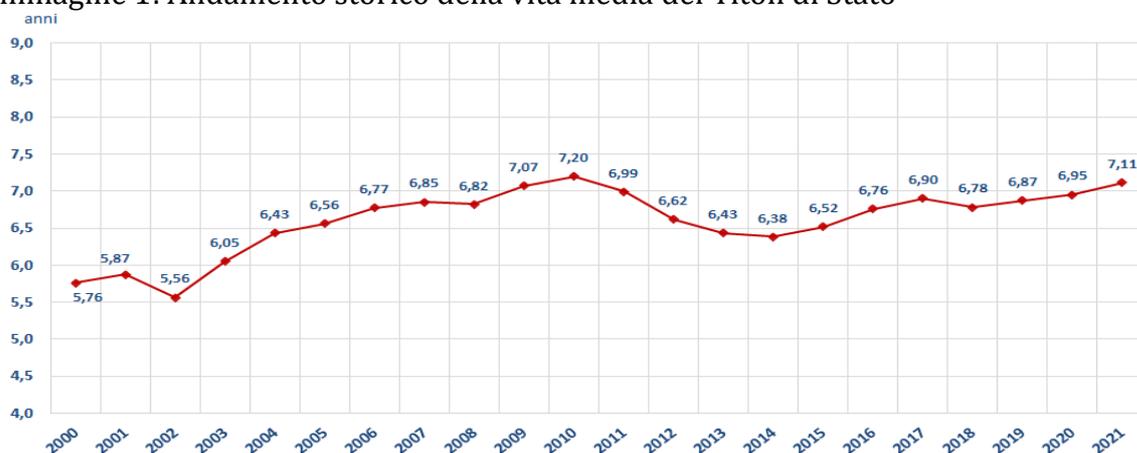
In conclusione si può notare come lo strumento prevalente sia il classico BTP, che da solo costituisce il 72,6% dei Titoli di Stato italiani raggiungendo la soglia del 84,99% se aggiungono i BTP Green, Italia, Futura e indicizzati all'inflazione europea. La crescita dei BTP ha permesso negli anni di allungare la durata media dei Titoli di Stato in circolazione, passata dai 5,76 anni del 2000 ai 7,11 anni del 2021 (vedi Grafico 2); operazione a beneficio della solidità del debito stesso, poiché, dal momento in cui si allunga la vita media dei Titoli di Stato, si avrà uno stock di debito mensile/annuale minore da rinnovare. Diminuirne la quantità è cruciale nei momenti di crisi, quando gli

---

<sup>7</sup> Informazioni prese da internet all'indirizzo <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-qual-e-la-differenza-tra-il-tasso-di-interesse-dei-btp-italia-e-futura> consultato in data 22/02/2022

investitori, guidati anche dall'irrazionalità, non comprano nuovo debito e non rinnovano nemmeno quello in scadenza, creando il panico nei mercati che vedono aumentare esponenzialmente le possibilità di default dello Stato (come accaduto in Italia nella crisi del 2011 che sarà approfondita nel capitolo 3). A livello matematico presi i 2.236.303 mln di € (ammontare di debito pubblico costituito da Titoli di Stato al 31/12/2021<sup>8</sup>) se divisi per 7,11 (anni) i mln di € di debito in scadenza all'anno sono 314.529,25. Questo significa dover reperire sui mercati 26.210,77 mln di € al mese (ipotizzando che lo stock di debito non continui ad aumentare, come invece accade), se invece la vita media tornasse ai livelli del 2000 l'ammontare da rinnovare nell'anno sarebbe pari a 388.247,05 mln di € ovvero 32.353,92 mln di € al mese.

Immagine 1: Andamento storico della vita media dei Titoli di Stato



Fonte: MEF, Dipartimento del Tesoro<sup>9</sup>

- Prestiti: all'interno di questa categoria troviamo le passività del Tesoro verso la Banca d'Italia, le passività verso Intermediari finanziari monetari, i prestiti erogati dalla CDP e altre passività residuali (Francese e Pace, 2008).

Analizzata la definizione è importante ricordare come i dati sul debito, assieme a quelli sull'indebitamento netto (cioè il saldo del conto economico, originato dalla differenza tra le entrate finali, al netto della riscossione dei crediti, e le spese finali, al netto delle

<sup>8</sup> Cifra reperita nel 4° bollettino trimestrale 2021 del MEF inerente al debito pubblico [https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_publico/bollettino\\_trimestrale/Bollettino\\_trimestrale\\_-\\_4x\\_trimestre\\_2021.pdf](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/bollettino_trimestrale/Bollettino_trimestrale_-_4x_trimestre_2021.pdf) consultato in data 4/03/2022

<sup>9</sup> Grafico preso da internet all'indirizzo [https://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_publico/dati\\_statistici/vita\\_media\\_ponderata/](https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_publico/dati_statistici/vita_media_ponderata/) consultato in data 4/03/2022

acquisizioni di attività finanziarie<sup>10</sup>), costituiscano le principali grandezze di riferimento per le politiche di convergenza per l'Unione economica e monetaria (UEM). I dati vengono stimati dall'Istat e dalla Banca d'Italia e sottoposti a verifica da parte dell'Eurostat<sup>11</sup> per poi essere trasmessi alla Commissione Europea in applicazione del protocollo sulla Procedura per i Deficit Eccessivi annesso al Trattato di Maastricht.

Quando si misura il debito pubblico si parla di avanzo, o più solitamente disavanzo, per esprimere la differenza tra l'ammontare di debito nell'anno  $t$  e quello nell'anno  $t-1$ . Il disavanzo è quindi il nuovo debito ed è divisibile in due: l'avanzo/disavanzo primario e la spesa per interessi, dove il primo è dato dalla differenza tra spesa ed entrate al netto del costo del debito pubblico, mentre la seconda rappresenta appunto la spesa sostenuta per gli interessi corrisposti a chi possiede il debito pubblico (i creditori).

La distinzione più importante da fare è quindi quella tra debito e deficit. Il debito è il valore dei titoli di Stato in circolazione, a cui vanno aggiunti depositi e prestiti ed è una grandezza stock. Il deficit (o disavanzo), invece, è una grandezza flusso data dalla variazione di debito tra due date. La somma dei deficit dall'anno zero ad oggi dà quindi il debito (Trevisan, 2021).

### 1.1.2 MODELLISTICA ECONOMICA SUL DEBITO PUBBLICO

Analizzato il concetto 'debito pubblico' dal punto di vista letterale è ora utile soffermarsi sulle equazioni matematiche ad esso connesse, così da averne una visione a 360°.

Dal punto di vista matematico il debito pubblico trova il suo cardine nell'equazione di che determina il fabbisogno finanziario (disavanzo di bilancio), ricordando che si parla di disavanzo quando in uno Stato le spese superano le entrate.

Equazione 1: Disavanzo di bilancio

$$\text{Disavanzo}_t = (G_t - T_t) + rB_{t-1}$$

Fonte: Blanchard, Amighini e Giavazzi, 2020, pag. 587.

---

<sup>10</sup> Definizione presa da internet all'indirizzo [https://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/attivita\\_istituzionali/monitoraggio/saldi\\_di\\_finanza\\_pubblica/](https://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/attivita_istituzionali/monitoraggio/saldi_di_finanza_pubblica/) consultato in data 04/03/2022

<sup>11</sup> Eurostat è l'ufficio statistico dell'Unione europea responsabile della pubblicazione di statistiche e di indicatori di qualità a livello europeo per consentire confronti fra paesi e regioni.

Tutte le variabili sono in termini reali:

- $G_t$  = spesa pubblica nell'anno  $t$
- $T_t$  = imposte al netto dei trasferimenti nell'anno  $t$
- $G_t - T_t$  = saldo primario
- $r$  = tasso di interesse reale
- $B_{t-1}$  = debito pubblico alla fine dell'anno  $t-1$ , cioè all'inizio dell'anno  $t$
- $rB_{t-1}$  = spesa per interessi sullo stock di debito preesistente

La spesa per interessi è misurata in termini reali sebbene le misure ufficiali si basino sulla spesa effettiva (tasso d'interesse nominali) perché, assumendo un tasso di inflazione volutamente alto, posto pari al 50%, il tasso di interesse nominale sarebbe con ampie probabilità sopra il 50% (perché  $r = i - \pi$  quindi  $i = r + \pi$ ), facendo apparire un disavanzo ufficiale molto ampio anche in presenza di un debito che in termini reali decresce.<sup>12</sup>

Per  $G$  è da intendersi solo la spesa pubblica in beni e servizi, quindi non si include la spesa per interessi e nemmeno quella per trasferimenti (pensioni e sussidi di disoccupazione), che, come detto pocanzi, sono sottratti da  $T$ .<sup>13</sup>

Il vincolo di bilancio del governo afferma che il disavanzo è dato dalla variazione in aumento di debito pubblico dall'anno  $t-1$  all'anno  $t$ . Il disavanzo può essere coperto in due modi: stampando moneta o ricorrendo all'emissione di debito, ma nel caso dell'Italia e degli altri paesi aderenti alla moneta unica il finanziamento è inesistente in virtù degli

---

<sup>12</sup> All'interno dell'equazione  $r=i-\pi$  (dove  $r$  è il tasso d'interesse reale,  $i$  il tasso di interesse nominale,  $\pi$  l'inflazione) è da ricordare che la variabile controllabile direttamente dalla Banca Centrale è 'i' mentre l'inflazione è governabile solo indirettamente tramite la politica monetaria, si utilizza l'espressione "ampie probabilità" perché fino ad una decina d'anni fa era scontato che il tasso d'interesse reale navigasse in territorio positivo, ma in seguito alle crisi del 2008 e del 2011 (che saranno trattate nel corso dell'elaborato) non è più stato così, anzi si è aperta una lunga fase in cui i tassi d'interesse nominali sono stati bassi o pari a zero (il tasso ufficiale o di riferimento nell'eurozona è il tasso REFI sui pronti contro termine), di conseguenza vi è la possibilità con un'inflazione anche relativamente bassa che il tasso d'interesse reale sia negativo. I tassi d'interesse nominali non possono assumere valore negativo perché se lo facessero nessuno vorrebbe più detenere titoli obbligazionari e tutti vorrebbero banconote che "pagano" un tasso d'interesse nullo. Tuttavia, poiché tenere ingenti somme di denaro è scomodo e rischioso, vi è la possibilità di preferire un titolo sicuro con tasso leggermente negativo alle banconote. Questo vincolo della banca centrale di fissare il tasso d'interesse non sotto lo zero è noto come *zero lower bound*.

<sup>13</sup> Le misure ufficiali della spesa pubblica aggiungono i trasferimenti a  $G$  e assumono che le entrate dello Stato siano le imposte non le imposte nette (imposte - trasferimenti), è una convenzione contabile che non incide sul risultato finale del disavanzo.

accordi di Maastricht.<sup>14</sup> Di conseguenza nell'Equazione 2 sottostante è possibile porre  $(M_t - M_{t-1}) = 0$ .

Equazione 2: Vincolo di bilancio del governo

$$(B_t - B_{t-1}) + (M_t - M_{t-1}) = \text{disavanzo}$$

Ma se  $(M_t - M_{t-1}) = 0$  allora  $(B_t - B_{t-1}) = \text{disavanzo}$ , quindi, unendo l'Equazione 1 e l'Equazione 2 risulta che il debito pubblico  $B_t$  alla fine dell'anno  $t$  sarà uguale a:

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

Le due componenti che compongono il disavanzo nell'Equazione 2 costituiscono rispettivamente il finanziamento con debito  $(B_t - B_{t-1})$  e il finanziamento con moneta  $(M_t - M_{t-1})$ . Le due forme di finanziamento sono determinate dalla politica fiscale, che si rifà alle decisioni del Governo, e dalla politica monetaria che guarda invece alle decisioni della Banca Centrale. Le due autorità intervengono e agiscono con lo scopo che l'economia trovi il suo equilibrio in condizioni di stabilità ed efficienza, per facilitare il raggiungimento degli obiettivi preposti dalle autorità stesse (rapporto Debito/Pil e Deficit annuo ma anche tasso di crescita del Pil e inflazione) (Trevisan, 2021). La politica fiscale si manifesta tramite spesa pubblica e tasse, mentre la politica monetaria agisce tramite la Banca Centrale che controlla offerta di moneta e tasso di interesse.

Nel caso dell'Italia l'unico mezzo per finanziare il debito pubblico prevede, come detto precedentemente, una spesa pubblica che superi le entrate, quindi con la politica fiscale. La politica monetaria invece è stata ceduta alla BCE (Banca Centrale Europea), istituita nel 1992 con il Trattato di Maastricht, ma diventata operativa il 1° gennaio 1999. La BCE per altro ha un mandato chiaro: "Il nostro obiettivo principale è mantenere la stabilità dei prezzi, ossia salvaguardare il valore dell'euro. La stabilità dei prezzi è essenziale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro, due obiettivi dell'Unione Europea. Rappresenta inoltre il contributo più importante che la politica monetaria può fornire in

---

<sup>14</sup> Chiamata la clausola di *no-bailout*, impedisce alla Banca Centrale Europea di acquistare debito emesso da uno Stato membro

tali ambiti.”<sup>15</sup> L’obiettivo è quindi quello di garantire la stabilità dei prezzi - non finanziare la spesa pubblica dei singoli Stati membri - da cui ne consegue crescita economica e occupazione, nello specifico l’inflazione deve restare “bassa, stabile e prevedibile: attorno al 2% nel medio termine”.<sup>16</sup> Al contrario la Fed (Federal Reserve, la banca centrale americana) pone sullo stesso piano controllo dell’inflazione e la stabilizzazione della crescita economica. (Trevisan, 2021).

È utile notare la differenza perché, come vedremo tra poco, l’impatto della crescita economica sul debito pubblico è molto importante.

## 1.2 IL ‘PIL’ E LA SUA DEFINIZIONE

La produzione aggregata è una delle tre variabili macroeconomiche chiave per capire lo stato di salute di un’economia assieme a disoccupazione e inflazione.

La produzione aggregata nella contabilità nazionale viene chiamata PIL (prodotto interno lordo) e sarà qui di seguito approfondito, dapprima individualmente per poi analizzarne le implicazioni sul debito pubblico.

La definizione letterale di partenza è quella fornita dall’Eurostat: “Il prodotto interno lordo, abbreviato come PIL, è una misura di base della dimensione complessiva dell’economia di un paese.

Come misura aggregata della produzione, il PIL è uguale alla somma del valore aggiunto lordo di tutte le unità istituzionali residenti impegnate nella produzione, più eventuali tasse sui prodotti e meno eventuali sussidi sui prodotti. Il valore aggiunto lordo è la differenza tra la produzione e il consumo intermedio.

Il PIL è anche uguale a:

- la somma degli usi finali di beni e servizi (tutti gli impieghi tranne il consumo intermedio) misurata ai prezzi di acquisto, meno il valore delle importazioni di beni e servizi;
- la somma dei redditi primari distribuiti dalle unità produttive residenti.

---

<sup>15</sup> Citazione presa da internet all’indirizzo <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.it.html> consultato in data 09/03/2022

<sup>16</sup> Citazione presa da internet all’indirizzo <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.it.html> consultato in data 09/03/2022

Il PIL è uno dei principali indicatori del sistema europeo dei conti nazionali e regionali (ESA 2010)".<sup>17</sup>

Per calcolare il PIL esistono tre modalità di calcolo:

- 1) Il Pil come valore dei beni finali prodotti nell'economia in un dato periodo di tempo; con questo metodo bisogna porre particolare attenzione al fatto che beni e servizi siano venduti al consumatore finale, non per un'altra trasformazione.
- 2) Il Pil come somma del valore aggiunto nell'economia in un dato periodo di tempo; dove il valore aggiunto è determinato dalla sottrazione dei beni intermedi utilizzati al valore della produzione prodotto da un'impresa.
- 3) Il Pil come la somma dei redditi dell'economia in un dato periodo; dove i redditi possono essere da lavoro o da capitale.

Nei primi due casi si guarda al Pil dal lato della produzione, nel terzo dal lato del reddito. I tre modi sono diversi, ma risultano equivalenti nel risultato finale.

Un cambiamento del valore del Pil può essere determinato da una variazione delle quantità di beni e servizi prodotti, ma anche da una variazione dei prezzi dei beni e dei servizi, motivo per cui è bene distinguere Pil nominale da Pil reale. Il primo è usato anche nel raffronto con il debito pubblico ed è espresso a prezzi correnti, ovvero è costituito dalla somma delle quantità di beni e servizi finali valutati al prezzo corrente; un suo incremento può essere determinato da un aumento della produzione di beni e servizi ma anche dalla crescita dei prezzi di quest'ultimi. Il secondo, invece, elimina l'effetto della variazione dei prezzi, tenendo conto solamente delle variazioni della produzione, moltiplicando la somma di beni e servizi finali per prezzi costanti nel tempo presi da un anno specifico (definito anno base) che nel caso dell'UE oggi è il 2015. Per valutare l'andamento di un'economia da un anno all'altro si considera il tasso di crescita del Pil reale: si parla di espansione nel caso in cui vi sia un aumento, mentre di recessione in caso di diminuzione.

La variazione che determina il tasso di crescita è data dal rapporto  $(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}$ , dove Y esprime il Pil reale nell'anno t (Blanchard, Amighini e Giavazzi, 2020).

---

<sup>17</sup> Definizione presa da internet all'indirizzo [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Gross\\_domestic\\_product\\_\(GDP\)](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Gross_domestic_product_(GDP)) traduzione propria, consultato in data 09/03/2022

A livello teorico è anche utile notare la distinzione tra il Prodotto Interno Lordo e il Prodotto Nazionale Lordo (PNL). Il primo si riferisce a quanto viene prodotto all'interno del paese da imprese nazionali ed estere, mentre per ottenere il secondo bisogna sottrarre dal PIL quanto prodotto dalle imprese estere nel territorio nazionale, aggiungendo però quanto prodotto dalle imprese nazionali all'estero (Ciani Scarnicci 2012).

### 1.2.2 MODELISTICA ECONOMICA SUL PIL

Dal punto di vista matematico il PIL è dato dalla somma di consumi, investimenti, spesa pubblica ed esportazioni nette, da cui si ottiene l'equazione seguente:

Equazione 3: Composizione del Pil

$$Y = C + I + G + NX$$

Dove:

C = Consumi, ovvero tutti i beni e servizi acquistati dai consumatori;

I = Investimenti, ovvero tutti gli investimenti fissi diversi dalle scorte fatti da aziende e privati, quindi impianti o macchinari nuovi e investimenti residenziali nuovi (va escluso il mercato dell'usato);

G = Spesa pubblica, ovvero tutti i beni e servizi acquistati dallo stato, dove per servizi vanno intesi quelli forniti dagli impiegati allo Stato che poi li fornirà ai suoi cittadini. In questa categoria non vanno inclusi i trasferimenti e interessi sul debito pubblico;

NX = Esportazioni nette, ovvero la differenza tra le esportazioni (beni e servizi nazionali acquistati dal resto del mondo) e importazioni (beni e servizi esteri acquistati dai residenti nazionali).

(Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2020).

### 1.2.3 LA RELAZIONE TRA DEBITO PUBBLICO E PIL

Debito pubblico e Pil si influenzano vicendevolmente perché un alto debito pubblico costituisce un freno per la crescita del PIL e al tempo stesso la crescita del PIL rende più sostenibile il debito. Visto in relazione con il debito pubblico il PIL ha risvolti interessanti poiché può essere letto come la capacità di un Paese di reggere determinati

carichi di debito, il quale non va confrontato in valore assoluto con gli altri Paesi, ma in proporzione al prodotto interno lordo di questi (Seminerio, 2012).

La crescita del Pil serve a ridurre il rapporto debito/Pil in virtù del fatto che quest'ultimo si trovi a denominatore. Ad una crescita del Pil segue una crescita delle entrate ed è proprio qua il punto cruciale per l'abbattimento del rapporto debito/Pil: se si vuole che questo scenda, e che lo faccia in fretta, è necessario che le maggiori entrate derivanti dalla crescita non siano spese. Tuttavia analizzeremo meglio questa relazione nel capitolo 4.

## 1.1 'INFLAZIONE' E RELATIVA DEFINIZIONE

L'inflazione è un'altra variabile macroeconomica molto importante, all'interno del tritico produzione-disoccupazione-inflazione, i cui risvolti sul debito pubblico sono interessanti e che verranno trattati nel corso dell'elaborato.

La definizione data dall'Eurostat è la seguente: "L'inflazione è un aumento del livello generale dei prezzi di beni e servizi. Quando c'è inflazione in un'economia, il valore del denaro diminuisce perché una data somma comprerà meno beni e servizi di prima.

L'inflazione in un'economia è spesso calcolata esaminando un paniere di beni e servizi e confrontando i cambiamenti dei prezzi di quel paniere nel tempo.

Il tasso d'inflazione è il cambiamento percentuale dell'indice dei prezzi per un dato periodo rispetto a quello registrato in un periodo precedente. Di solito viene calcolato su base annua o annuale."<sup>18</sup>

Per inflazione si intende quindi un aumento generale del livello dei prezzi e il tasso di inflazione è il tasso al quale il livello dei prezzi è aumentato nel tempo. In modo diametralmente opposto si parla di deflazione quando si assiste ad una riduzione del livello dei prezzi. (Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2020).

Vi sono due modi per misurare l'inflazione:

- 1) Il deflatore del Pil.

---

<sup>18</sup> Definizione presa da internet all'indirizzo <https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:Inflation> consultato in data 11/03/2022

Come visto in precedenza un aumento del Pil nominale può essere determinato da un aumento del Pil reale oppure, a parità di quantità di beni e servizi prodotti, da un aumento dei prezzi. Di conseguenza una variazione del Pil nominale, a parità di Pil reale, è necessariamente dovuta ad un aumento dei prezzi. Si può quindi determinare l'inflazione come deflatore del Pil, dove il deflatore è determinato dal rapporto tra Pil nominale e Pil reale nel medesimo anno.

## 2) L'indice dei prezzi al consumo.

Il deflatore, seppur più semplice da calcolare, rileva l'aumento medio dei prezzi della produzione, ovvero dei beni finali prodotti nell'economia, ma i consumatori sono interessati al prezzo medio dei beni che consumano. La differenza tra prezzo dei beni finali prodotti e prezzo medio dei beni di consumo sta nel fatto che alcuni beni che compongono il Pil non sono venduti ai consumatori, ma alle imprese, al governo o all'estero e che alcuni beni acquistati dai consumatori sono importati dall'estero. Ragon per cui è nato l'indice dei prezzi al consumo (Ipc), creato dall'Istat, che riflette le variazioni dei prezzi del paniere di beni tipicamente consumato dalle famiglie italiane.

(Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2020).

### 1.3.2 MODELLISTICA ECONOMICA SULL'INFLAZIONE

A livello matematico l'inflazione è la variazione del livello dei prezzi, dove i prezzi considerati sono quelli presi dal CPI (Consumer Price Index, ovvero dall'indice dei prezzi al consumo), il quale è uno "strumento statistico che misura le variazioni nel tempo dei prezzi di un insieme di beni e servizi, chiamato paniere, rappresentativo degli effettivi consumi delle famiglie in uno specifico anno".<sup>19</sup>

Equazione 4: L'inflazione

$$\text{Inflazione}_t = \frac{CPI_t - CPI_{t-12}}{CPI_{t-12}} \times 100$$

A livello teorico considerare l'inflazione implica considerare le aspettative, arrivando a distinguere i tassi nominali da quelli reali, per giungere all'equazione  $r_t \approx i_t - \pi_t^e$ , ovvero

---

<sup>19</sup> Definizione presa da internet all'indirizzo <https://www.istat.it/it/archivio/17484> consultato in data 17/03/2022

che il tasso d'interesse reale è pari a circa la differenza tra tasso d'interesse nominale e inflazione attesa, a patto che quest'ultima sia bassa.

Infatti, preso il tasso d'interesse nominale  $i_t$ , inteso come il tasso che si considera in termini di unità nazionale, e il tasso d'interesse reale  $r_t$ , inteso come il tasso che si considera in termini di beni; è possibile ricavare l'equazione matematica  $(1+r_t) = (1+i_t)P_t/P_{t+1}^e$  dove  $P_t$  e  $P_{t+1}^e$  sono il prezzo in valuta nazionale di una unità di bene al tempo  $t$  e quello atteso al tempo  $t+1$ . Perché se prendo in prestito  $P_t$  oggi, tra un anno dovrò ripagare  $(1+i_t)P_t$  che devo riconvertire in termini di unità del bene dividendo con il prezzo del bene fra un anno  $P_{t+1}^e$ , sapendo che il tasso di inflazione  $\pi_t^e$  è dato dalla variazione percentuale del prezzo quindi  $(P_{t+1}^e - P_t)/P_t$  e che questa equazione equivale a  $P_{t+1}^e/P_t = 1+\pi_t^e$ ; se si uniscono le due equazioni si arriva a  $(1+r_t) = (1+i_t)/(1+\pi_t^e)$ . Quindi  $1+$  il tasso d'interesse reale è pari al rapporto tra  $1+$  il tasso d'interesse nominale e  $1+$  l'inflazione attesa nell'arco di un periodo, motivo per cui se  $\pi_t^e$  è bassa è possibile semplificare e approssimare dimostrando che  $r_t \approx i_t - \pi_t^e$  (Trevisan, 2021).

L'inflazione misura quindi la variazione del livello dei prezzi che, nei periodi di espansione economica, a seguito dell'aumento della domanda aggregata, tendono ad aumentare. Nei periodi di recessione, a seguito della diminuzione della domanda aggregata, tendono invece a diminuire. L'inflazione comporta un aumento dei prezzi determinando una perdita di potere d'acquisto della moneta, con la deflazione accade l'opposto.

L'inflazione è controllabile in modo indiretto dalla banca centrale. Nel caso specifico della BCE, come detto precedentemente, il suo obiettivo è quello di garantire stabilità ai prezzi, anche a discapito della crescita.

L'obiettivo è ridurre la varianza e la media perché l'inflazione è un costo per l'economia, storicamente il dibattito verte se sia più opportuno avere un tasso d'inflazione nullo o maggiore di zero, purché sempre basso. La BCE, così come la FED, ha optato per la seconda in modo tale da avere maggiore discrezionalità nella conduzione della politica monetaria, infatti, come dimostrato precedentemente, l'inflazione permette di rendere i tassi reali negativi. Questo è una misura di stimolo fondamentale per sostenere le economie in caso di recessione (Trevisan, 2021).

L'inflazione presenta una serie di costi e benefici, qui di seguito viene fornito un elenco:

### Costi:

- Il 'costo delle suole' dato dalla necessità di prelevare più spesso solo lo stretto necessario dal momento in cui i tassi nominali si alzano rendendo più alto il costo-opportunità di detenere moneta.
- Le distorsioni fiscali perché alzandosi i valori nominali le basi imponibili sono più alte, dunque, anche le imposte a parità di reddito reale.
- L'illusione monetaria data alle persone dall'aver maggiore disponibilità finanziarie.
- La volatilità che rende gli investimenti più rischiosi a causa della maggiore imprevedibilità dei risultati economici.

### Benefici:

- il 'signoraggio', ovvero la possibilità per il Governo di finanziare la spesa con creazione di moneta (ricordando che questo genera inflazione e i costi ad essa connessi).
- La possibilità di rendere i tassi reali negativi.

(Trevisan, 2021)

La banca centrale, nei paesi occidentali, è l'ente deputato al controllo dell'inflazione attraverso le variazioni dell'offerta di moneta. Nel caso in cui la base monetaria aumenti assisteremo ad una politica monetaria espansiva che favorirà la crescita del PIL, ma al tempo stesso favorirà l'inflazione. Di contro se la banca centrale decide di ridurre l'offerta di moneta si avrà una politica monetaria restrittiva che frenerà la crescita, ma anche l'inflazione.

La banca centrale dispone di cinque strumenti per influenzare la quantità di moneta e di conseguenza controllare indirettamente l'inflazione:

- Il tasso ufficiale o di riferimento: ogni banca centrale ha il suo, per la BCE è il tasso di rifinanziamento REFI dei pronti contro termine, ovvero il tasso "che le banche europee devono pagare quando prendono del denaro in prestito dalla Bce".<sup>20</sup> In genere si muove di 25/50 punti base e vi è asimmetria nella facilità con cui avvengono i movimenti a ribasso rispetto quelli a rialzo, se si abbassa la politica monetaria è espansiva, se si alza è restrittiva.

---

<sup>20</sup> Definizione presa da internet all'indirizzo <https://www.euribor.it/tasso-bce/> consultato in data 19/03/2022

- Operazioni di mercato aperto: sono operazioni di pronti contro termine in cui la banca centrale acquista/vende titoli dal/al sistema bancario con l'impegno di rivenderli/riacquistarli a una certa data futura.
- Discount Window: la banca centrale concede prestiti alle banche che ne fanno richiesta ad un tasso pari al tasso di riferimento marginale. Le banche possono anche decidere di dare in deposito alla banca centrale i fondi in eccesso e in questo caso sono remunerate al tasso di riferimento meno alcuni punti base. In situazioni normali il gap tra il tasso d'interesse sui prestiti e quello sui depositi è di circa 100 punti base, ma nei periodi di crisi la banca centrale lo riduce, rendendo più favorevole prendere a prestito e più sfavorevole depositare presso la banca centrale. Questo poiché è tipico di tali periodi il *cd blocco del mercato interbancario*, ossia quando le banche per mancanza di fiducia reciproca non prestano più i fondi in eccesso ad altre banche, per timore che queste si rivelino insolventi, aggravando ulteriormente la situazione.
- Vincoli sulle riserve: la banca centrale definisce il coefficiente di riserva in percentuale sui depositi, tramite cui viene stabilito l'ammontare minimo di riserva obbligatoria che le banche devono detenere per far fronte al ritiro dei depositi da parte della loro clientela. Nel caso in cui questo coefficiente venga abbassato la politica monetaria è espansiva, visto che dovendo accantonare di meno potranno prestare di più, viceversa la politica monetaria è restrittiva.
- Quantitative easing (QE): la banca centrale può aumentare la quantità di moneta presente nel sistema acquistando titoli o obbligazioni nel mercato secondario, senza predeterminare una data di vendita. È lo strumento più forte che ha la banca centrale, l'ultima spiaggia da attuare solo quando i tassi d'interesse sono vicini allo zero. Con questo strumento si assiste ad una politica monetaria espansiva quando la banca centrale acquista titoli, mentre quando non li rinnova o li vende si è in presenza di una politica monetaria restrittiva. Il mancato rinnovo o la vendita prende il nome di *exit strategy* e va distinta dal *tapering* che invece è una riduzione del QE, ovvero quando la banca centrale continua ad acquistare titoli ma in quantità minore.  
(Trevisan, 2021).

È molto utile anche distinguere l'inflazione *core* dall'inflazione generica. Nella prima si scorporano le variazioni dei prezzi dell'energia e degli alimenti che sono storicamente più volatili e potrebbero falsare l'osservazione sull'andamento dei prezzi.<sup>21</sup>

### 1.3.3 LA RELAZIONE TRA DEBITO PUBBLICO E INFLAZIONE

L'inflazione ha una stretta relazione con il debito pubblico che sarà meglio analizzata nel capitolo finale di questo elaborato. È utile tuttavia darne un'anticipazione, per comprendere al meglio quanto accaduto nel corso degli anni '70-'80 del secolo scorso e per porre le basi della discussione finale.

Esulando dal caso italiano ed europeo, come detto precedentemente, uno dei due modi che lo Stato ha di finanziare il debito pubblico è attraverso la stampa di moneta.

Tuttavia, con il passare del tempo, la stampa di moneta è stata delegata dallo Stato ad un ente terzo indipendente quale la Banca Centrale, che nel caso classico fa sempre capo al Tesoro dello Stato in cui opera ma in condizioni di indipendenza.

Apparentemente la scelta di battere moneta anziché prendere a prestito parrebbe più conveniente, anche perché sulle banconote prestate dalla Banca Centrale allo Stato quest'ultimo pagherà un interesse, ma dal momento in cui la Banca Centrale è di proprietà dello Stato stesso questa sarebbe una semplice partita di giro. La fallacia di questo ragionamento risiede sul fatto che troppa moneta in circolazione crea inflazione. L'eccesso di liquidità porta la gente a cercare di liberarsene spendendola, innescando un aumento dei prezzi (Cottarelli, 2016) poiché la stampa di moneta non risponde più alle esigenze dell'economia ma finanzia la spesa pubblica. Aumentando la moneta in circolazione più di quanto aumenti l'offerta di beni e servizi porta il valore reale della moneta a diminuire, inducendo le persone ad anticipare gli acquisti al fine di evitare che si perda ulteriore potere d'acquisto. Questo innesca un circolo vizioso che si autoalimenta diventando una tassa occulta per coloro i quali non vedono crescere la propria retribuzione in percentuale pari all'aumento del costo della vita.

Vi sono due canali attraverso i quali l'inflazione modificherebbe la dinamica del debito pubblico: la crescita del Pil nominale e i tassi d'interesse. Il Pil nominale per effetto dell'inflazione aumenterebbe - come visto prima, anche a parità di Pil reale - ed essendo

---

<sup>21</sup> Definizione presa da internet all'indirizzo [https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-04-29/core-inflation-171245\\_PRN.shtml](https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-04-29/core-inflation-171245_PRN.shtml) consultato in data 17/03/2022

questo a denominatore del rapporto debito/Pil vi sarebbe un abbassamento del rapporto. I tassi d'interesse invece causerebbero un effetto opposto. Tuttavia in questo caso l'impatto non sarebbe immediato: in caso di inflazione, infatti, i creditori chiederebbero tassi d'interesse nominali più alto (sempre in virtù dell'equazione  $r = i - \pi$ ) aumentando la spesa per interessi e di conseguenza il debito che sta a nominatore nel rapporto. Nel breve periodo, però, quest'ultimo effetto sarebbe limitato dal fatto che la stragrande maggioranza dei Titoli di Stato non sono indicizzati all'inflazione e non vengono rinnovati di anno in anno, bensì hanno una vita media superiore ai sette anni. Il tasso d'interesse medio pagato dallo Stato non si adatta quindi all'inflazione finché il debito non è stato rinnovato erodendone il valore (Cottarelli e Gottardo, 2021).

## CONCLUSIONI

Giunti a questo punto del testo i concetti di debito pubblico, Pil ed inflazione dovrebbero essere stati spiegati in modo esaustivo al punto tal da comprendere le dinamiche descritte nei prossimi capitoli. Permettendo al lettore di capire anche come politica monetaria e politica fiscale, e i rispettivi *policy-makers*, influenzino l'andamento del ciclo economico.

Del debito pubblico non è rilevante il valore assoluto, bensì la sua sostenibilità, strettamente legata al Pil e al suo tasso di crescita; infatti, come affermato nel 2010 da Mario Draghi, allora governatore della Banca d'Italia, "La crescita è fondamentale. Crescendo si pagano i debiti ed è altrettanto fondamentale del rigore di bilancio"<sup>22</sup>. D'altro canto, pure l'inflazione ha un impatto molto rilevante sul debito pubblico, così come su ogni sorta di debito, infatti ne erode il valore reale costituendo al tempo stesso un freno allo sviluppo del Pil.

---

<sup>22</sup> Citazione presa dal giornale La Repubblica, espressa nel corso della presentazione sul rapporto sulla stabilità finanziaria del 6 dicembre 2010. Reperibile all'indirizzo [https://www.repubblica.it/economia/2010/12/06/news/draghi\\_la\\_crescita\\_fondamentale-9896564/](https://www.repubblica.it/economia/2010/12/06/news/draghi_la_crescita_fondamentale-9896564/) consultato in data 21/05/2022



## CAPITOLO 2. LA STORIA DEL DEBITO PUBBLICO DALL'UNIFICAZIONE D'ITALIA ALL'ENTRATA DELL'ITALIA NELL'UE

### PREMESSA

Il secondo capitolo di questa tesi presenta un *excursus storico* dell'evoluzione del debito pubblico dall'unità d'Italia all'entrata nell'euro. L'indagine retrospettiva guarda, in primis, all'evoluzione del rapporto debito/Pil esponendo brevemente gli accadimenti economico-politici che l'hanno influenzato, senza tuttavia perdere di vista l'andamento di Pil e inflazione. Il fine è quello di rintracciare situazioni parallele a quella odierna che rendano più facile la disamina dell'attualità trattata nel quarto capitolo.

Inizialmente l'inflazione sarà valutata con strumenti che non rispecchiano quelli utilizzati per le misure attuali (basate sul *Consumer Price Index*) a causa dell'assenza di tali dati all'interno delle serie storiche presenti nei database consultabili.

La quasi totalità dei dati riportati nei grafici e nelle tabelle è stata presa dalle serie storiche dell'Osservatorio dei Conti Pubblici Italiani (OCPI) in modo tale da rendere omogenei e coerenti i numeri riportati. Con l'eccezione dei dati sull'inflazione, che, vista l'assenza, sono stati presi da Inflation.eu (sito internet che si basa sul moderno *CPI*) dal 1958 in poi (data da cui sono disponibili). Per ovviare l'assenza dei dati riguardanti l'inflazione nel periodo antecedente il 1958 è stato usato il deflatore del Pil dell'OCPI e le variazioni percentuali degli indici nazionali dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (variazioni rispetto all'anno precedente) rese disponibili dall'Istat. La suddivisione degli anni in periodi adottata trae spunto da 'La politica economica italiana dal 1968 a oggi' di Salvatore Rossi, da cui si ereditano anche i titoli dei sottocapitoli. La scelta è dettata dalla necessità di raggruppare gli anni non in periodi di tempo uguale, ma in fasi economiche che presentino situazioni coerenti al loro interno.

## 2.1 DALL'UNIFICAZIONE D'ITALIA (1861) ALLA SECONDA GUERRA MONDIALE (1950)

In questa finestra di tempo, la più ampia analizzata, gli avvicendamenti inerenti al debito pubblico italiano sono limitati. Fino agli anni Trenta del secolo scorso la politica economica guarda solo alla politica monetaria: gli economisti ritengono che la spesa pubblica, e quindi il deficit pubblico, abbia effetti negativi sull'economia. A. Smith vede la spesa pubblica come una sottrazione di risorse alla spesa privata. Secondo lui è lo Stato che dovrebbe garantire rendimenti maggiori per rendere incentivanti i propri titoli, ma così facendo i risparmiatori avrebbero diminuito gli impieghi nel settore privato, considerato per antonomasia più produttivo ed efficiente. Ricardo invece vede la spesa pubblica come causa di inflazione e come un deterrente ai consumi delle famiglie che, ritenendo il debito pubblico una tassazione differita, sarebbero più spinti ad aumentare i risparmi (Silvia, 2021). Tuttavia entrambi si sbagliano. Con la convinzione che il debito pubblico si traduca in accumulazione di debito perpetuo, escludono l'idea che esso si tramuti in tasse future.

La situazione prospettata, analoga in tutto il mondo occidentale, mostra quindi un periodo in cui l'incidenza della spesa pubblica è bassa e cresce a fronte di episodi straordinari come guerre o grandi progetti pubblici. Lo Stato non si è ancora posto come fornitore di servizi pubblici e l'economia si basa sul settore privato (Silvia, 2021). Il cambiamento parte dagli Stati Uniti, dove nasce il modello capitalista che trova terreno fertile dapprima nel Regno Unito e successivamente nell'Europa occidentale. La politica economica diventa sempre più complessa: l'obiettivo non è più la sussistenza ma un miglioramento delle condizioni di vita che passa attraverso stabilità dei prezzi e crescita di profitti, occupazione e salari. I bilanci pubblici iniziano così a gonfiarsi, con le spese militari a fare nuovamente da padrone, questa volta seguite però dai servizi e dalle infrastrutture richieste dalla società per continuare lo sviluppo in atto. Ad ogni modo la dottrina dello Stato non interventista continua a prevalere fino allo scoppio della Grande Depressione nel 1929, a cui inizialmente la FED risponde alla vecchia maniera, ovvero non intervenendo e non stampando moneta. A tratti, anzi, la politica monetaria è anche restrittiva perché vi è la convinzione che l'abbassamento dei prezzi e dei salari porti ad un aumento dei profitti e quindi degli investimenti, inconsapevoli del fatto che ciò inneschi una spirale deflazionistica molto dannosa per produttori (che vedono le vendite frenare perché gli acquirenti sono spinti ad aspettare che il prezzo di abbassi

ulteriormente) e creditori (perché abbassandosi il valore dei beni i debitori sono incentivati a non pagare quanto dovuto per un bene che vale meno del debito ad esso connesso). Da lì a poco si fa strada la nuova dottrina di Keynes contenuta nel celebre libro "The End of Laissez-Faire" in cui si prevede uno Stato interventista, in particolar modo nei momenti di forte contrazione dell'economia (Silvia, 2021).

Focalizzandosi ora sull'economia in Italia, la congiuntura economica resta positiva dal 1894 al 1914 (anno in cui scoppia il primo conflitto mondiale): in questo arco di tempo il Pil nominale passa da 6,1 mln di € a prezzi correnti ai 12,7 mln di € del 1913.<sup>23</sup>

Ogni paese in Europa decide il proprio modo di finanziare le spese per la guerra. Mentre nel Regno Unito il carico fiscale a prezzi costanti viene quintuplicato, in Italia si opta per il debito pubblico (in larga misura contratto con l'estero e in valuta estera) e per un aumento della moneta stampata che dal 1914 al 1921 porta la moneta in circolazione a moltiplicarsi per sette, con il costo della vita che cresce del 400% (Felice, 2015).

Passata la guerra i conti pubblici tornano a migliorare e livelli di Deficit/Pil toccati nel quadriennio '15-'18 (-24,48%, -26,73%, -26,22%, 21,55) rientrano attestandosi prima a -10,67% nel 1919, per poi registrare un -5,62% nel 1920. Il Pil reale torna a crescere dopo la contrazione subita dal 1918 al 1921 (-3,2%, -5,7%, +2,7%, -2,9%), registrando un +5,62 di media nel quinquennio successivo. Anche sul fronte dell'inflazione la situazione migliora con il deflatore del Pil che dopo aver superato il 40% nel 1916, 1917 e 1920 torna al 3,8% nel 1921<sup>24</sup>.

Economicamente l'Italia sembra quindi migliorare agli inizi degli anni '20, ma lo scoppio della Grande Depressione del 1929 prima e della Seconda guerra mondiale poi frena di nuovo il Pil, gonfiando deficit ed inflazione. Il Pil nominale passa dagli 81,4 mln di € nel '29 ai 54,9 mln di € del '34; a questo fa seguito un aumento del rapporto debito/Pil da 102,1% al 109,8% nei medesimi anni. Passata la crisi, tra alti e bassi, il rapporto debito/Pil rientra abbassandosi fino all'85,6% nel 1939, anno dello scoppio della guerra che determina un crollo vertiginoso del Pil reale del 44% del 1939 al 1945 e un'inflazione a livelli record. Il deflatore del Pil arriva a segnare il 115,2% nel 1944 e una variazione dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati rispetto

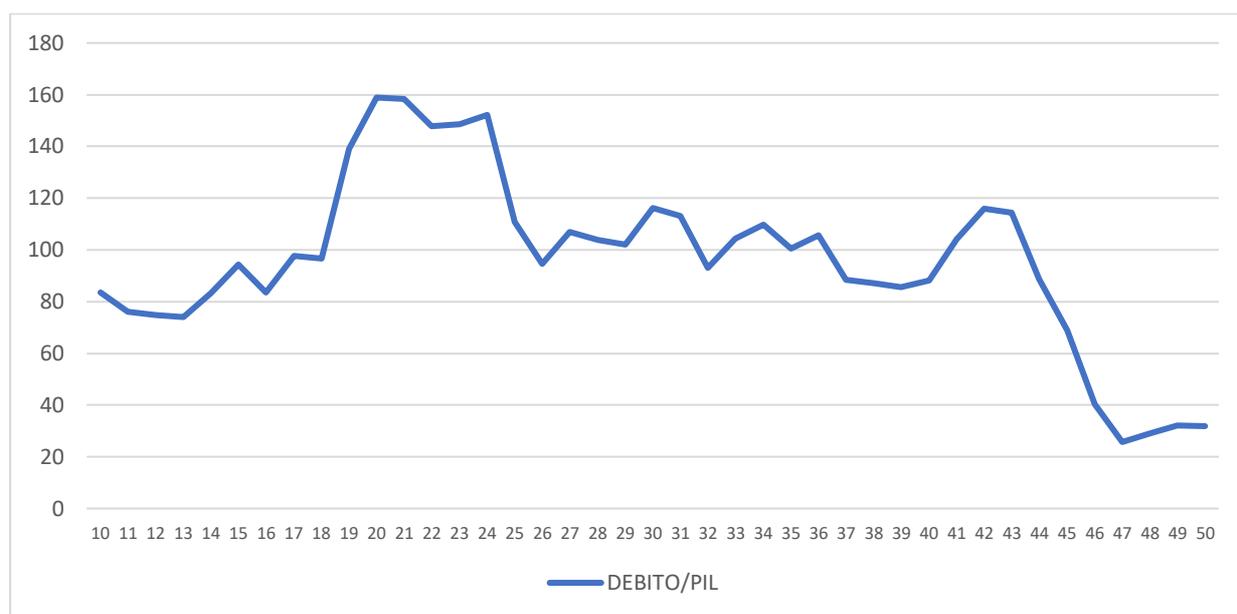
---

<sup>23</sup> Dati economici presi dall'Osservatorio conti pubblici italiani all'indirizzo <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-i-numeri-della-finanza-pubblica-dal-1861-a-oggi> consultato in data 30/03/2022

<sup>24</sup> <sup>24</sup> Dati economici presi dall'Osservatorio conti pubblici italiani all'indirizzo <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-i-numeri-della-finanza-pubblica-dal-1861-a-oggi> consultato in data 30/03/2022

all'anno precedente del 67,7%, 344,4% e 97% nel triennio 1943-1944-1945<sup>25</sup>. Ragion per cui il rapporto debito/Pil, dopo aver toccato il picco del 115,9% nel 1942, giunge al suo minimo del 25,7% nel 1947. L'altissima inflazione ne erode infatti il valore e, come riportato da Francese e Pace, (2008) "la drastica riduzione del peso del debito (quasi integralmente interno) realizzata alla fine della seconda guerra mondiale è invece attribuibile principalmente all'elevatissima inflazione."

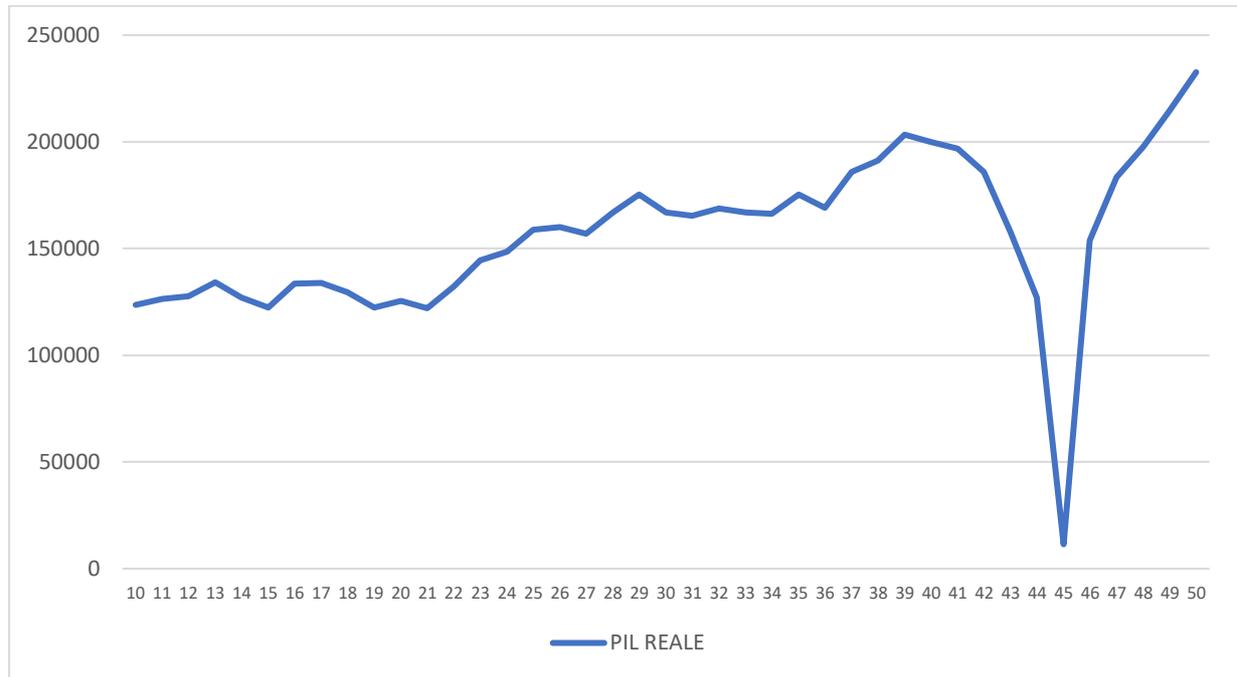
Grafico 2: L'andamento del rapporto Debito/Pil in % in Italia dal 1910 al 1950



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

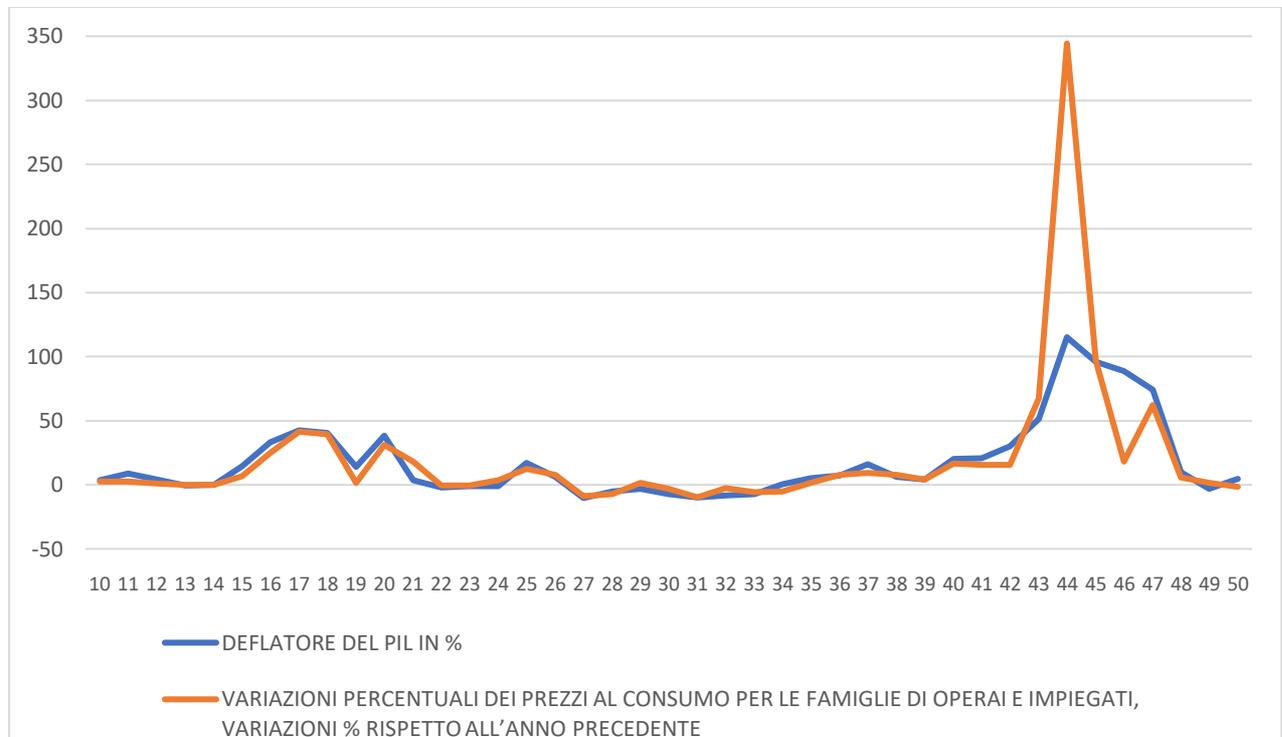
<sup>25</sup> Dati economici presi dall'OCPI e dall'ISTAT

Grafico 3: L'andamento del Pil reale (in Mln €, prezzi concat. anno rif. 2015) dal 1910 al 1950



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 4: L'andamento dell'inflazione in Italia dal 1910 al 1950



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI) e ISTAT

## 2.2 DAL DOPO GUERRA (1950) ALLA FINE DEL BOOM ECONOMICO (1968)

Il periodo successivo al secondo conflitto mondiale è considerato il più florido nella storia economica recente italiana, al punto tale da essere definito 'miracolo economico' o 'boom economico'. I tassi di crescita registrati in questo periodo permetteranno all'Italia di agganciare i livelli di benessere delle economie più avanzate.

Il Pil reale torna a crescere nel 1946 e nel 1949 ha già raggiunto e superato i livelli massimi del 1939. Da questo momento inizia l'ascesa: dal '49 al '58 il Pil pro-capite aumenta di media del 5,7% contro una media dell'Europa occidentale del 4,2% e una mondiale del 2,7%, dal '58 al '63 l'Italia registra una media del 6,3% contro il 4,3% dell'Europa occidentale e il 2,7% del mondo e inizia a rallentare nel periodo che va dal 1963 al 1974, pur restando sopra la media, registrando un 4,8% contro il 3,8% e un 3% (Felice, 2015).

Il Pil cresce grazie al cambio di strategia di sviluppo, l'Italia fascista ambiva a sostituire le importazioni con produzioni nazionali (l'industrializzazione al posto delle importazioni) alzando barriere doganali e sovvenzionando le imprese nazionali, rendendole così meno competitive e inefficienti. Nel dopoguerra, però, si abbandona questo schema aprendosi al commercio mondiale. L'Italia beneficia di questa scelta anche per gli accordi monetari di Bretton Woods che prevedono un sistema di cambi fissi basato sul dollaro: secondo stime successive il cambio scelto per il nostro paese è sottovalutato (favorisce le esportazioni) e non si apprezza nemmeno in seguito alla crescita delle esportazioni in virtù degli accordi sui cambi che restano fissi (Felice, 2015).

L'inflazione ereditata dalla guerra viene frenata grazie all'innalzamento dei tassi di sconto dal 4 al 5,5% e dal vincolo di riserva delle aziende di credito presso la Banca d'Italia, tuttavia l'economia non risente di questa stretta monetaria grazie a politiche che stimolano l'economia come il Piano Marshall (Felice, 2015). Grazie a questo mix di misure la crescita resta solida e al tempo stesso l'inflazione registra una media del 3% dal 1950 al 1960<sup>26</sup>.

Sul fronte del debito pubblico il rapporto debito/Pil cresce in modo contenuto grazie in primis all'espansione del Pil, ma anche ad un primo incremento delle entrate tramite

---

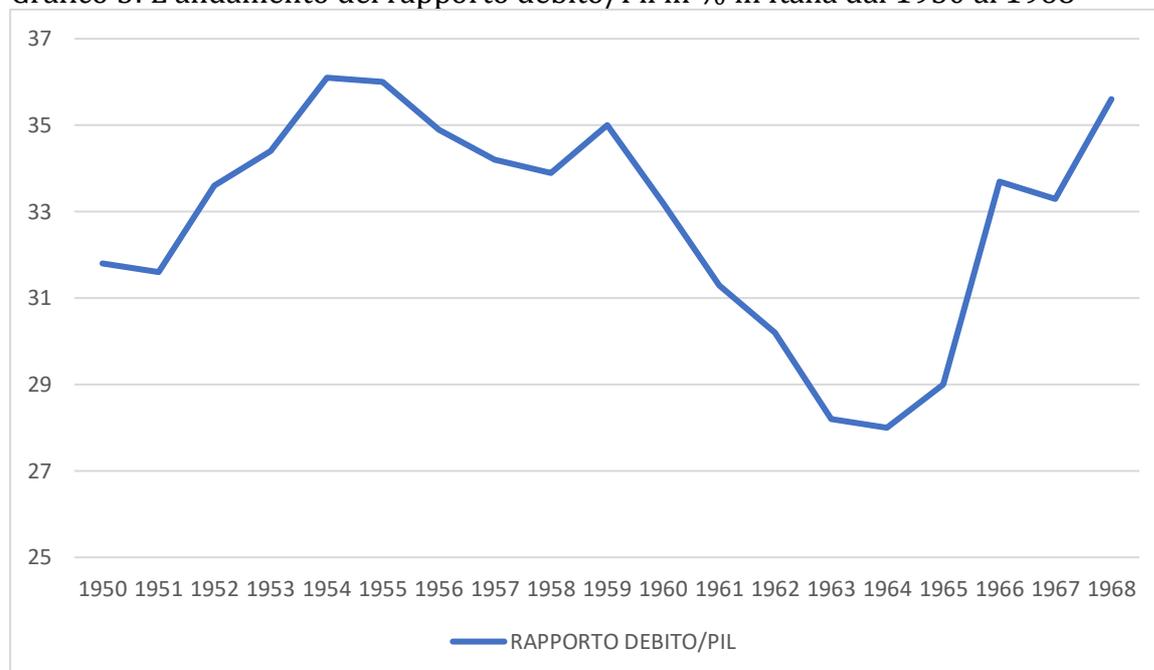
<sup>26</sup> Dati Istat "Variazioni percentuali degli indici nazionali dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati - Anni 1862-2015 (variazioni rispetto all'anno precedente)"

l'inizio dell'obbligo annuale della dichiarazione dei redditi. Il rapporto debito/Pil basso favorisce anche il reinvestimento degli utili nel settore privato dato il basso rendimento dei Titoli di Stato, a cui si aggiunge il Trattato di Bretton Woods che limita i deflussi di capitali verso l'esterno per favorire la stabilità dei tassi di cambio.

Nel secondo dopoguerra quindi il debito italiano si ritrova poco al di sopra del 20% del Pil. L'Italia ha una crescita del Pil ad un ritmo medio del 5% ed il rapporto debito/Pil resta contenuto passando comunque dal 31,8% del 1950 al 33,2% del 1960.

Con l'avvento degli anni '60 il tasso di disoccupazione è ai minimi storici (4% nel 1963<sup>27</sup>) a cui si somma la nascita dei primi governi di centro-sinistra. Questo porta ad un forte incremento dei salari nominali: 13% nel 1962 e 18% nel 1963, portando con sé un'ondata inflattiva che mancava da più di un decennio, con il deflatore del Pil che dopo il -0,6% del 1959 segna +5,7%, +9,0%, +6,3% nel triennio 1962-1964. Ciò causa un innalzamento dei prezzi interni che rende le esportazioni meno competitive e le merci importate più economiche, causando un peggioramento della bilancia commerciale a cui dovrebbe far seguito una svalutazione della lira. Essa, tuttavia, resta ferma in virtù del sistema di cambi fisso portando la prima fuga di capitali dettata dalla paura per la poca solidità del cambio (Felice, 2015).

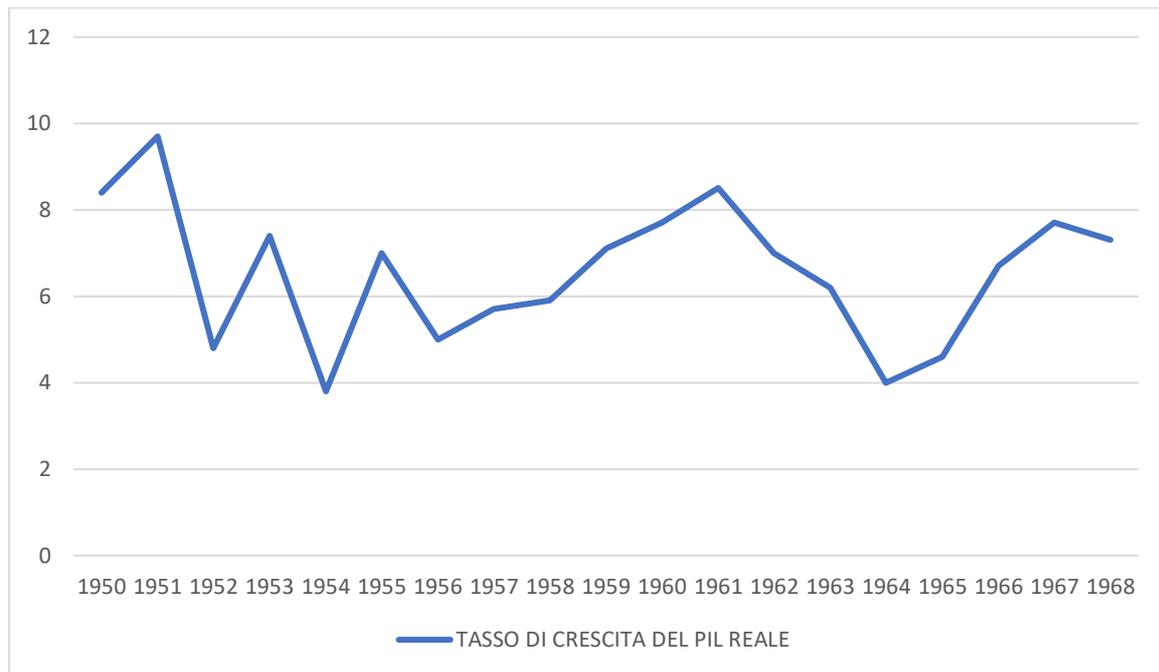
Grafico 5: L'andamento del rapporto debito/Pil in % in Italia dal 1950 al 1968



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

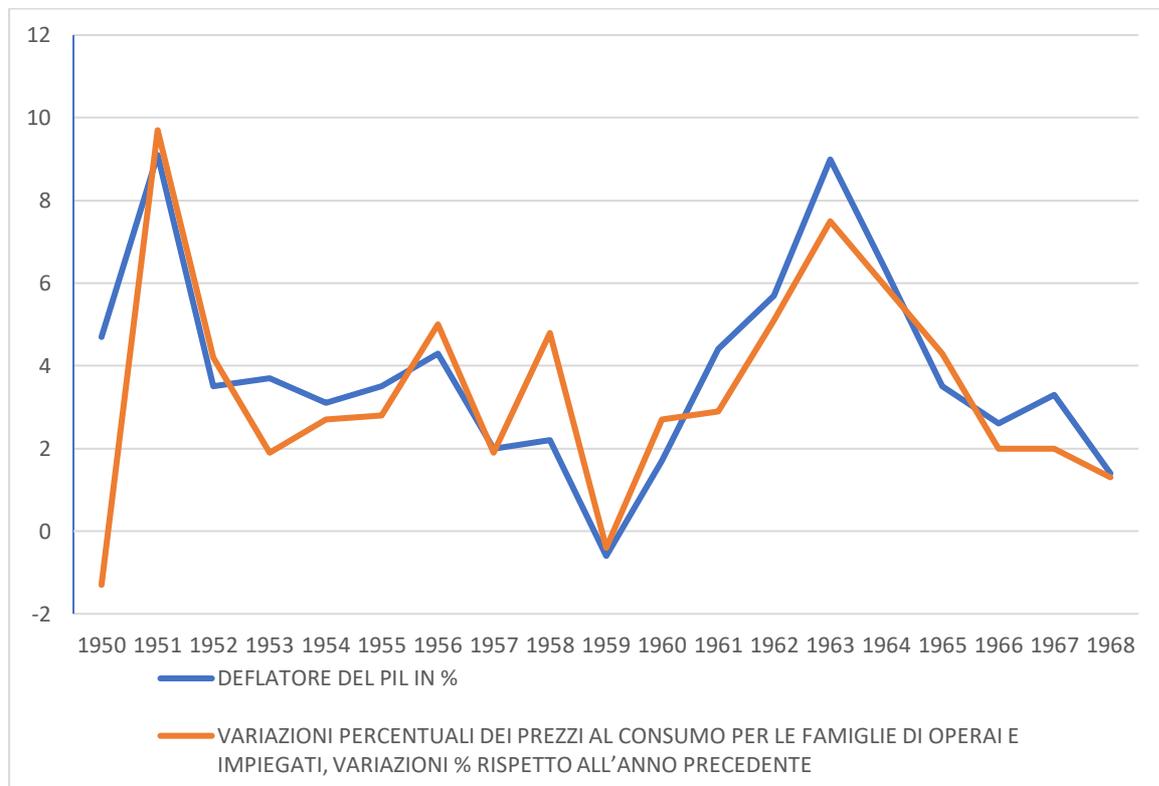
<sup>27</sup> Fonte dati Istat <https://www.istat.it/60annidieuropa/lavoro.html>

Grafico 6: L'andamento della variazione % del Pil reale in Italia dal 1950 al 1968



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 7: L'andamento dell'inflazione in Italia dal 1950 al 1968



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI) e ISTAT

### 2.3 GLI ANNI DELLE SPINTE SOCIALI (1968-1975)

L'evento che in questo periodo colpisce l'intera economia mondiale è l'innalzamento dei costi delle materie prime spinte dall'aumento del prezzo del petrolio. Lo shock colpisce particolarmente l'Italia che vede scemare il valore relativo dei beni offerti in confronto alle materie prime di cui non dispone. Questa situazione porta il primo vero rallentamento della crescita economica ed inflazione causata dall'innalzamento dei prezzi interni. Lo Stato italiano, per alleviare le difficoltà, aumenta la spesa pubblica, ma senza l'incremento delle entrate: così facendo il rapporto debito/Pil, che era restato stabile attorno al 33% negli anni Sessanta, tocca il 36,8% del Pil nel 1970 arrivando al 55,8% nel 1975, aumentando di ben 19 punti in appena un lustro.

Sul fronte retribuzione invece vanno citate sia le pensioni che gli stipendi. In entrambi i casi vengono presi provvedimenti che favoriscono fenomeni inflattivi: l'Inps cambia il meccanismo di liquidazione delle pensioni, abbandonando il contributivo (che ritornerà in tempi recenti) e abbracciando il metodo retributivo, che garantisce una pensione fissa in base alla retribuzione passata, anziché una restituzione di quanto versato. A questo si aggiunge l'indicizzazione delle pensioni ai prezzi al consumo e l'istituzione della 'pensione sociale' per i cittadini che superano i sessantacinque anni con redditi bassi (Rossi, 2020). I salari, dopo un aumento contenuto nel 1968 e 1969, registrano aumenti a doppia cifra in termini nominali nella prima metà degli anni Settanta (vedi Tabella 2), surclassando i ritmi di crescita della produttività e diventando a tutti gli effetti una variabile indipendente. Questo processo culminerà nel 1975 quando Confindustria, Governo e sindacati confederali si accorderanno sul cd '*punto di contingenza*' ovvero sull'adeguamento automatico dei salari all'aumentare del costo della vita. L'accordo però non frena l'inflazione, bensì innesca un circolo vizioso che si alimenta da solo, facendo aumentare i salari che di conseguenza alzano i prezzi e che, a loro volta, innalzano nuovamente i salari e così via (Rossi, 2020).

Tabella 2.: Variazioni percentuali medie annue di retribuzioni nominali, reali e produttività

ANNI	RETRIBUZIONI PRO CAPITE NOMINALI	RETRIBUZIONI PRO CAPITE REALI	PRODUTTIVITA'
1968-69	6,8	4,8	5,9
1970	19,9	15	6,2
1971-72	10,9	5,6	3,8
1973-75	22,7	7,1	2,4

Fonte: La politica economica italiana dal 1968 ad oggi, Salvatore Rossi, pag. 15.

L'inflazione in questo periodo torna ad essere molto alta, alimentata dalle scelte compiute su salari e pensioni dalla politica monetaria e della crisi petrolifera del 1973. La politica monetaria è espansiva con la Banca d'Italia che, al fine di stabilizzare il tasso d'interesse, si fa acquirente residuale dei titoli pubblici. Ciò permette di fissare il tasso d'interesse ad un livello tale che invogli gli investitori, ma che al tempo stesso conceda alle imprese di fare investimenti; nel frattempo il tasso di cambio viene fissato dagli accordi internazionali e difeso tramite l'acquisto/la cessione di lire contro valute estere. Tuttavia nel 1968 e nel 1969 i tassi d'interesse internazionali salgono attraendo capitali italiani. La Banca d'Italia è costretta così a vendere valuta estera per difendere la lira, sospendendo temporaneamente l'operazione di stabilizzazione del tasso d'interesse interno. Quando la situazione sembra normalizzarsi vengono meno gli accordi di Bretton Woods sul sistema dei cambi, rendendo più fluido i movimenti dei capitali tra i paesi. Questo fa sì che la liquidità interna che la politica monetaria supporta anziché essere investita in Italia finisca all'estero in investimenti più produttivi. L'obiettivo della politica monetaria diventa quindi il Cti (credito totale interno) per assicurarsi che vi sia capitale sufficiente da finanziare tutti i soggetti pubblici. L'idea viene perseguita attraverso un controllo amministrativo ai movimenti di capitale e con il 'vincolo di portafoglio' che obbliga le banche a detenere determinati titoli.

Nel 1973 scoppia la guerra dello Yom Kippur che causa un innalzamento del prezzo del petrolio e a catena delle altre materie prime alimentando rafforzando l'inflazione. Nel 1974, per contenere l'inflazione, la situazione si capovolge: la moneta cresce meno del Pil nominale, il tasso d'interesse nominale arriva a sfiorare il 12%, ma la fiammata inflazionistica rende il tasso d'interesse reale negativo del 6% (Rossi, 2020).

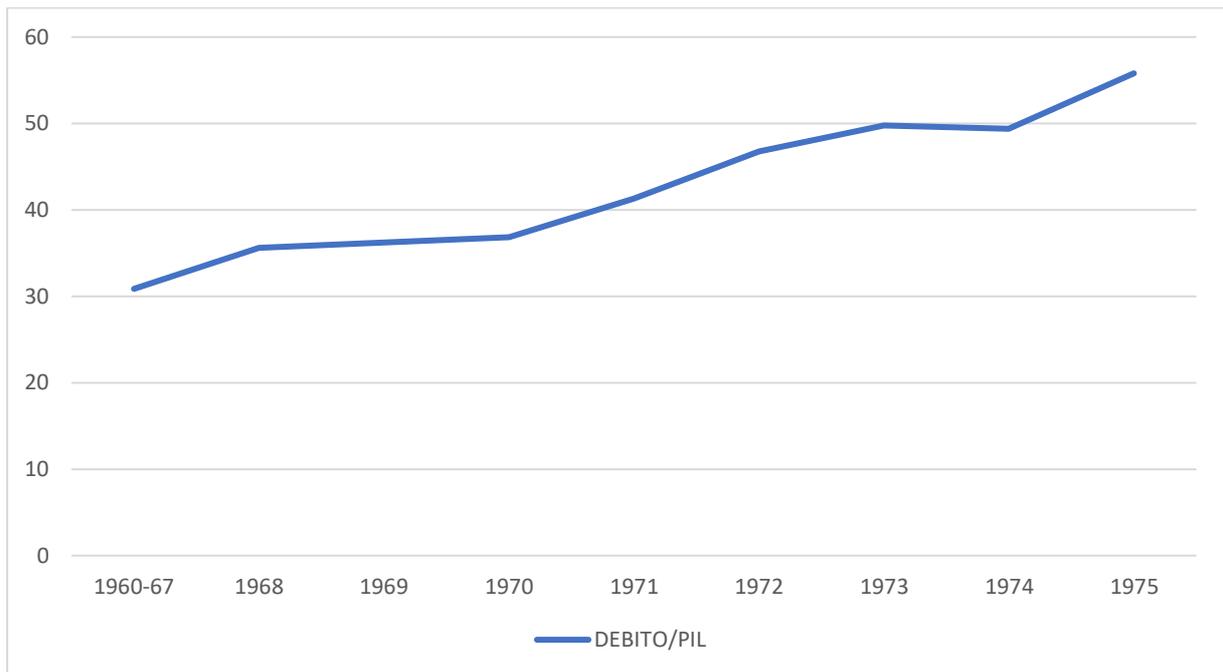
Questo fenomeno viene definito 'imposta da inflazione' e viene utilizzata per finanziare disavanzi pubblici elevati dell'epoca, poiché buona parte del debito viene finanziato con moneta stampata dalla banca centrale che stabilizza il tasso d'interesse. L'aumentare della base monetaria ad un ritmo superiore alla crescita del Pil, però, svaluta la moneta, creando un aumento dei prezzi che erode il potere d'acquisto della moneta stessa. I rendimenti delle attività finanziarie dovrebbero remunerare ad un tasso nominale che sia superiore all'inflazione ma, al contrario, in Italia l'inflazione è di gran lunga superiore al tasso d'interesse nominale rendendo il tasso d'interesse reale negativo. Il fenomeno può essere paragonato ad una sorta di tassa occulta.

Titolo Tabella 3: Rapporto deficit/Pil e spesa per interessi dal 1960 al 1975

ANNO	DEFICIT/PIL	SPESA PER INTERESSI
1960-1967	-1,15%	0,8%
1968	-2,43%	1,2%
1969	-2,72%	1,2%
1970	-3,07%	1,3%
1971	-4,48%	1,5%
1972	-6,5%	1,6%
1973	-6,05%	1,8%
1974	-5,94%	2,1%
1975	-9,77%	2,7%

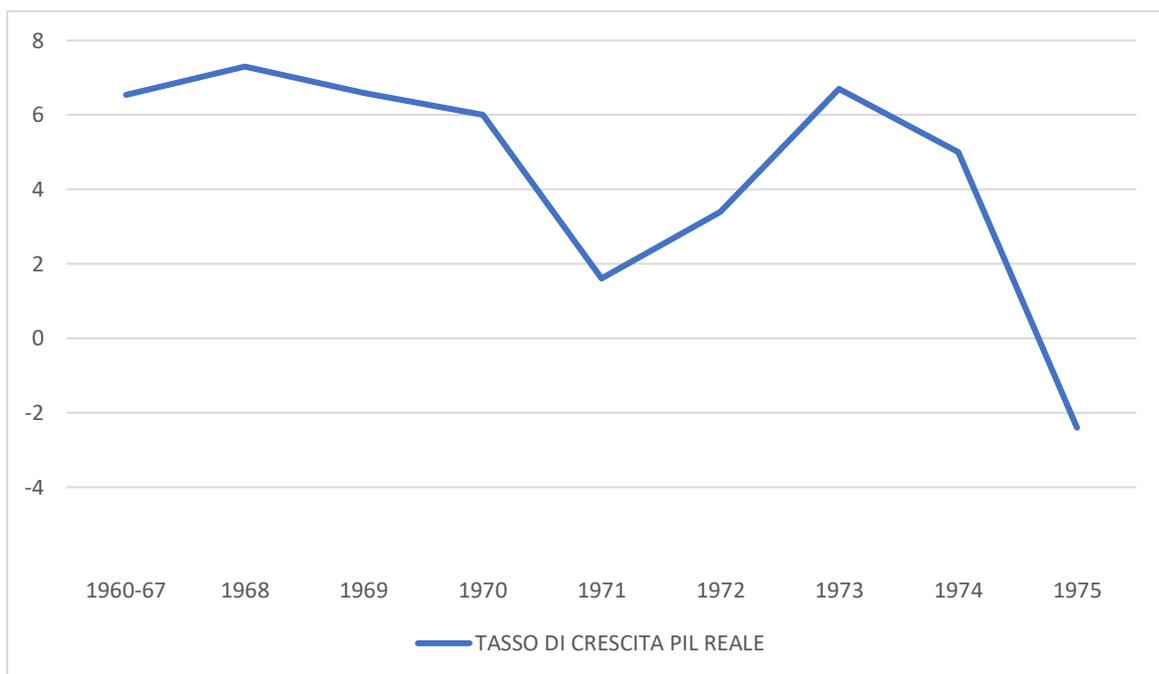
Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 8: L'andamento del rapporto debito/Pil in % in Italia dal 1960 al 1975



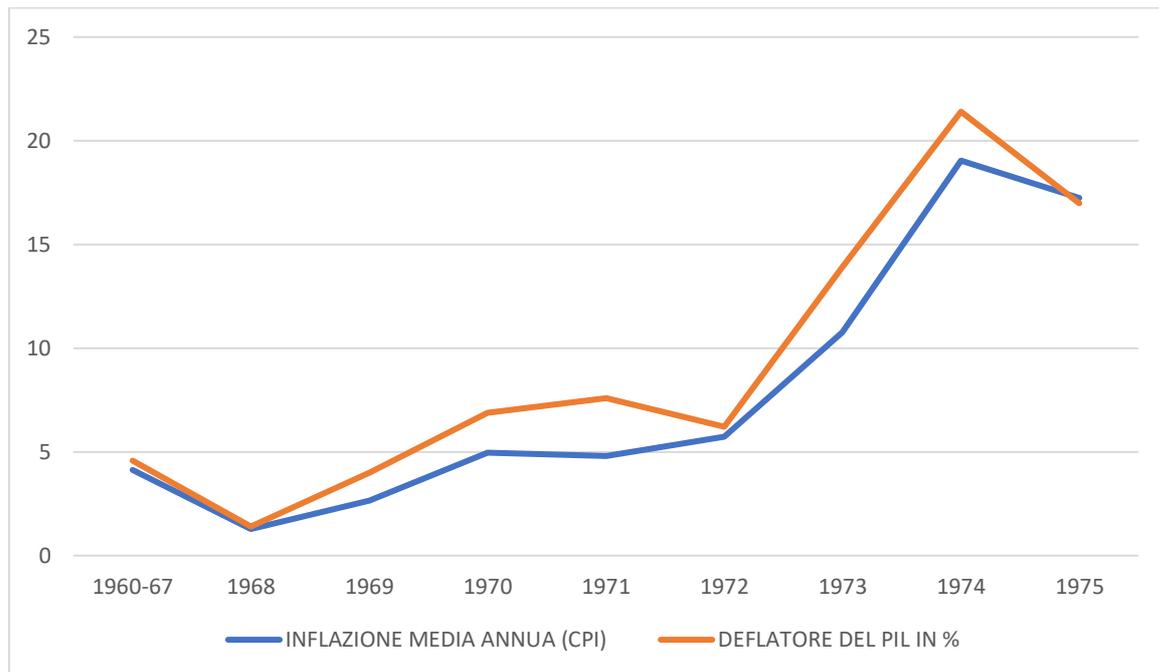
Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 9: L'andamento della variazione % del Pil reale in Italia dal 1960 al 1975



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 10: L'andamento dell'inflazione in Italia dal 1960 al 1975



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI) e Inflation.eu

#### 2.4 LA STABILIZZAZIONE ABORTITA (1976-1979)

Il periodo tra il 1976 e il 1979 si contraddistingue per la crisi valutaria attraversata dalla lira. Nel biennio precedente l'economia ha subito una forte contrazione a causa dello shock petrolifero, che ha portato anche in Italia una diminuzione del Pil reale del -2,4%. La risposta dell'Italia si articola in politiche economiche espansive che evitino l'inizio di periodi di recessione: si decide così di abbassare i tassi d'interesse a breve termine, di aumentare l'emissione di titoli a breve termine e di aumentare la moneta (Rossi, 2020). Gli stimoli incrementano le importazioni, causando un deterioramento della bilancia commerciale a cui si aggiunge la crisi di governo tra il 1975 e il 1976. Questo innesca una crisi di fiducia che fa esplodere la domanda di valuta estera contro lire, portando all'esaurimento delle riserve di valuta estera e alla sospensione della lira dal mercato dei cambi, finché le riserve non vengono ricostituite grazie a prestiti da parte della banca centrale statunitense e di quella tedesca. Quando la lira torna ad essere scambiata si deprezza del 16% di media tra il 1976 e il 1978 e le autorità inizialmente rispondono vincolando i movimenti di capitale fino agli inasprimenti fiscali del 1977 che freneranno la domanda interna. La debolezza della lira fa sì che le importazioni si rincarino aumentando l'inflazione, però al tempo stesso dando competitività alle merci italiane

esportate e con le esportazioni cresciute del 10% il Pil reale aumenta del 6,6% (dato più alto da allora ad oggi) (Rossi, 2020).

Le stigmate dell'alta inflazione lasciano comunque il segno convincendo l'Italia ad aderire allo Sme (Sistema monetario europeo), consapevoli che questo significhi rinunciare alla svalutazione della lira come valvola di sfogo per gli squilibri macroeconomici. Lo Sme prevede un margine di fluttuazione entro cui deve muoversi il cambio che è ampliata per la lira e per dare credibilità alla tenuta del sistema c'è l'impegno di dare credito automatico, incondizionato e illimitato al paese che vede svalutare la propria valuta oltre il limite (Rossi, 2020).

In questo periodo per la prima volta viene contenuta la spesa primaria per via dell'emergenza valutaria che, dopo aver toccato il 7% (in % rispetto al Pil) nel 1975, si attesta attorno al 3,9%. Ci pensa, tuttavia, la spesa per gli interessi a tenere alto il deficit, i quali per la prima volta dal dopo guerra superano il 3% (in % rispetto al Pil).

Nonostante il deficit si attesti stabilmente sopra il 6% (vedi Tabella 4.) il rapporto debito/Pil resta stabile tra il 55% e il 60% grazie all'inflazione, che resta molto alta rendendo negativi i rendimenti.

Un modo usuale per vedere che dinamica assumerà il rapporto debito/Pil si basa infatti sul confrontare il tasso d'interesse medio pagato sul debito (chiamato tasso d'interesse implicito) e il tasso di crescita nominale. Se quest'ultimo è maggiore sarà più facile ridurre il rapporto debito/Pil che comunque dipenderà dall'entità degli avanzi/disavanzi primari. La riduzione è quindi più probabile se  $i < g$ , ma sapendo che  $g = r + \pi$  (per esattezza  $\pi^e$ , tuttavia come spiegato nel capitolo 1 è possibile approssimare a  $\pi$  se l'inflazione è circa quanto quella attesa), è possibile dire che il rapporto debito/Pil si ridurrà se  $i < r + \pi$ . Osservando questa disequazione negli anni analizzati è possibile notare come  $i$  è ampiamente inferiore di  $r + \pi$  (vedi Tabella 4.). Questo permette al rapporto debito/Pil di restare stabile nonostante gli ampi disavanzi di bilancio che fanno segnare numeri pari al doppio se non triplo delle cifre attuali pre-covid.

Tabella 4: Dati sul rapporto debito/Pil, Deficit, tasso di crescita reale, interessi sul debito, tasso d'interesse implicito, inflazione e  $i-(r+\pi)$  dal 1976 al 1979 in Italia

ANNO	DEBITO/PIL in %	DEFICIT in % al Pil	TASSO DI CRESCITA REALE	INTERESSI SUL DEBITO in % al Pil	TASSO D'INTERESSE IMPLICITO*	INFLAZIONE**	$i-(r+\pi)$
1976	55,5%	7,5%	6,6%	3,1%	7%	16,53%	-16,13
1977	54,7%	6,63%	2,2%	3,4%	7,4%	17,25%	-12,05
1978	58,9%	8,07%	2,9%	4%	8,6%	12,11%	-6,41
1979	57,8%	7,84%	5,6%	3,9%	8,2%	14,74%	-12,14

\* cioè il rapporto tra gli interessi da pagare nell'anno t e il debito dell'anno t-1

\*\* presa dal sito inflation.eu è l'inflazione media nell'anno del CPI

\*\*\* in variazione % rispetto all'anno precedente

Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici (OCPI) e Inflation.eu

## 2.5 LA STABILIZZAZIONE INCOMPLETA (1980-1986)

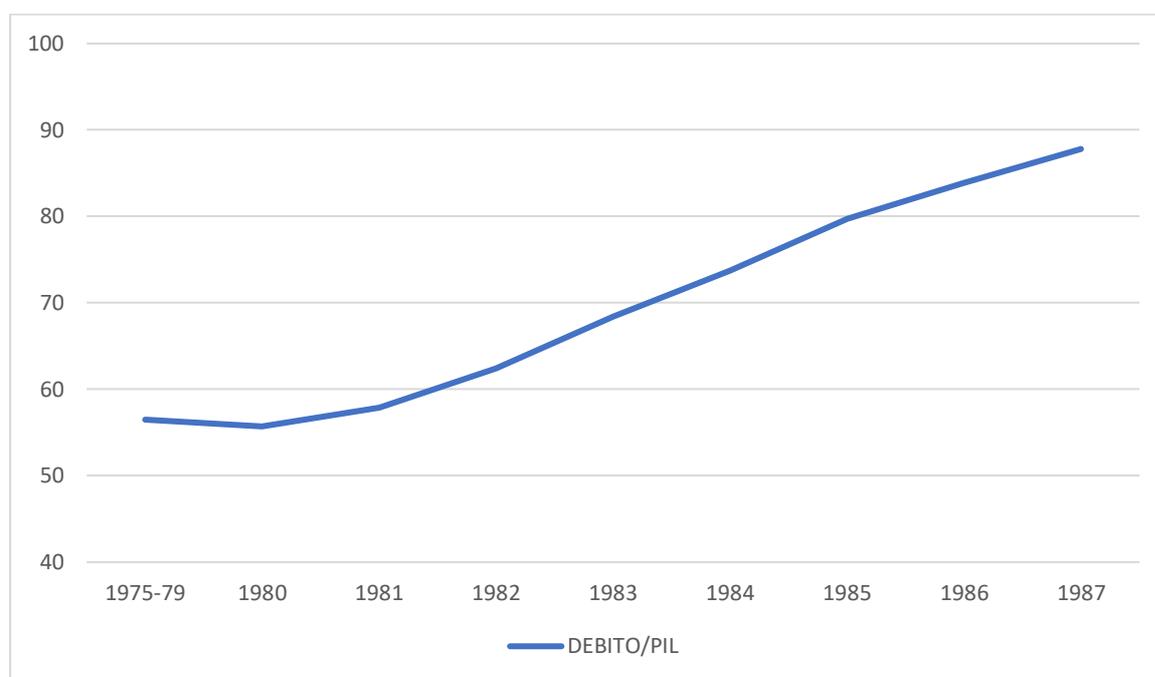
Il fatto più rilevante di questo periodo è che i livelli altissimi di inflazione ereditati dalle annate precedenti vanno scemando (esplosa nel 1973 si registrano numeri a doppia cifra fino al 1984), impattando anche sul debito pubblico. Il picco lo si raggiunge nel 1980 quando l'indice CPI segna un +21,06% rispetto all'anno precedente a causa dello scoppio della seconda crisi petrolifera, che aumenterà il prezzo del petrolio del 150%, a cui si aggiunge la rivalutazione del dollaro sulle lire portando l'aumento del prezzo in valuta nazionale al 230% (Rossi, 2020). Vi sono, però, 3 fattori che determinano la diminuzione dell'inflazione: l'entrata in funzione dello Sme nel 1979, da cui ne consegue necessariamente una politica monetaria meno accomodante del passato per evitare una svalutazione della lira oltre i limiti consentiti<sup>28</sup>; il divorzio tra la Banca d'Italia e il Tesoro, che permette alla banca centrale di avere piena autonomia nelle scelte sull'acquisto dei Titoli di Stato ed infine la moderazione salariale.

Anche sul fronte del Pil la situazione è altalenante: la crescita rallenta nel quadriennio 1980-1983, tendendo quasi ad azzerarsi nel 1982, salvo poi rimbalzare nel triennio conclusivo (vedi Tabella 5) favorita dal cd *controschock petrolifero*. Quest'ultimo causa un dimezzamento del prezzo del greggio a distanza di sei anni dallo scoppio della seconda crisi.

<sup>28</sup> Con la lira che si deprezza meno diventano anche più economici i prezzi dei prodotti importati, ed essendo l'Italia storicamente un paese privo di materie prime permette di contenere i costi di produzione con un conseguente abbassamento dei prezzi finali interni.

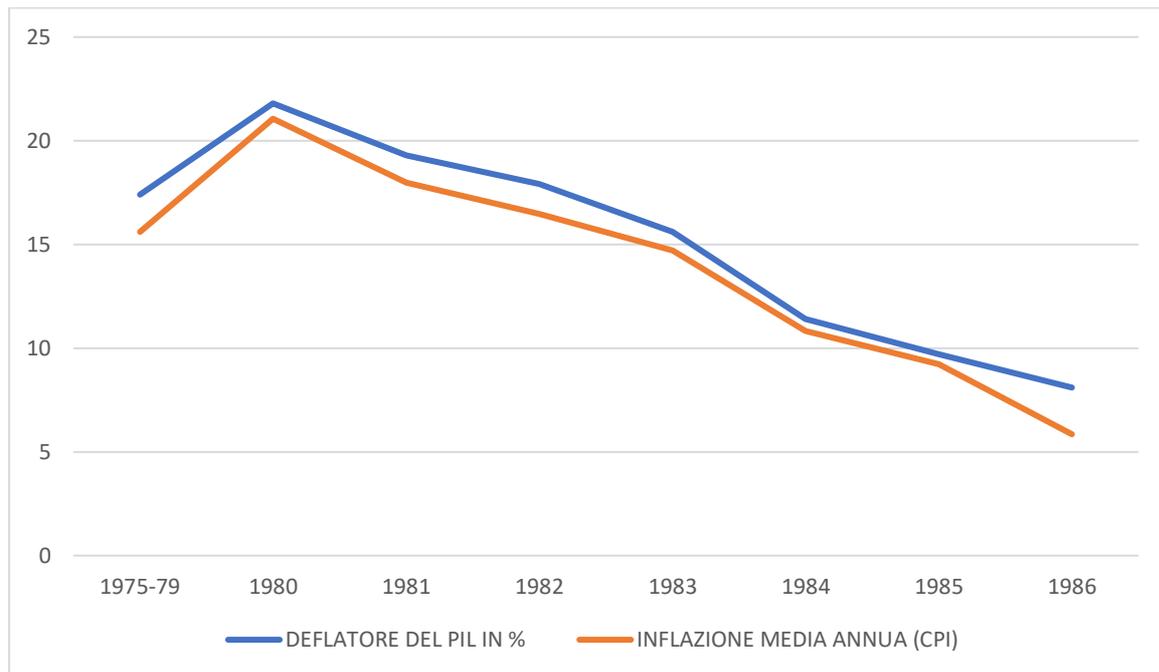
Sul fronte della finanza pubblica la situazione deteriora definitivamente. Nell'arco di soli sette anni il rapporto debito/Pil esplode passando dal 55,7% del 1980 all'83,9% del 1986. Le ragioni alla base di tale involuzione sono principalmente due: il disavanzo annuo aumenta restando stabilmente attorno al 10% nel periodo in esame, spinto non tanto dal disavanzo primario, che resta stabile attorno al 2/3%, bensì dalla spesa per gli interessi. È questa che innesca la spirale debito-interessi-debito creando un circolo vizioso che ingigantisce lo stock di debito per pagare il debito stesso. D'altra parte, per i motivi elencati sopra, si riduce "l'imposta da inflazione" che negli anni passati aveva permesso di erodere i tassi d'interesse reali rendendoli negativi come mostrato nel paragrafo 4 di questo capitolo.

Grafico 11: L'andamento del rapporto debito/Pil in % in Italia dal 1975 al 1987



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 12: L'andamento dell'inflazione in Italia dal 1975 al 1986



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI) e Inflation.eu

Grafico 13: Il deficit annuo suddiviso in % tra disavanzo primario e spesa per interessi, in Italia dal 1973 al 1986

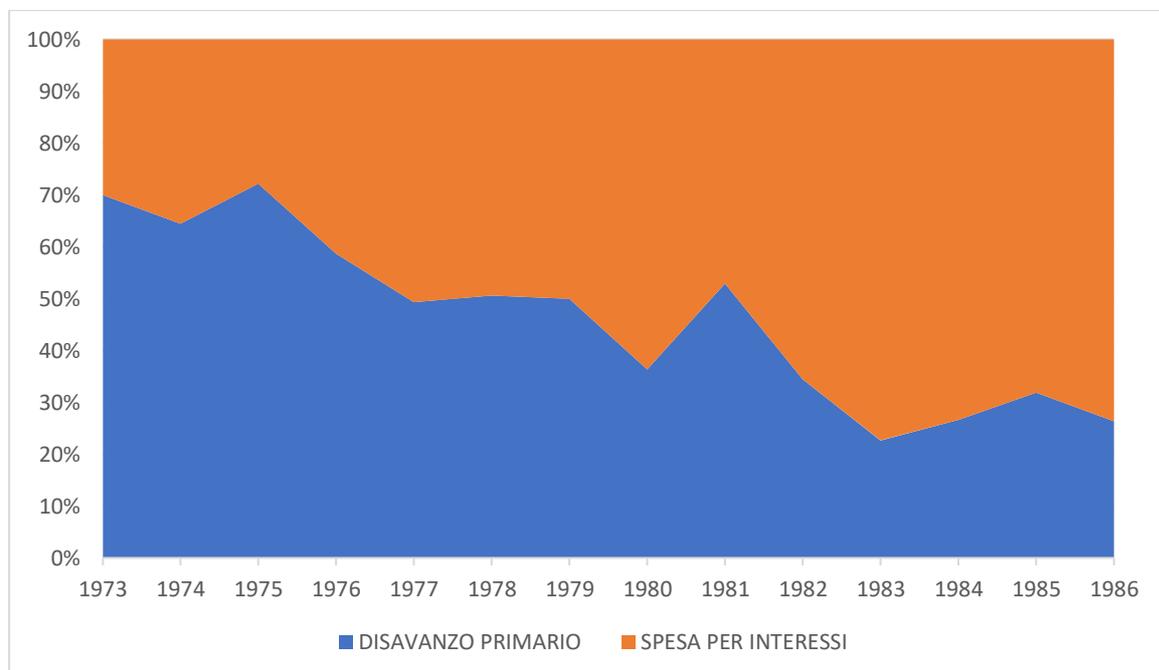


Grafico: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Tabella 5: Dati su tasso di crescita reale, interesse implicito, inflazione e tasso d'interesse reale dell'Italia dal 1980 al 1986

ANNO	TASSO DI CRESCITA REALE (r)*	INTERESSE IMPLICITO	INFLAZIONE ( $\pi$ )	TASSO D'INTERESSE REALE (Int. Impl. - r - $\pi$ )
1980	3,1 %	9,2 %	21,06 %	-14,96
1981	0,6 %	10,5 %	17,99 %	-8,09
1982	0,2 %	12,8 %	16,48 %	-3,88
1983	0,9 %	14 %	14,71 %	-1,61
1984	3 %	13,4 %	10,83 %	-0,43
1985	2,6 %	12,3 %	9,21 %	0,49
1986	2,7 %	11,7 %	5,85 %	3,15

\*in variazione % rispetto all'anno precedente

Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

## 2.6 UNA CORSA CONTRO IL TEMPO (1987-1992)

Tra il 1987 e il 1992 si acutizza la fase critica del debito pubblico italiano. Il risparmio generato dal settore privato nazionale interno non è più sufficiente e ricorre così a fonti di finanziamento estere, facendo nascere il fenomeno dei *cd debiti gemelli*. La crescita del debito è spinta dalla forza della valuta nazionale (che peggiora la competitività dei beni nazionali peggiorando bilancia commerciale e bilancia dei pagamenti<sup>29</sup>) e dall'elevatezza dei tassi d'interesse interni (sopraggiunti negli anni '80 per sterilizzare l'inflazione galoppante che aveva contraddistinto il decennio) (Rossi, 2020).

Tra il 1989 e il 1992 il rapporto debito/Pil torna per la prima volta a segnare un numero in tripla cifra dai tempi delle guerre mondiali, aumentando del 60% in quindici anni. Negli anni Settanta (come mostrato nei periodi precedenti) la crescita del rapporto debito/Pil era stata contrastata dall'inflazione, ma successivamente essa inizia ad essere a sua volta contrastata a livello internazionale con un rialzo dei tassi in paesi come Germania e Stati Uniti, da cui ne consegue un rialzo anche sui tassi d'interesse pagati dall'Italia per mantenere appetibile i propri Titoli di Stato. Il rialzo dei tassi d'interesse unito agli ampi e persistenti disavanzi innesca la spirale debito-interessi-debito che

<sup>29</sup> La bilancia dei pagamenti mostra le transazioni di un Paese con il resto del mondo, si divide in 'conto corrente' e 'conto capitale'. Il 'conto corrente' anche detto 'partite correnti' è composto da: 1) importazioni/esportazioni di beni e servizi (bilancia commerciale); 2) redditi d'investimento da attività finanziarie estere possedute da residenti e, viceversa, da attività finanziarie nazionali possedute da esteri; 3) trasferimenti netti ricevuti cioè gli aiuti dall'estero. Il 'conto capitale' è composto dai flussi netti di capitali che sono dati dalla differenza tra il delta attività finanziarie nazionali detenute da stranieri (delta afflussi) e il delta attività finanziarie estere detenute da residenti (delta deflussi) (Trevisan, 2021).

finisce per autoalimentarsi. Il fenomeno inizia già nel 1985 (vedi tabella sopra) quando all'allora ministro del Tesoro Gorla era stata posta la questione, ma il debito secondo lui continuava a non essere un problema. L'Italia infatti segna una crescita del Pil apprezzabile, un buon livello di occupazione e una bilancia dei pagamenti in equilibrio, ma sul fronte dei conti pubblici i problemi restano sempre gli stessi: bassa qualità della spesa, alta spesa per interessi, alta evasione fiscale (Tedoldi e Volpi, 2021).

Nel 1987 un sesto della spesa pubblica si costruisce da interessi sul debito e la priorità del Governo inizia ad essere il contenimento del fabbisogno pubblico. Questo processo viene tuttavia ostacolato dalla fragilità dei governi italiani caratterizzati da una breve durata e da piani di rientro a lungo termine puntualmente disattesi. A ciò si aggiunge la presenza di un gruppo figurativo decisionale - in materia di spesa pubblica - ben più ampio del singolo esecutivo, tra cui si annoveravano le opposizioni, le correnti interne ai partiti, i politici locali più rilevanti e gruppi d'interesse vari (Tedoldi e Volpi, 2021).

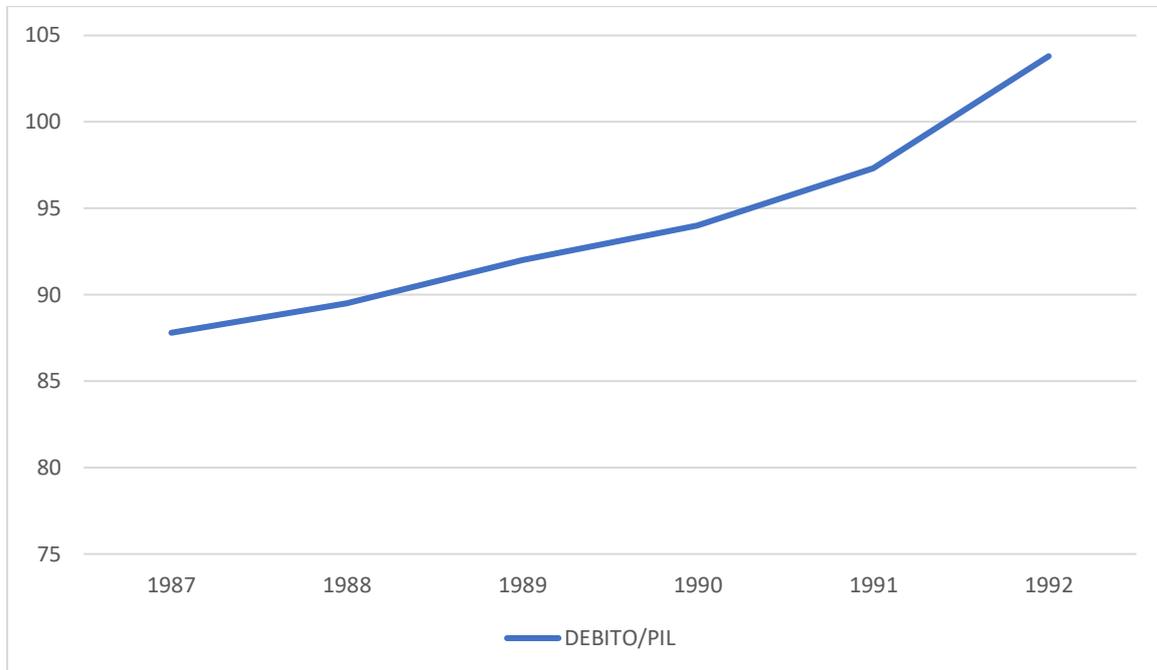
Nel 1988 il ministro del Tesoro Giuliano Amato propone un piano per fermare la crescita del rapporto debito/Pil che prevede l'introduzione di tetti alla spesa, all'indebitamento, ai contratti pubblici, un allungamento della vita media del debito e meccanismi che favoriscono la negoziabilità del debito anche nei mercati internazionali. Questo avrebbe favorito il rafforzamento dell'autonomia della Banca d'Italia, tutto si è concluso con un nulla di fatto e dopo sette anni l'indipendenza della banca centrale non aveva ancora favorito la stabilizzazione della finanza pubblica (Tedoldi e Volpi, 2021).

La maggioranza dei titoli di Stato è detenuta dalle famiglie, in una situazione favorita da una serie di fattori coesistenti: l'appetibilità dei tassi d'interesse fluttuanti come strumento finanziario di collocamento del risparmio del ceto medio, la riluttanza dei piccoli risparmiatori e delle piccole imprese all'avvento delle forme d'investimento più moderne come azioni di società quotate o fondi d'investimento ed infine il progressivo smantellamento dei vincoli amministrativi sul credito che hanno obbligato le banche ad investire in Italia (Tedoldi e Volpi, 2021).

L'inflazione in questo periodo resta alta e fatica più che in altri paesi (raggiungerà la soglia del 2% solo nel 1996) perché la politica monetaria vede il tasso di cambio reale apprezzarsi notevolmente e il costo del lavoro interno aumentare. I salari infatti crescono dell'8% (più di 2 punti percentuali sopra il tasso d'inflazione) ed i mercati interni lavorano in modo inefficiente. Lo Stato, intanto, continua a fare l'imprenditore e le rendite di posizione e monopoli/oligopoli vengono contrastati solamente nel 1990 e

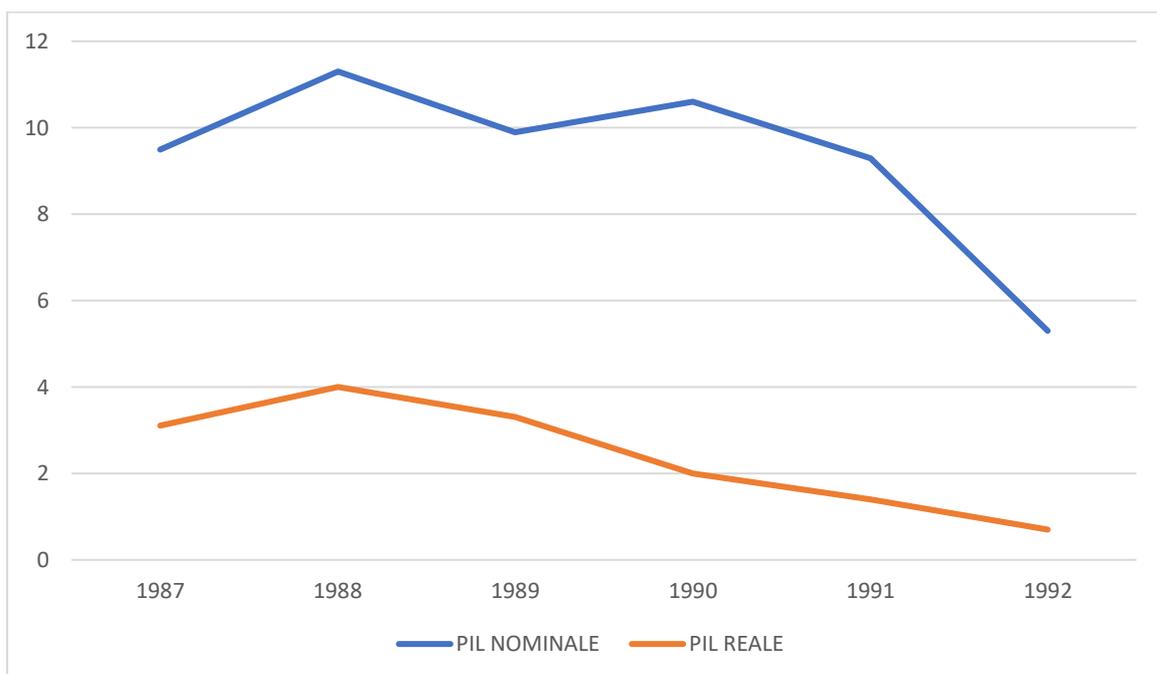
nel 1992 con le due leggi che istituiscono anche in Italia l’Autorità antitrust e danno il via alla stagione delle privatizzazioni (Rossi, 2020).

Grafico 14: L’andamento del rapporto debito/Pil in % in Italia dal 1987 al 1992



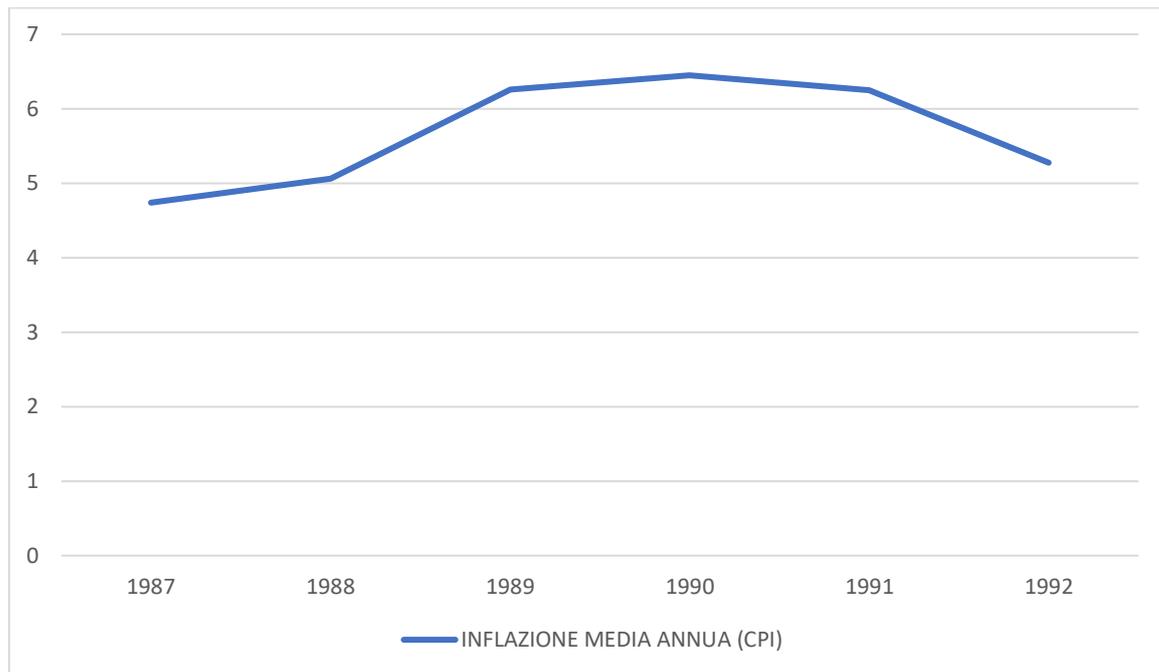
Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 15: L’andamento della variazione % di Pil nominale e Pil reale in Italia dal 1987 al 1992



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 16: L'andamento dell'inflazione in Italia dal 1987 al 1992



Fonte: Inflation.eu

## 2.7 LA CRISI (1992-1995)

Il 1992 è un anno chiave per la storia politico-economica dell'Italia, un anno di svolta, non necessariamente positiva ma ugualmente di discontinuità rispetto al passato.

Il 7 febbraio il presidente del Consiglio Giulio Andreotti firma il trattato di Maastricht nell'omonima città con cui, tra le varie questioni, si sanciscono anche le regole politiche e i parametri economici per entrare nell'Unione Europea.

Dieci giorni dopo a Milano viene arrestato l'ingegnere Mario Chiesa dando il via all'operazione *Mani Pulite* che sancisce la fine della *Prima Repubblica* e dei partiti che avevano dominato la scena politica dal dopo guerra fino ad allora.

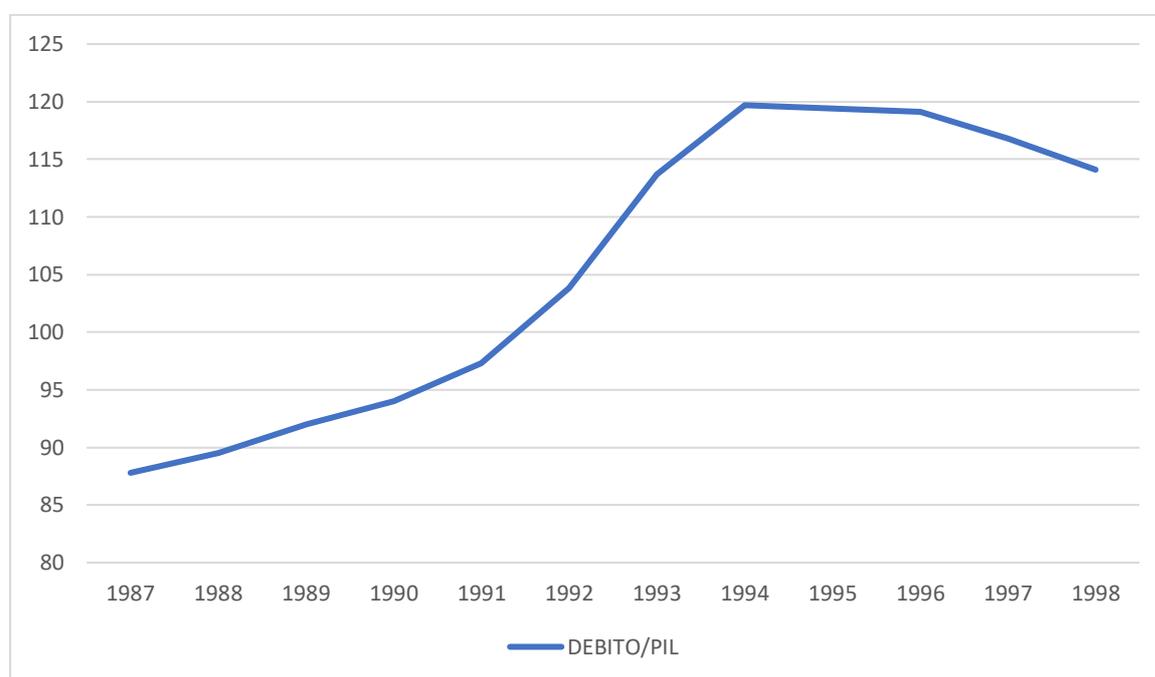
Il 16 settembre (ribattezzato poi il *mercoledì nero* della storica economica europea) l'Italia con la lira esce dallo SME a causa di una serie di fattori tra cui gli squilibri economici, la mancanza di fiducia nel Paese esacerbata con l'inizio di *Tangentopoli*, le speculazioni finanziarie e la mancata assistenza della banca centrale tedesca prevista dall'accordo. Come riportato nel capitolo 2.4, infatti, l'intesa originaria prevedeva una mutua assistenza creditizia automatica, incondizionata e illimitata da parte degli altri paesi del sistema nel caso in cui una valuta si fosse deprezzata oltre il margine previsto (Rossi, 2020).

L'unione monetaria siglata con Maastricht limita l'autonomia dei governi nazionali sul tasso di cambio e sul bilancio introducendo il celebre vincolo del 3% massimo di deficit. Dopo la crisi valutaria del 1992 il Paese prende consapevolezza sia dal punto di vista politico che sociale del fatto che sia arrivato il momento di fare i conti con il debito pubblico accumulato. Per la prima volta si registra un avanzo primario (vedi Tabella n.) che va via via rafforzandosi nel corso degli anni, tuttavia il rapporto deficit/Pil resta abbondantemente sopra il 3% fino al 1997 a causa della spesa per interessi, che supera di gran lunga gli avanzi primari. La locomotiva debito-interessi-debito ha ormai preso slancio e i timidi avanzi primari non sono inizialmente sufficienti ad arrestarne la corsa per via del tasso d'interesse implicito che si paga sul debito. Nel 1992 questo arriva a toccare il 12,7% spinto dai travagli della lira sul mercato dei cambi (Rossi, 2020) e dalle scelte di politica monetaria tedesca: la Germania infatti, a seguito della riunificazione, attua una politica di bilancio espansiva a cui ne fa da contraltare una monetaria restrittiva che frena l'inflazione. L'aumento dei tassi tedeschi obbliga i paesi europei a rincorrere gli aumenti per mantenere i propri titoli attrattivi, con pesanti conseguenze economiche per i paesi altamente indebitati come l'Italia (Tedoldi e Volpi, 2021). Con l'andare degli anni gli avanzi primari si rafforzano e con essi, viceversa, si arresta l'ascesa del rapporto debito/Pil che nel triennio che va dal 1994 al 1996 resta sostanzialmente stabile. Gli avanzi primari sono supportati, seppur in modo marginale, anche dall'inizio delle privatizzazioni i cui proventi finiscono nel Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, così da evitare che siano utilizzati per la spesa corrente (Tedoldi e Volpi, 2021).

Nel periodo in esame l'inflazione, con l'eccezione del 1995, segue un andamento decrescente grazie ad una serie di fattori: la restrizione monetaria operata negli Stati Uniti e in Germania, la fine del meccanismo della scala mobile siglato nel 1975 da sindacati e Confindustria, la recessione della domanda interna (che frena i prezzi il buon andamento dei prezzi internazionali) e, ultima ma non meno importante, la completa indipendenza raggiunta dalla Banca d'Italia nel 1992. Quest'ultimo elemento porta l'esclusività sulla scelta di variare i tassi ufficiali d'interesse sulle operazioni di sconto e di anticipazione (il primo dei cinque strumenti di politica monetaria a disposizione della banca centrale esaminati nel capitolo 1) e nel 1993 con l'abolizione definitiva del finanziamento monetario del bilancio pubblico e l'assegnazione della competenza in materia di riserva obbligatoria delle banche (quarto strumento di politica monetaria a

disposizione della banca centrale esaminato nel capitolo 1). Nel 1994 vi è il primo banco di prova per la credibilità della banca centrale italiana. Gli Stati Uniti alzano i tassi d'interesse attuando una politica monetaria restrittiva per il possibile rischio 'surriscaldamento' dell'economia interna. L'integrazione dei mercati finanziari internazionali è quindi ormai raggiunta e il rialzo sui tassi d'interesse si propaga anche sulle altre nazioni sebbene queste siano in una situazione diversa di ciclo economico. In Italia ad esempio si stavano abbassando gradualmente i tassi d'interesse con l'inflazione che intanto continuava a calare: al primo accenno di rialzo dell'inflazione la banca centrale risponde prontamente razionando la base monetaria e alzando i tassi d'interesse, spegnendo sul nascere un aumento dell'inflazione a cui si assisterà comunque nel 1995 in seguito alla crisi finanziaria messicana. Il rimbalzo sarà lieve e già dall'anno successivo l'inflazione riprende il suo andamento decrescente (vedi grafico 18) che la porterà nel 1997 sotto il 2% ponendo definitivamente fine alla lunga fase inflattiva che ha caratterizzato la storia economica italiana dagli anni Settanta in poi.

Grafico 17: L'andamento del rapporto debito/Pil in % in Italia dal 1987 al 1998



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

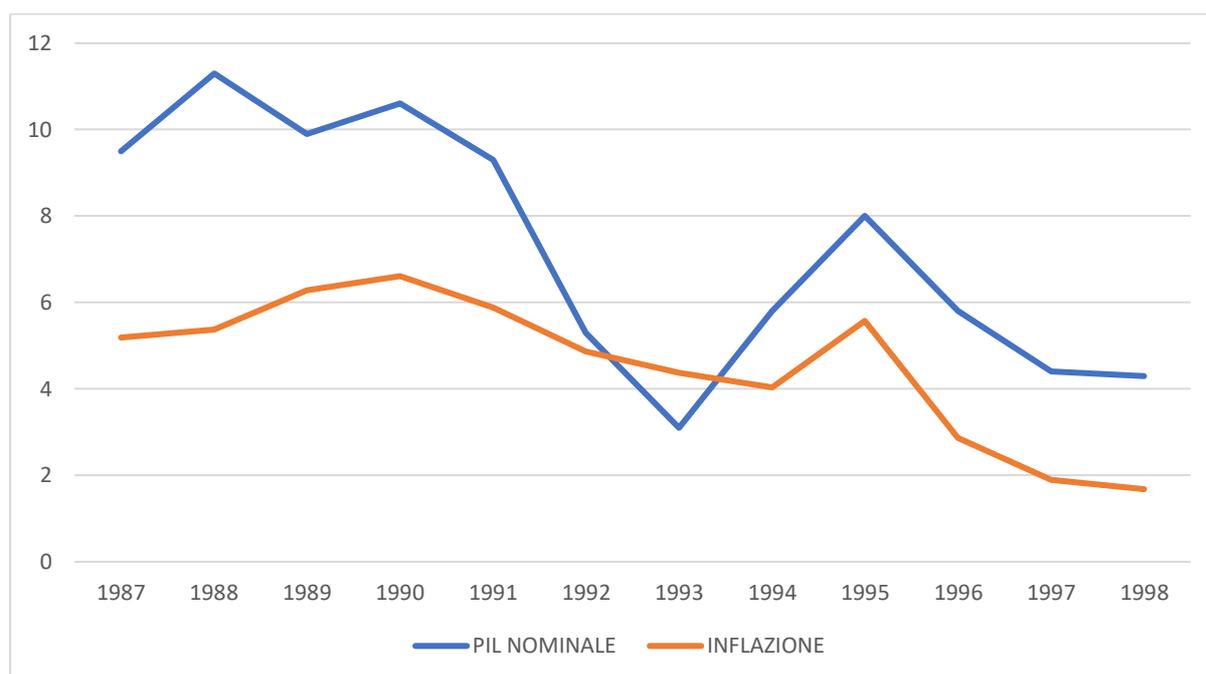
Tabella 6: Il deficit, la spesa per interessi, l'avanzo o disavanzo primario e il tasso d'interesse implicito in Italia dal 1987 al 1998

ANNO	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
DEFICIT*	11,00	10,56	10,93	10,95	10,91	9,96	9,64	8,73	7,21	6,61	2,98	2,99
SPESA PER INTERESSI*	7,6	7,9	8,8	9,7	10,9	11,7	12,1	10,9	11,1	11	9,1	7,8
AVANZO/ DISAVANZO PRIMARIO*	-3,4	-2,6	-2,1	-1,3	0	1,8	2,5	2,2	3,9	4,4	6,2	4,9
TASSO D'INT. IMPLICITO*	9,9	10,1	10,8	11,6	12,6	12,7	12	10,1	10	9,8	8	7

\*in % rispetto al Pil

Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 18: L'andamento della variazione % del Pil nominale e del Pil reale in Italia dal 1987 al 1998



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

## 2.8 IN EUROPA, NONOSTANTE TUTTO (1996-1999)

Negli ultimi anni del millennio scorso la politica economica italiana impegna tutti i suoi mezzi per far entrare l'Italia nel gruppo di testa dei paesi che aderiranno all'unione monetaria europea a partire dal 1° gennaio 1999.

I paesi desiderosi di adottare la moneta unica sin dai suoi albori devono rispettare una serie di criteri macroeconomici che permettono di qualificare l'economia del paese candidato come virtuosa e quindi meritevole di aderire.

I cinque criteri sono:

- 1) Il rapporto deficit/Pil non deve superare il 3% nel 1997, nel caso in cui lo superi deve esserci una convergenza verso tale cifra.
- 2) Il rapporto debito/Pil non deve superare il 60% nel 1997, nel caso in cui lo superi deve esserci una convergenza verso tale cifra.
- 3) Il tasso di crescita dei prezzi al consumo fra il 1996 e il 1997 non deve risultare superiore di più del 1,5% della media dei tre paesi più bassi in Europa.
- 4) Il tasso medio d'interesse sui titoli di Stato a lunga scadenza nel 1997 non deve superare per più del 2% quello della media dei tre paesi più bassi in Europa.
- 5) Il tasso di cambio della moneta nazionale deve aver rispettato i limiti di fluttuazione previsti dallo SME per almeno 2 anni.

(Rossi, 2020)

In Italia nel 1996 i risultati non sono confortanti: il deficit resta ben al di sopra della soglia consentita (6,61 contro il 3 consentito, vedi tabella N.) così come il rapporto debito/Pil che, pur diminuendo, si attesta al 119,1%. Sul lato inflazione e rendimento dei titoli di Stato a lungo termine invece la situazione è sensibilmente migliore con la prima che segna un 4,02 contro il 2,6 di riferimento e il secondo che registra un 9,4 contro il 9,1 di riferimento (Rossi, 2020). Per quanto concerne la stabilità del tasso di cambio l'Italia è tornata a far parte dello SME nel 1996 e vi resterà fino alla fine del 1998 adempiendo all'obbligo.

Il paese, seppur i risultati siano molto modesti, sembra avere già il fiato corto. Il tasso di crescita del Pil reale scende sotto il 2% (vedi grafico 20), restandoci per tutto il triennio oggetto dell'analisi. Discorso analogo vale per il tasso di disoccupazione che nel 1996 si attesta all'11,3% contro il 9,7% medio dei paesi fondatori dell'Unione Europea (Belgio, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Germania Ovest)<sup>30</sup>.

Il processo di redenzione era ormai intrapreso e l'aumentare della credibilità dei mercati data al Paese permetteva via via una riduzione del tasso d'interesse implicito

---

<sup>30</sup> Fonte: Istat, dati consultabili all'indirizzo internet <https://www.istat.it/60annidieuropa/lavoro.html> consultato in data 29/04/2022

pagato sul debito e quindi anche della spesa per interessi in percentuale al Pil (vedi tabella n.).

Nel 1997 il percorso procede a tappe forzate con il rapporto debito/Pil che continua a ridursi, così come l'inflazione, mentre si rafforza ulteriormente l'avanzo primario che tocca il livello record del 6,2% del Pil. A ciò si aggiunge anche una riduzione della spesa per interessi grazie ad una contrazione del tasso d'interesse implicito che permette al rapporto deficit/Pil di fare un cospicuo passo in avanti, scendendo finalmente sotto il 3% (vedi tabella 7) richiesto dalla Commissione Europea.

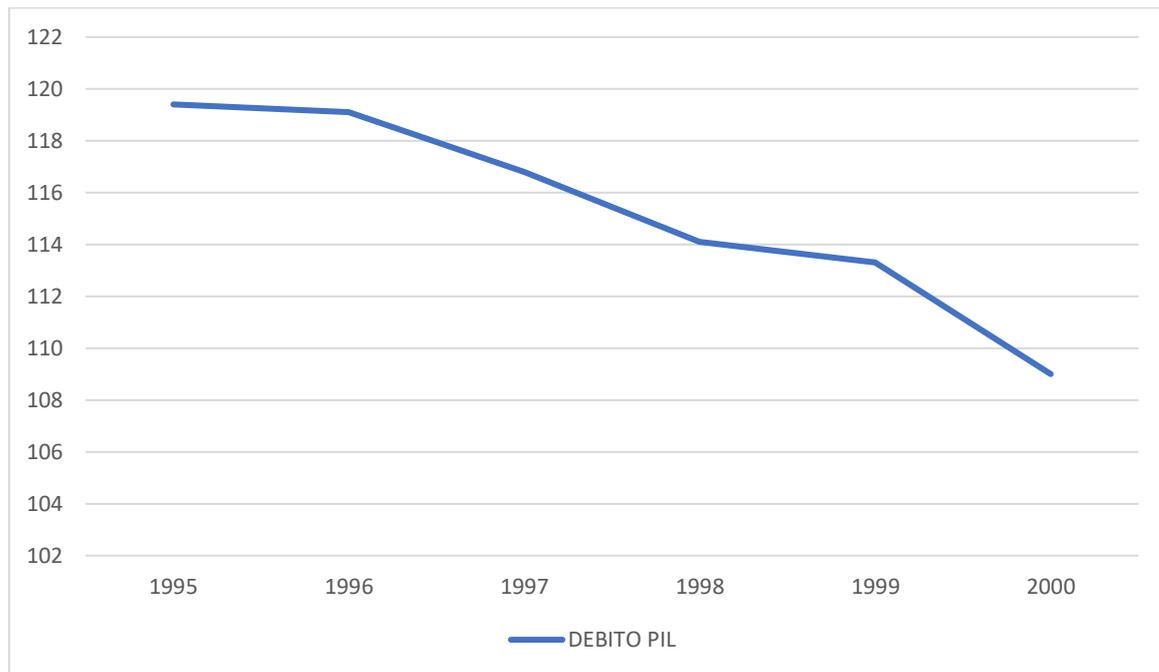
I risultati conseguiti permettono all'Italia che venga accolta la sua domanda di ammissione nel 1998 seppure i risultati conseguiti non siano 'sostenibili' e 'durevoli' come richiedeva l'Unione Europea. A favorire l'adesione sono state anche misure una tantum come le dismissioni che hanno generato introiti per 118000 miliardi di lire (Tedoldi e Volpi, 2021 pag. 241) o il contributo straordinario per l'Europa (cd *eurotassa*) a carico di imprese e famiglie.

Nel 1998 la situazione rimase stabile con i conti pubblici che continuano a migliorare. L'attenzione si sposta quindi sul tasso di cambio tra valuta nazionale ed euro che viene fissato a maggio con i mesi successivi in cui sono comunque i mercati a determinare i valori, che restano quelli prestabiliti fino all'entrata in vigore dell'euro.

Il processo viene completato e il risultato conseguito, ma lo sforzo sostenuto dell'economia italiana è ben visibile con il tasso di crescita del Pil reale che è il più basso d'Europa e il tasso di disoccupazione che è il più alto d'Europa.

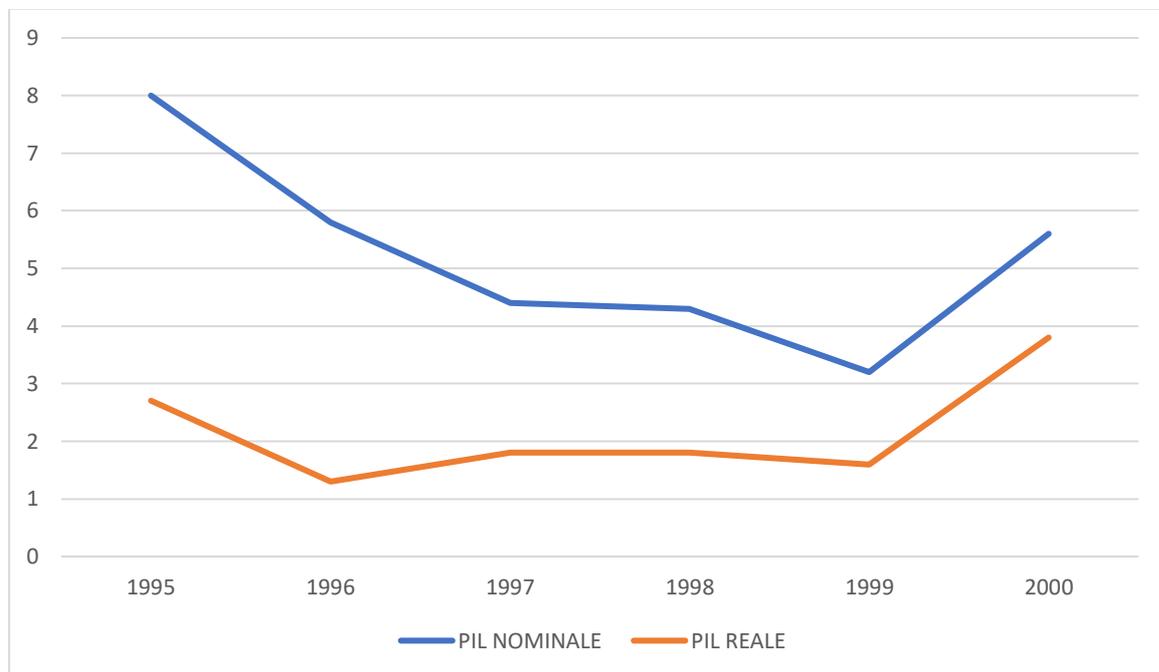
In questo periodo va anche sottolineato l'inizio di una drastica mutazione nella composizione del debito pubblico. Tra il 1997 e il 1999 inizia un processo che continuerà nel primo decennio del ventunesimo secolo e che vede una radicale riduzione dell'affezione delle famiglie italiane nei confronti del debito pubblico, le quali passeranno dal detenere il 47% dell'ammontare totale al 15% nel 1999. Le famiglie vengono rimpiazzate dalle banche italiane ed europee che dal 25% del 1991 passano al 40% del 1999. La residenza dei possessori con gli esteri, inoltre, passa dal 15% del 1991 al 38% nel 1999. Il debito pubblico che aveva costituito per decenni lo strumento finanziario di risparmio per le famiglie italiane aveva visto così cambiare radicalmente la sua proprietà nell'arco di meno di un decennio (Tedoldi e Volpi, 2021).

Grafico 19: L'andamento del rapporto debito/Pil in % in Italia dal 1995 al 2000



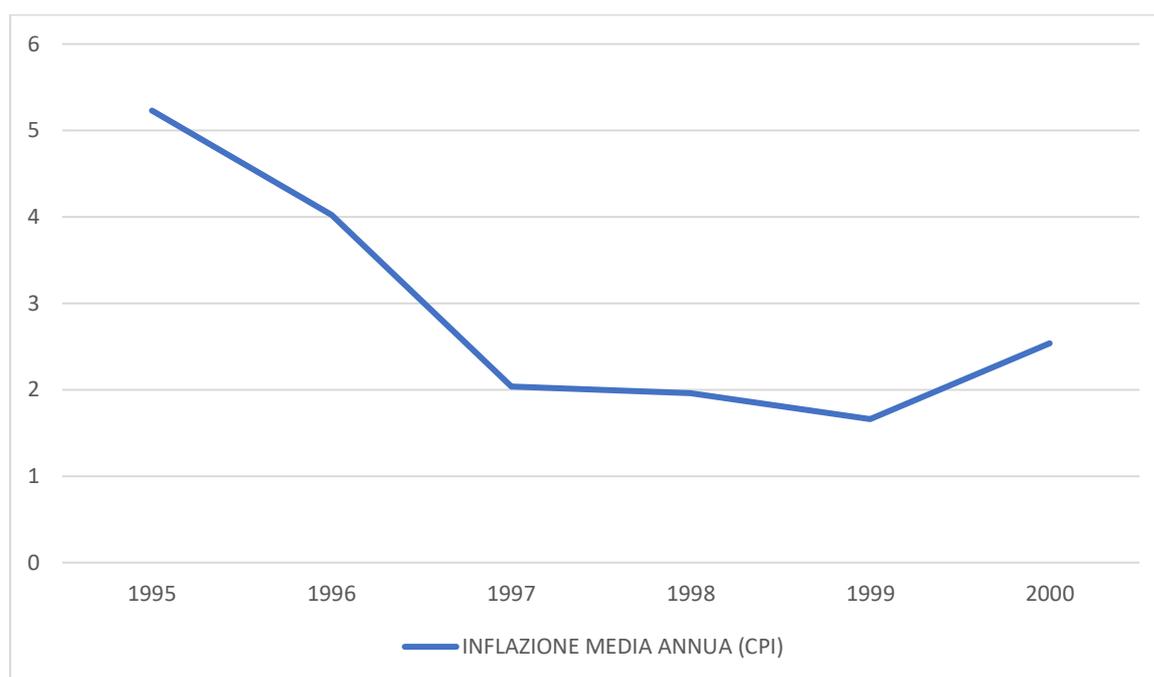
Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 20: L'andamento della variazione % del Pil nominale e del Pil reale in Italia dal 1995 al 2000



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 21: L'andamento dell'inflazione in Italia dal 1995 al 2000



Fonte: Elaborazione propria dati Inflation.eu

Tabella 7: Il deficit, l'avanzo primario, il tasso d'interesse implicito e la spesa per interessi in Italia dal 1995 al 2000

ANNO	1995	1996	1997	1998	1999	2000
DEFICIT*	-7,21	-6,61	-2,98	-2,99	-1,77	-2,42
AVANZO PRIMARIO*	3,9	4,4	6,2	4,9	4,6	3,7
TASSO D'INTERESSE IMPLICITO*	10	9,8	8	7	5,8	5,7
SPESA PER INTERESSI*	11,1	11	9,1	7,8	6,4	6,1

\*in variazione % rispetto al Pil

Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

## CONCLUSIONI

Fino agli anni Settanta del Novecento il debito pubblico ha avuto quindi momenti di espansione solo in seguito ad eventi straordinari come le due Guerre Mondiali o la creazione delle grandi infrastrutture necessarie allo sviluppo del Paese. L'inflazione data dalla debolezza della Lira è sempre stata, tuttavia, una rapida soluzione per ricondurre velocemente il rapporto debito/Pil a valori più tipici.

Dagli anni Settanta in poi la dinamica ascendente del debito pubblico è stata sostenuta dalle azioni della Banca d'Italia e dai risparmi dei cittadini che sono stati veicolati al suo finanziamento tramite norme che ne impedivano il deflusso all'estero.

Il punto di svolta successivo è stata la separazione tra il Ministro del Tesoro e la Banca d'Italia, sebbene il processo abbia avuto una lunga gestazione ha finito per risolvere l'annoso problema dell'alta inflazione. Questo cambiamento ha tuttavia portato alla definitiva esplosione del debito pubblico a causa della fine dell'inflazione come strumento di contenimento; a cui si è aggiunto il rialzo dei tassi d'interesse a livello internazionale.

Da lì in poi è iniziata una serie di sforzi atti a compensare gli squilibri economici accumulati nel corso di decenni. L'obiettivo di entrare in Europa con il gruppo di Paesi di testa viene raggiunto ma l'economia italiana si presenta fiacca all'avvenire del nuovo millennio.



## CAPITOLO 3. DALL'ENTRATA NELL'EURO AGLI ANNI ANTECENTI LA PANDEMIA DI COVID-19

### PREMESSA

La scelta di dividere il corso della storia con l'entrata nell'euro è giustificata dalle conseguenze che da tale evento sono conseguite. Infatti, la nascita dell'Eurozona è coincisa con la perdita della valuta nazionale -e quindi anche del tasso di cambio come valvola di sfogo per l'aggiustamento degli squilibri commerciali- oltre che con la cessione della politica monetaria ad un ente terzo (BCE), il quale deve prendere decisioni nell'interesse di tutti i Paesi aderenti all'area a valuta comune. Inoltre anche sul piano della politica fiscale vengono assunti degli impegni: si accetta di perseguire il pareggio di bilancio il prima possibile al fine di rendere la politica fiscale uno strumento da utilizzare in funzione anticiclica in caso di shock economici.

Non da ultima, anche la quantità di avvenimenti rilevanti e impattanti tutt'oggi che ne giustificano un maggiore approfondimento e quindi un capitolo a sé stante.

La costruzione ibrida europea, che di fatto è un processo incompleto e monco, darà inizialmente una serie di benefici visibili a tutti i Paesi aderenti, che vedranno crollare i rendimenti pagati sui propri debiti pubblici indipendentemente dallo stato di salute delle proprie economie. Tuttavia l'illusione iniziale durerà meno di un decennio e, anche per colpa della crisi mondiale del 2008, presto emergeranno i grandi squilibri commerciali che si celano dietro all'euro e che favoriscono lo scoppio della crisi dei debiti sovrani.

### 3.1 LA LENTA REDENZIONE E L'APPAGAMENTO INGANNEVOLE (1999-2007)

Il 1° gennaio 1999 entra in vigore l'euro e di conseguenza nasce dall'unione monetaria l'area-EU così come la conosciamo noi oggi.

Il progetto è figlio di un percorso d'integrazione che va oltre il campo economico, che sia una tappa che conduca ad un'unione politica; infatti, dal punto di vista economico vi sono vantaggi, ma anche rischi, che avranno un ruolo cruciale nella crisi del 2011.

Un'area a valuta comune prevede che i Paesi che partecipano a questo sistema rinuncino alle proprie valute nazionali in cambio di una comune che ha corso legale in tutti i Paesi. L'accettabilità della moneta è definita per legge, non da accordi di cambio come nei

sistemi di cambio con tassi fissi. Il controllo della politica monetaria viene demandato ad un organismo terzo sovranazionale che decide in modo indipendente le politiche da attuare (nel caso dell'Europa è la BCE), mentre alle banche centrali nazionali restano solo funzioni operative.

I vantaggi economici sono essenzialmente tre:

- 1) Il superamento dei problemi di credibilità insiti nei sistemi di cambio a tassi fissi o con bande di oscillazione dovuti alle asimmetrie decisionali nella conduzione della politica monetaria delle varie banche centrali.
- 2) L'annullamento dei costi di transazione (costi di informazione, tempi tecnici, commissioni) e rischi di cambio figli della pluralità di valute nazionali.
- 3) Stop alle pratiche di svalutazione competitiva, ovvero alle oscillazioni dei tassi di cambio utilizzate dai singoli paesi come mezzo immediato per dare competitività alle merci nazionali.

(Trevisan, 2021)

Proprio con la finalità di risolvere il terzo problema era noto il Sistema monetario europeo (SME), il quale impediva a due paesi aderenti di condurre politiche monetarie divergenti perché non avrebbe retto il tasso di cambio fissato o il libero commercio o il libero movimento dei capitali (Rossi, 2020).

Ai vantaggi, tuttavia, seguono anche degli svantaggi. Il tasso di cambio infatti ha sempre costituito una valvola di sfogo per gli squilibri macroeconomici di un Paese, è plausibile che i cicli economici di due paesi non siano allineati o che solo uno venga colpito da uno shock (shock asimmetrico). Quanto accaduto in Italia nel 1975 ne è un esempio, con la crisi nella bilancia dei pagamenti che obbliga la Banca d'Italia a svalutare la lira (Rossi, 2020). Un altro è quanto accaduto in Germania a seguito dell'unificazione, quando, per ragioni politiche e sociali, si scelse di adottare un cambio 1:1 tra valuta usata nella Germania dell'Est e valuta usata nella Germania dell'Ovest, sebbene sul mercato nero poco prima queste fossero scambiate 6:1. Questo causò l'immissione di un'enorme massa monetaria da cui ne seguì una fiammata inflattiva che venne controllata dalla Bundesbank con una stretta monetaria, le cui conseguenze vennero pagate anche dall'Italia. Pur trovandosi in una situazione economica diversa, infatti, venne costretta a rincorrere il marco, operando una politica monetaria restrittiva per garantire il tasso di cambio fissato, finché non fu costretta ad abbandonare lo SME sotto la spinta anche di altre pressioni (Seminerio, 2012).

Quanto accaduto in Italia nel 1992 è uno degli svantaggi di un sistema con bande di oscillazione, che concerne il rischio di credibilità dell'accordo quando scoppia uno shock asimmetrico che rende necessarie decisioni di politica economica diverse tra i paesi. Dal momento in cui i tassi d'interesse dei paesi devono coincidere, infatti, l'offerta di moneta nei singoli Paesi è vincolata al mantenimento di quel tasso d'interesse, la cui definizione dovrebbe avvenire in modo cooperativo tra i Paesi aderenti al sistema in modo che l'offerta di moneta sia congrua alla domanda per ogni Paese. I problemi possono sorgere quando un paese assume una posizione leader, riuscendo ad imporre agli altri il proprio tasso d'interesse, innescando crisi di credibilità sulla tenuta dell'accordo come accaduto tra Germania e Italia. Quando il paese tedesco decide unilateralmente di aumentare il tasso d'interesse al fine di frenare l'inflazione, obbligando l'Italia a rincorrere la scelta al fine di tutelare il tasso di cambio, i mercati iniziano a pensare che l'accordo sia disatteso data la debolezza del ciclo economico in cui si trova l'Italia. Un aumento dei tassi d'interesse, infatti, sarebbe controproducente per l'economia del Paese. Per questo gli speculatori, consci della debolezza del ciclo economico europeo ed in particolare dell'Italia, hanno iniziato a vendere lire per comprare marchi. La Banca d'Italia ha inizialmente risposto facendo il contrario per evitare un deprezzamento della lira e l'operazione di difesa è stata possibile finché la banca ha avuto marchi tra le sue riserve internazionali. Una volta esauriti, l'Italia è stata costretta ad abbandonare lo SME. Gli speculatori hanno nel frattempo scambiato le lire con i marchi, trovandosi un guadagno pari alla svalutazione (Trevisan, 2021).

Rinunciare al tasso di cambio è quindi un rischio, poiché viene meno uno strumento di aggiustamento agli squilibri, indipendentemente dal fatto che questi siano asimmetrici o dovuti al ciclo economico generale.

Ad equilibrare la situazione, per evitare il verificarsi di shock derivanti da errori di politica economica, vengono imposte normative rigide che obbligano gli stati ad avere un bilancio pubblico che, secondo la disciplina comune del 'patto di stabilità e crescita', deve essere ricondotto gradualmente al pareggio al fine di essere utilizzato come strumento di stabilizzazione ciclica (Rossi, 2020).

Il 'Patto di stabilità e crescita' determina che:

- I singoli Stati devono mantenere una politica di bilancio rigorosa anche dopo l'adozione dell'euro, nello specifico il rapporto deficit/Pil non deve superare il 3%, il

rapporto debito/Pil ha un limite massimo del 60% e si deve arrivare al pareggio di bilancio entro il 2006.

- Vi sono procedure specifiche in caso di deficit eccessivo che potrebbe causare instabilità all'interno dell'area a valuta comune: nello specifico inizialmente vi sono delle raccomandazioni e poi delle sanzioni che prevedono un deposito infruttifero che non viene restituito, diventando infine una multa nel caso in cui non avvenga una correzione entro 2 anni (Trevisan, 2021).

Il meccanismo si rivela però lacunoso sin dall'inizio. Oltre a limitare l'utilizzo della politica fiscale come strumento di stimolo durante una recessione, esso viene presto eluso dalla Germania tra il 2002 e il 2005, quando, con un accordo implicito con la Francia, il rapporto deficit/Pil sfiora costantemente il limite del 3% (3,9% nel 2002, 3,7% nel 2003, 3,3% nel 2004 e 3,3% nel 2005<sup>31</sup>). Questo comportamento costituisce l'alibi per fare deficit anche eccessivi durante la crisi del 2008, rendendo il terreno fertile alla crisi dei debiti sovrani del 2011 (Trevisan, 2021).

Tolta la possibilità della svalutazione, le opzioni per evitare squilibri commerciali sarebbero due: o i lavoratori accettano una riduzione dello stipendio per rendere più competitiva la merce da loro prodotta, oppure perdono il lavoro e si trasferiscono in un altro paese europeo in espansione. Così accade negli Stati Uniti ad esempio, ma in Europa la situazione è completamente diversa ed è per questa ragione che negli anni gli equilibri si sono rotti, portando alla crisi del 2011. La rigidità salariale e le barriere linguistiche, infatti, impediscono che questi meccanismi automatici di stabilizzazione macroeconomica funzionino (Rossi, 2020).

L'Eurozona, essendo un'unione monetaria ma non fiscale, non sopporta l'accumulo di squilibri di competitività e nei primi anni l'euro ha esacerbato questi squilibri. La Germania, infatti, in questo primo periodo ha visto crescere la propria produttività, mentre nei Paesi periferici (Italia, Grecia, Spagna e Portogallo) è calata, motivo per cui negli anni Berlino accumula ampi avanzi di bilancia commerciale e delle partite correnti, a differenza dei Paesi periferici dove accade l'esatto contrario. Una situazione simile pre-euro si sarebbe risolta con il deprezzamento della valuta dei Paesi meno competitivi, ma questo non è potuto accadere (Seminerio, 2012).

---

<sup>31</sup> Fonte dati sito OECD, visitato in data 09/05/2022 <https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm>

Per quanto concerne l'Italia, grazie agli sforzi compiuti negli anni Novanta, il paese aveva ottenuto una blanda stabilizzazione del debito pubblico che sembrava aver intrapreso la strada riduzione sul rapporto debito/Pil dopo il picco toccato nel 1994, tramite un mix di avanzi primari e abbassamento della spesa per interessi (vedi tabella 8) che proseguirà per tutto il ventennio grazie all'euro (vedi immagine 3).

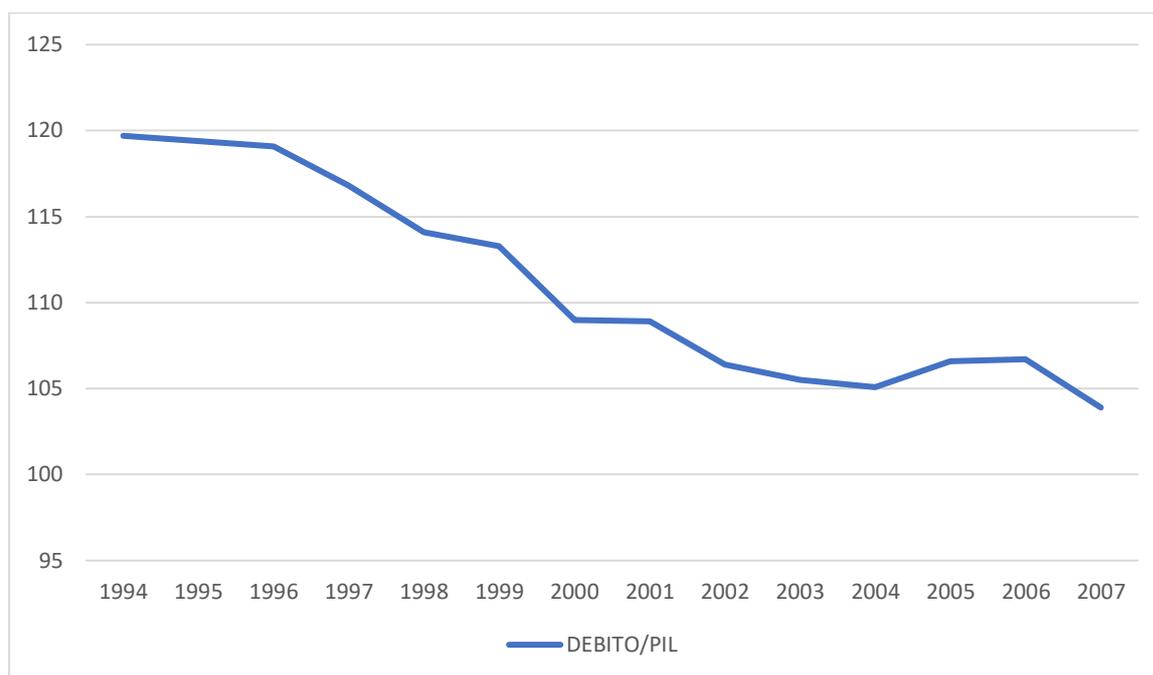
L'Italia, tuttavia, dal punto di vista della crescita, si sta fermando. Sono lontani i ritmi dei decenni antecedenti agli anni Ottanta: la crescita media reale del Pil tra il 2000 e il 2007 è del 1,45% (vedi grafico 23) e la produttività a prezzi costanti addirittura decresce (vedi immagine 3).

Nel 2001 le elezioni politiche partoriscono il secondo governo Berlusconi, il quale gode di una maggioranza solida e non vincolata ai veti dell'alleata Lega Nord come nella legislatura precedente. Il programma della campagna elettorale prevede una liberalizzazione, sburocratizzazione e detassazione dell'economia, necessaria alla modernizzazione del paese. Le aspettative, tuttavia, vengono deluse anche dalla classe imprenditoriale, che continua a soffrire la mancanza di competitività causata dal sistema-paese (Rossi, 2020). Anziché attuare riforme che diano slancio produttivo e competitività, il governo preferisce percorrere la strada più semplice, ovvero un abbassamento della pressione fiscale (vedi tabella 8) in un momento in cui i tassi d'interesse bassi associati ad avanzi primari cospicui avrebbero permesso una discesa del rapporto debito/Pil molto più repentina.

In questo periodo la fisionomia dei possessori del debito pubblico continua a mutare. Nel 2005 le famiglie possiedono ormai solamente il 13,66%, le banche italiane il 21,30%, le compagnie assicurative il 10,34%, le dismissioni nostrane sono compensate dagli investitori stranieri che arrivano a detenere il 53,31% del debito, incentivati anche da una riforma fiscale che estendeva l'esenzione sulla ritenuta ai non residenti, rendendo più appetibile l'investimento (Tedoldi e Volpi, 2021).

Nel 2006 torna al governo Prodi: l'avanzo primario torna a salire grazie ad un nuovo aumento della pressione fiscale ed il rapporto debito/Pil scende con maggior vigore. L'esperienza di Governo, però, è di breve durata e il Paese torna alle urne nel 2008, anno in cui a seguito dello scoppio della crisi mondiale i conti pubblici tornano a peggiorare. Nel corso di questo periodo l'inflazione in Italia, così come nel resto dell'Eurozona, mantiene livelli bassi e stabili, garantiti dall'imparzialità della BCE, confermandosi un problema archiviato.

Grafico 22: L'andamento del rapporto debito/Pil in % in Italia dal 1994 al 2007



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Tabella 8: L'avanzo primario, la spesa per interessi e la pressione fiscale in Italia dal 1994 al 2007

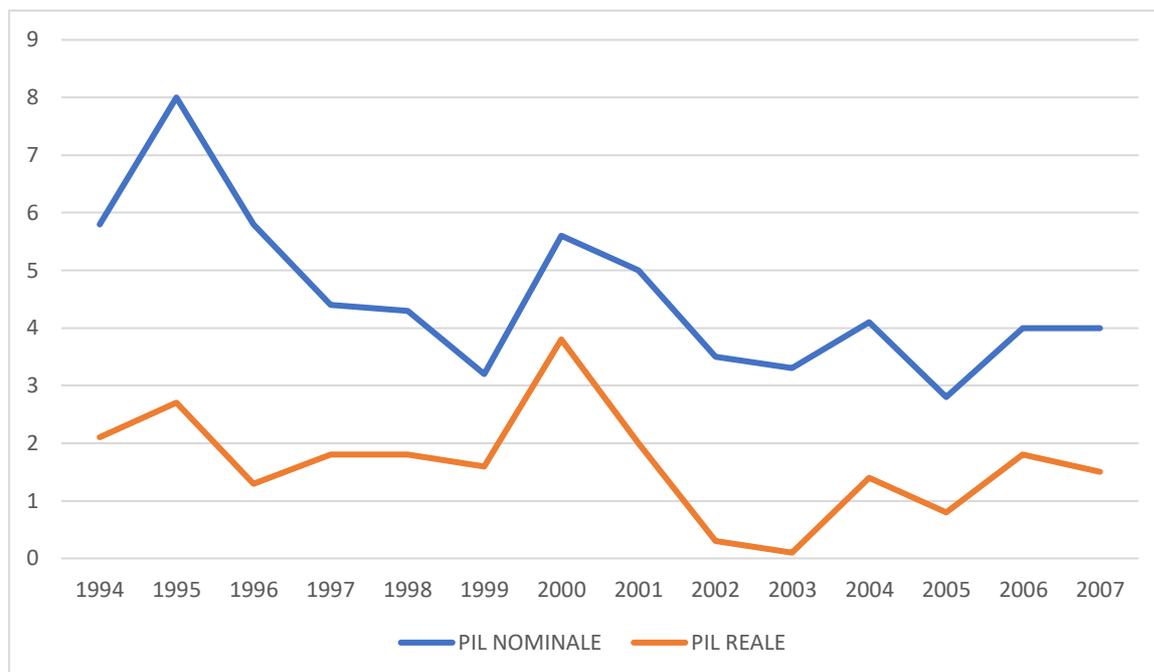
ANNO	AVANZO PRIMARIO*	SPESA PER INTERESSI*	PRESSIONE FISCALE DELLE A.P.*
1994	2,2	10,9	N.D.
1995	3,9	11,1	40,1
1996	4,4	11	40,6
1997	6,2	9,1	42,3
1998	4,9	7,8	41
1999	4,6	6,4	41,1
2000	3,7	6,1	40
2001	2,9	6,1	39,9
2002	2,6	5,4	39,6
2003	1,7	5	39,9
2004	1,1	4,6	39,2
2005	0,4	4,5	40,1

2006	0,8	4,4	41,1
2007	3,4	4,7	41,2

\*in % rispetto al Pil

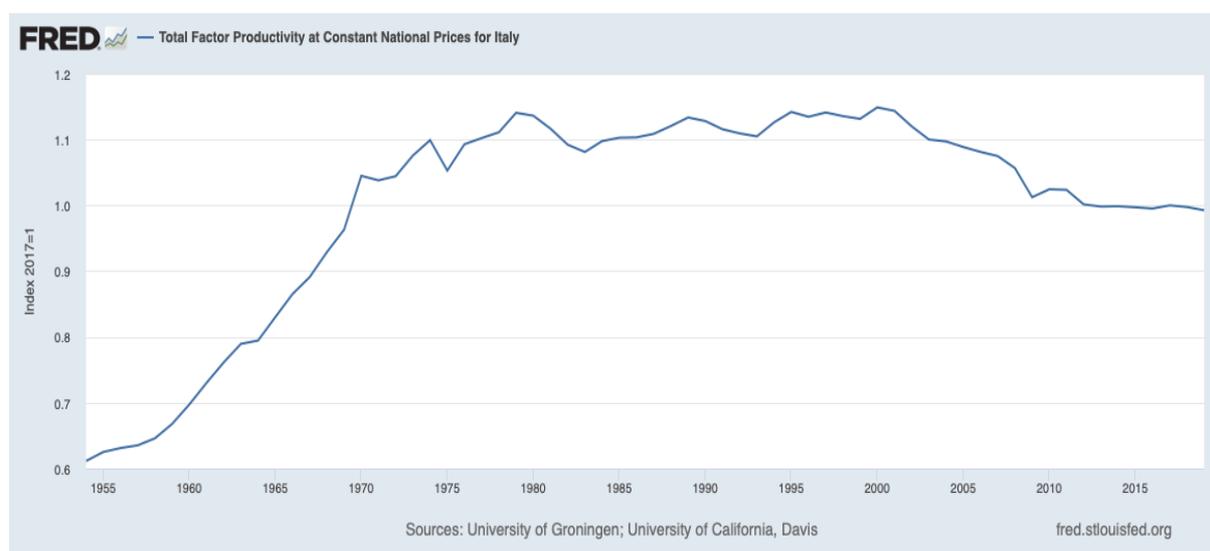
Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI) e dati Istat per pressione fiscale (<http://dati.istat.it/Index.aspx?QueryId=18469#>)

Grafico 23: L'andamento della variazione % annua del Pil nominale e del Pil reale in Italia dal 1994 al 2007



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Immagine 2: La crescita della produttività totale in Italia a prezzi costanti dal 1955 al 2016



Fonte: Federal Reserve Economic Data (FRED)  
(<https://fred.stlouisfed.org/series/RTFPNAITA632NRUG#>)

Immagine 3: Costi medi all'emissione dei titoli di Stato

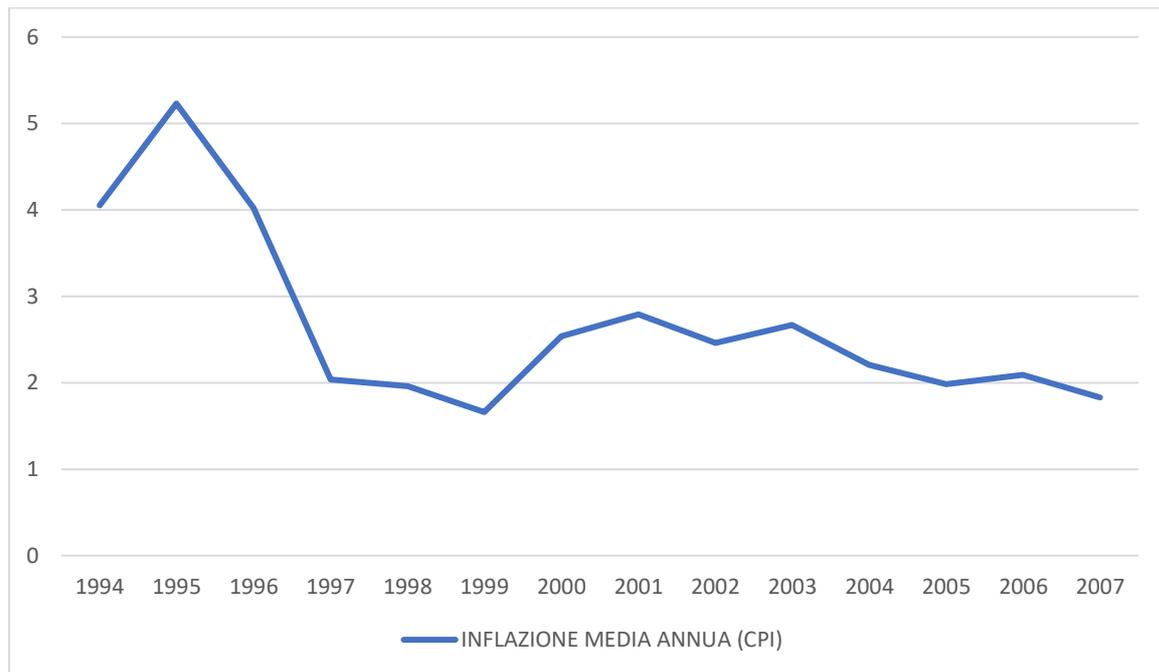


 [www.dt.mef.gov.it](http://www.dt.mef.gov.it)

Fonte: MEF<sup>32</sup>

<sup>32</sup> Immagine reperibile al link [https://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici/](https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/) consultato in data 07/03/2022

Grafico 24: L'andamento dell'inflazione in Italia dal 1994 al 2007



Fonte: Elaborazione propria dati Inflation.eu

### 3.2 GLI ANNI BUI (2008-2011)

Nel 2007 compaiono le prime avvisaglie di un imminente rallentamento dell'economia: negli USA, luogo natale della crisi, i prezzi delle case iniziano a diminuire dopo che dal 2000 erano più che raddoppiati, a cui si aggiunge il fatto che negli anni molti dei mutui ipotecari concessi per l'acquisto delle case erano stati erogati a persone prive di solidità finanziarie e patrimoniali; da lì a poco il valore dei mutui inizia a superare quello delle case, incentivando il debitore a diventare insolvente (Blanchard, Amighini e Giavazzi, 2020).

Nei quattro anni precedenti all'estate del 2007 le condizioni macroeconomiche apparivano floride. L'economia mondiale era in espansione, l'inflazione era moderata, la liquidità nei mercati dei capitali era abbondante e i rendimenti del settore finanziario erano alti. Da ciò ne conseguiva una redditività elevata, un aumento dei prezzi delle attività e una volatilità molto limitata nei mercati azionari, obbligazionari, del credito e dei cambi, con premi per il rischio molto contenuti.

Mentre l'economia continuava a crescere i mercati finanziari si innovavano, creando strumenti nuovi e atipici che permettessero loro di continuare ad avere alti rendimenti. Iniziava a dilagare così l'attività di cartolarizzazione di mutui, ovvero quando "le banche

riconfezionavano i prestiti, soprattutto i mutui ipotecari, per poi rivenderli, liberando così capitali da destinare a nuovi prestiti. Questo processo era ampiamente percepito come un'evoluzione positiva, in quanto consentiva una migliore e più vasta distribuzione del rischio. È probabile che ciò abbia incoraggiato l'assunzione di rischi non soltanto all'interno ma anche all'esterno del settore finanziario. In un contesto di liquidità abbondante, alcuni comparti dell'attività bancaria hanno cominciato a dipendere in misura significativa dalle cartolarizzazioni e dai finanziamenti ottenuti sul mercato monetario non garantito”.

Se da un lato quindi l'economia stava viaggiando a ritmi di crescita molto sostenuti, dall'altro gli economisti non si accorsero della nascita di questi squilibri, che esulavano dal classico caso in cui un eccessivo surriscaldamento dell'economia avrebbe portato alla piena occupazione e ad un contesto inflattivo. I dati su queste macro-variabili non destavano preoccupazioni, eppure si stavano accumulando scompensi macroeconomici consistenti su vari fronti: le attività di cartolarizzazione avevano generato una crescita smisurata dell'attività creditizia, che era finita per prestare soldi anche a persone prive di alcuna solidità finanziaria. Sul fronte commerciale alcuni Paesi (Giappone e Cina extra-EU ma soprattutto Germania nell'area-EU) avevano saldi ampiamente positivi, risparmiando in modo eccessivo; altri, di conseguenza, si indebitavano per finanziare investimenti o ancor peggio consumi, come nel caso dei Paesi dell'Europa meridionale. Queste situazioni non erano sostenibili nel lungo termine e sarebbe bastata una scintilla per innescare la crisi.

Alla fine essa scoppia nel mercato dei mutui ipotecari statunitense: l'economia americana inizia a surriscaldarsi e la Fed decide di aumentare i tassi d'interesse<sup>33</sup>, nel frattempo però le banche avevano elargito mutui di bassa qualità (cd *subprime*) a tassi variabili in modo indistinto ed indiscriminato. Ne consegue un repentino aumento delle inadempienze sia per incapacità finanziaria, sia perché intanto il mercato immobiliare inizia a crollare, portando il valore delle case al di sotto del valore dei mutui incentivando i debitori all'insolvenza. Nel mentre, come spiegato prima, le banche avevano cartolarizzato questi stessi mutui, cedendoli ad altre banche o investitori (Discorso di Lorenzo Bini Smaghi, Membro del Comitato esecutivo della BCE Associazione Pianificatori Bancari. Firenze, 16 ottobre 2009).

---

<sup>33</sup> Il tasso d'interesse effettivo applicato dalla Fed cresce da circa l'1% del 2004 fino a superare il 5% nel 2006 (Fonte: <https://fred.stlouisfed.org/series/DFE> consultato in data 15/05/2022)

La crisi sarebbe stata quindi contingentata se le banche non avessero rimpacchettato questi mutui, creando nuovi strumenti finanziari da vendere ad altre banche o investitori che a loro volta avrebbero rimpacchettato ulteriormente e poi venduto ad altri istituti finanziari e così via, rendendo di fatto impossibile una corretta valutazione degli strumenti iscritti nei loro bilanci. Le banche, non potendo valutare la qualità delle attività detenute dalle altre banche, iniziano così a non prestarsi più soldi a vicenda, creando quello che in gergo tecnico è definito *credit crunch*, ovvero una stretta creditizia a fronte per altro di una situazione di aumento della domanda.

La crisi finanziaria si trasforma velocemente in crisi economica, con i prezzi delle azioni che crollano, i consumi che si riducono drasticamente, le imprese che tagliano gli investimenti, le costruzioni immobiliari che si azzerano e così via, creando un circolo vizioso che si avvia sempre più (Blanchard, Amighini e Giavazzi, 2020).

Nell'autunno del 2008 il sistema finanziario si trova sull'orlo del tracollo dopo il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre. Il fallimento di una delle maggiori banche americane crea un effetto domino su tutto il sistema finanziario mondiale, sia per l'importanza storica dell'istituto in sé che per le esposizioni che le banche di tutto il mondo avevano nei loro confronti.

La crisi di liquidità diventa presto una crisi di solvibilità che minaccia la stabilità dell'intero sistema economico occidentale. Intervengono così governi con linee di credito a favore degli istituti insolventi, che in molti casi sono poi sottoposti a vendita e fusioni con partner più solidi. Nel contesto dell'UE le azioni da intraprendere vengono portate dal vertice di emergenza convocato a Parigi nell'ottobre del 2008, dove i governi decidono di attuare misure di sostegno coordinate per allentare la pressione sui sistemi bancari. Tali misure vanno ad aggiungersi alle iniezioni di liquidità effettuate dalla BCE a partire dall'estate del 2007 e prevedono garanzie sulle passività bancarie, trasferimento delle cd 'attività tossiche' dai bilanci, oltreché la possibilità dei governi di ricapitalizzare gli istituti finanziari diluendo il valore della quota degli azionisti, arrivando anche al punto di diventare azionisti di maggioranza.

Questi interventi sono riusciti ad evitare il collasso del sistema finanziario, riducendo il rischio di insolvenza delle banche percepito dal mercato. Per qualche tempo, però, gli ampi differenziali dei mercati monetari interbancari, i premi elevati sui *credit default*

*swap*<sup>34</sup> delle banche e il basso prezzo delle azioni in borsa del settore bancario hanno rispecchiato il pessimismo degli investitori sul settore bancario (Discorso di Lorenzo Bini Smaghi, Membro del Comitato esecutivo della BCE, Associazione Pianificatori Bancari. Firenze, 16 ottobre 2009).

La crisi americana contagia rapidamente gli altri continenti, in particolare quello europeo, attraverso due canali: il commercio internazionale e la finanza. Nel primo caso una riduzione dei consumi da parte degli americani – da decenni con una bilancia commerciale negativa che li rende importatori netti - causa una contrazione delle esportazioni e di conseguenza delle produzioni; nel secondo le banche americane, che avevano estrema necessità di liquidità, decidono di rimpatriare i fondi detenuti all'estero. Questo deflusso di liquidità porta alle banche europee una difficoltà nel finanziare i prestiti di cui le imprese avevano bisogno in questo momento di contrazione economica. Ne consegue così un calo dei consumi e a sua volta della produzione, che innesca un circolo vizioso analogo a quello americano che solo una politica fiscale e monetaria espansiva avrebbe potuto limitare. Entrambe, tuttavia, non furono attuate in modo repentino ed efficiente. La prima dipendeva da Stato a Stato e molti paesi europei, che avevano accumulato già un elevato debito pubblico, si trovano così impossibilitati a sostenere la crescita attraverso politiche fiscali espansive. Anzi, questi sono costretti addirittura a politiche fiscali restrittive data la mancanza di fiducia degli investitori nella capacità di rifinanziare il debito pubblico, costringendo i paesi a pagare tassi d'interesse più alti. Per la politica monetaria, invece, si impiegano diversi anni per arrivare a misure di sostegno forti a causa delle opposizioni da parte dei paesi cd *frugali*, restii all'acquisto di titoli di Stato da parte della BCE. In questo modo la crisi in Europa si aggrava, a differenza dell'America dove andava risolvendosi, creando una crisi a sé stante: quella dell'euro dei debiti pubblici (Blanchard, Amighini e Giavazzi, 2020).

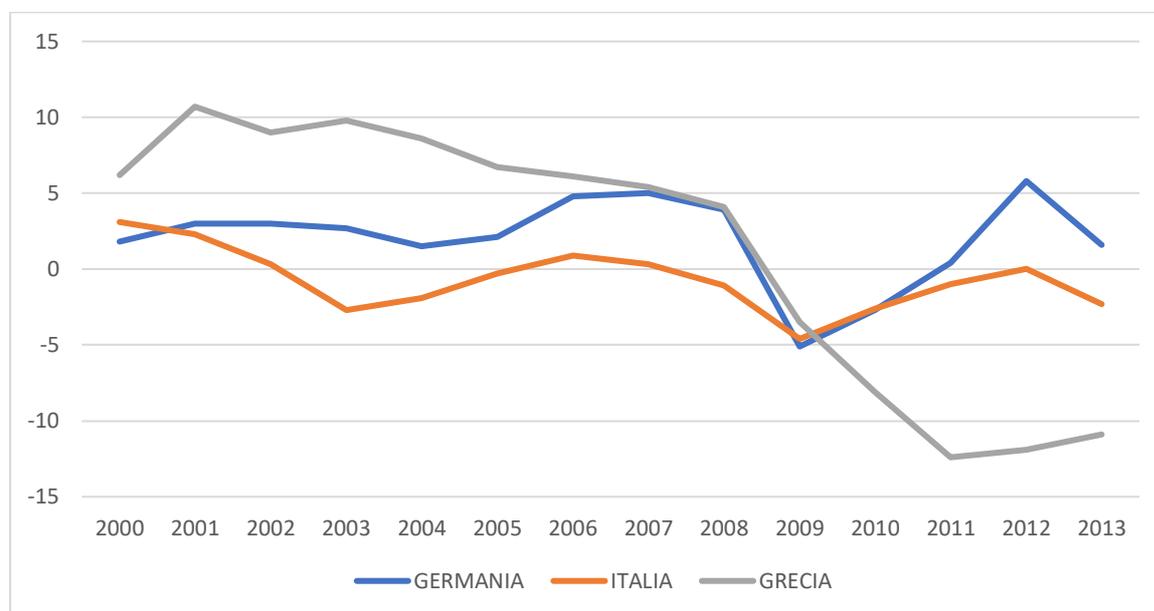
L'avvento dell'euro ha portato con sé diverse conseguenze, tra cui l'appaiarsi dei tassi d'interesse pagati dai paesi sul debito pubblico. Quelli a breve termine, in partenza, erano addirittura uguali dal momento in cui una differenza sarebbe stata motivata solo

---

<sup>34</sup> “Il credit default swap (CDS) è un contratto con il quale il detentore di un credito (protection buyer) si impegna a pagare una somma fissa periodica, in genere espressa in basis point rispetto a un capitale nozionale, a favore della controparte (protection seller) che, di converso, si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di default futuro ed incerto (credit event)” Fonte: Borsaitaliana.it indirizzo internet <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/credit-default-swap.html> consultato in data 16/05/2022

dall'incertezza sui tassi di cambio e sulle valute nazionali; quelli a lungo termine invece restano diversi, giustificati dal diverso grado di rischio del singolo debitore, cioè dalla valutazione data dai creditori sulla sostenibilità dei vari debiti pubblici (Rossi, 2020). Basti pensare che il 18 febbraio del 2005 il Bund decennale tedesco<sup>35</sup> rendeva il 3,66% mentre l'equivalente greco il 3,75%, lo *spread* tra i due titoli era di soli 9 punti base. Eppure questa situazione altro non era che un grande abbaglio preso dai mercati, che percepivano tutti i Paesi dell'Eurozona ugualmente meritevoli di credito. Essa, però, è sì un'unione monetaria, ma non fiscale: questa costruzione quindi, come spiegato prima, non sopporta l'accumulo di squilibri di competitività (Seminerio, 2012). Durante questo periodo la Germania ha registrato un aumento della produttività mentre i Paesi periferici ne hanno visto erodere la propria (vedi grafico 25). La conseguenza è che Berlino ottiene così ampi avanzi di bilancia commerciale e delle partite correnti, a differenza degli altri Paesi, dove accade l'opposto. In una situazione con i cambi fluttuanti il problema si sarebbe risolto con un deprezzamento della valuta dei Paesi meno competitivi, ma nell'area-EU non è stato possibile.

Grafico 25: L'andamento della produttività reale del lavoro per persona in Italia, Germania e Grecia dal 2000 al 2013



Fonte: Eurostat<sup>36</sup>

<sup>35</sup> L'equivalente del BTP decennale italiano. Si sente spesso parlare di *spread* tra BTP e BUND, lo *spread* è la differenza di rendimento tra i due titoli calcolato in punti base.

<sup>36</sup> Indirizzo internet <https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupDownloads.do> consultato in data 19/05/2022

Le banche dell'area EU hanno così iniziato ad investire in modo indistinto in tutti i Paesi della zona, convinte che i rischi fossero nulli poiché si considerava il gruppo di Stati come un unico palcoscenico. Si è finiti così per alimentare enormi flussi di denaro negli Stati periferici, incrementando al tempo stesso il debito pubblico di un Paese che spendeva male le proprie risorse e finanziando quegli stessi deficit che poi hanno causato la crisi dei debiti sovrani (Seminerio, 2012).

Quest'ultima, scoppiata nel 2010/2011, è un esempio di shock asimmetrico all'interno di un'area a valuta comune; in quel periodo infatti c'erano Paesi virtuosi come Germania, Francia e Olanda e Paesi con un quadro macroeconomico dissestato come Portogallo, Italia, Grecia e Spagna (battezzati dalla stampa con l'acronimo *PIGS* ovvero 'maiali' per le condizioni economiche in cui versavano). Questa situazione non avrebbe comunque potuto portare ad una rottura dell'euro come accaduto con lo SME perché il sistema a valuta comune non impone alla banca centrale di difendere il tasso di cambio. L'euro, infatti, è libero di essere scambiato nei confronti di altre valute ed è in una situazione di debolezza che tende a deprezzarsi. In generale, può crollare solo in caso di volontà politica (Trevisan, 2021).

L'origine della crisi non sta quindi solamente nei conti pubblici, che tuttavia hanno aggravato la situazione, ma anche nel deficit delle partite correnti con il denaro estero, che andava a sostenere consumi e mercato immobiliare favorendo bolle speculative come nel caso della Spagna.

La risposta europea a questa crisi è stata l'*austerità* sui conti pubblici, figlia della dottrina tedesca e dei paesi frugali. È utile però osservare come essa abbia prodotto effetti contrastanti. Per analizzarli occorre rifarsi al concetto di moltiplicatore fiscale.<sup>37</sup>

#### Equazione 5: Moltiplicatore fiscale

$$\text{Moltiplicatore} = (1 - \text{fiducia}) / [1 + (\text{politica monetaria}) + (\text{competitività}) - (\text{vincolo finanziario})]$$

(Semerio, 2012, pag. 42)

Per 'fiducia', in questo caso, è da intendersi il possibile aumento di consumi ed investimenti da parte dei contribuenti che, assistendo ad un risanamento dei conti

---

<sup>37</sup> "Il moltiplicatore fiscale esprime quanto il Pil di un Paese varia in seguito a correzioni più o meno grandi dei suoi conti pubblici" (Seminerio, 2012, pag. 41).

pubblici, potrebbero convincersi a spendere di più per investimenti e consumi oggi, date le ipotetiche inferiori tasse future. Per 'politica monetaria' ci si riferisce invece alla politica monetaria accomodante che dovrebbe controbilanciare la stretta fiscale. Con 'competitività' si intendono i benefici derivanti dall'abbassamento dei prezzi interni, dovuto alla stretta fiscale, e il conseguente miglioramento della bilancia commerciale. Il 'vincolo finanziario', infine, indica la proporzione di famiglie che sono vincolate in termini di liquidità e di accesso al credito, ovvero le famiglie che dispongono di denaro sufficiente per sostenere i propri consumi (tramite risparmi o indebitamento).

Elencati e spiegati i termini, appare sin da subito evidente come, indipendentemente dagli altri, sia l'ultimo il termine che rende il moltiplicatore più alto. La crisi del 2011, infatti, deriva dall'eccessivo indebitamento in cui, non solo gli Stati, ma tutti gli attori economici (banche in primis, ma anche famiglie e aziende) tentano di ridurre simultaneamente il proprio indebitamento. Questo significa che in un momento in cui vi sarebbe bisogno di facilità nell'accesso al credito accade l'opposto, anche perché i tassi d'interesse ufficiali erano già bassi dalla crisi del 2008, riducendo quindi il margine di manovra. A ciò si aggiunge il fatto che, come vedremo tra poco, il *quantitative easing*, ovvero l'estrema *ratio*, verrà disposto dalla BCE solo nel 2015 (Seminerio, 2012).

Per capire e provare in modo matematico come l'*austerità* abbia avvilito la situazione, anziché scioglierla, è necessario passare per il modello dei 'saldi finanziari settoriali'.

Una teoria che mette in relazione risparmi e spesa (saldo di bilancio) dei tre grandi settori dell'economia: pubblico, privato e commercio estero.

Partendo dall'identità contabile del Pil già spiegata nel cap. 1

$$Y = C + G + I + NX$$

Spostando a sinistra C e I si ottiene inizialmente il risparmio nazionale, che diventa surplus finanziario del settore privato una volta detratti anche gli investimenti.

L'equazione diventa quindi:

$$S - I = G + NX$$

(dove S è dato da  $Y - C$ )

Essa mostra che la variazione di risparmi privati in un dato periodo è uguale al saldo di bilancio pubblico, più il saldo della bilancia commerciale nel medesimo arco temporale.

Da qui è facile intuire che se nello stesso periodo concorrono un deficit nel commercio estero e un avanzo di bilancio, ne conseguirà una perdita netta di risparmio del settore privato. La situazione dei paesi periferici dell'Eurozona era proprio questa: debito

elevato e conseguente avanzo di bilancio ( $G$  è negativo) imposto dalle regole europee e bilancia commerciale in rosso a causa della scarsa competitività delle esportazioni e dell'impossibilità di svalutare la propria moneta. Da una situazione tale ne consegue un calo del risparmio privato: le famiglie spendono più che in passato e accantonano meno denaro. Di fronte a questa situazione, vedendo calare le quote destinate al risparmio, esse tagliano di più i consumi. In questo modo, però, la domanda aggregata diminuisce, così come l'attività economica e di conseguenza anche i risparmi. Si è di fronte al 'paradosso del risparmio', ovvero quando i risparmi totali del sistema economico diminuiscono, sebbene i singoli cerchino di aumentare i risparmi. Al calo dei consumi consegue infatti un aumento di fallimenti e crisi aziendali che provocano un calo del Pil, un peggioramento del rapporto deficit/Pil e un aumento della disoccupazione. È possibile quindi affermare che l'austerità, in assenza di un saldo commerciale positivo (è bene sottolineare questo aspetto, perché limitarsi a dire che l'austerità sia controproducente potrebbe essere fuorviante), tende a produrre circoli viziosi. Per compensare la contrazione sui conti pubblici e mantenere in attivo il risparmio privato è necessaria una bilancia commerciale positiva, ma tenendo conto che le esportazioni equivalgono alle importazioni è impossibile assistere ad un mondo composto di soli Paesi esportatori (Seminerio, 2012).

L'economia tedesca, pur avendo un avanzo di partite correnti nella bilancia dei pagamenti molto elevato, non viola alcun trattato dell'UE. Dal 2011 vi è una procedura relativa agli squilibri economici che individua un tetto massimo per l'avanzo con l'estero, ma si tratta di un tetto indicativo che prevede elementi discrezionali e margini di valutazione più estesi rispetto a quelli sulle regole fiscali. Sebbene non costituiscano una violazione dei trattati e quindi non siano soggette a procedure d'infrazione, elevati avanzi di partite correnti ostacolano la stabilità economica europea, perché a tali avanzi corrispondono dei disavanzi. I Paesi in deficit commerciale, inoltre, possono essere percepiti come rischiosi dai mercati, poiché un deficit commerciale alto e protratto nel tempo rende sempre più appetibile l'uscita dall'euro e l'adozione di una propria moneta che, se svalutata, possa dare competitività alle merci nazionali. È per questo che negli ultimi anni la Germania è stata invitata tramite le Country-Specific Recommendations della Commissione ad aumentare la domanda interna, anche tramite investimenti pubblici, al fine di favorire le importazioni ed esportare così un po' di crescita, riducendo gli avanzi commerciali; inoltre un aumento della domanda interna porterebbe ad un

incremento dell'inflazione che toglierebbe competitività alle merci tedesche favorendo le altre (Bernardini, 2018).

Gli squilibri che hanno portato l'Eurozona alla crisi dei debiti sovrani non riguardano quindi unicamente i conti pubblici, ma anche i saldi commerciali. Questi, anzi, incidono addirittura alimentando i deficit dei Paesi periferici.

Gli squilibri commerciali sono figli di disuguaglianze fiscali – tant'è che l'Eurozona resta tuttora un'unione monetaria, ma non fiscale, e le politiche fiscali restano in capo ai singoli Stati membri - ma soprattutto competitive, vi sono Paesi in cui il sistema-paese<sup>38</sup> funziona molto meglio di altri. Nel 2011 la Germania registra un surplus delle partite correnti del 5,7% del Pil, addirittura superiore al 5,2% cinese (Seminerio, 2012, pag. 56). Il surplus delle partite correnti è un eccesso di risparmi sugli investimenti domestici, un avanzo che verrà utilizzato in parte nell'acquisizione di attività estere. Dal momento in cui si creano fondi nel commercio con l'estero, questi potranno essere impiegati al di fuori del proprio Paese (aumentando gli 'investimenti netti sull'estero', chiamata anche 'posizione finanziari netta'). Accade così che i cinesi utilizzino il proprio surplus per comprare titoli di Stato americani, mentre i tedeschi ne usufruiscono per comprare titoli di Stato dei Paesi europei (evitando il rischio di cambio) in deficit commerciale. Questo meccanismo ha difatti alimentato i deficit spropositati dei Paesi periferici, fino al punto di far scoppiare la crisi (Seminerio, 2012).

Per risolvere questi squilibri sarebbe necessario che la Germania esportasse di meno o importasse di più. In alternativa, accantonata l'ipotesi della svalutazione delle singole monete, le soluzioni potrebbero essere due: una deflazione interna (con i contro spiegati nel capitolo 1 che ne conseguono) che renda più competitive le merci dei paesi in deficit commerciale o una flessione relativa, ovvero un aumento dell'inflazione interna dei paesi in deficit più contenuto rispetto al tasso di inflazione dei paesi in surplus (Seminerio, 2012).

Le risposte alle crisi del 2008 e del 2011 da parte della BCE sono state più lente e meno repentine rispetto a quelle della Fed, anche a causa delle resistenze interne opposte dai singoli paesi che avevano esigenze diverse capeggiati dalla Germania. Mentre la Fed

---

<sup>38</sup> "L'insieme delle componenti istituzionali, politiche, imprenditoriali, culturali e sociali che concorrono allo sviluppo della nazione italiana" Vocabolario Treccani, definizione presa da internet all'indirizzo [https://www.treccani.it/vocabolario/sistema-italia\\_%28Neologismi%29/](https://www.treccani.it/vocabolario/sistema-italia_%28Neologismi%29/) consultato in data 19/05/2022

attua sin da subito tre *quantitative easing*, conducendo l'economia americana fuori dalla crisi già dal 2009/2010, la BCE effettua due LTRO (*long term refinancing operation*) cioè operazioni di mercato aperto di lungo periodo (tre anni) in cui venivano acquistati titoli di Stato con l'impegno di rivenderli ad una certa data futura già fissata.

Tra gli interventi più importanti di politica monetaria attuati dalla BCE troviamo:

- Il *Securities Markets Program* (SMP): lanciato nel maggio del 2010, il programma prevedeva l'acquisto di titoli di Stato dei Paesi europei. Per sterilizzarne l'impatto, però, esso effettua operazioni di mercato aperto di segno opposto. Nel complesso il programma ha portato all'acquisto di 200 mld di titoli di Stato.

- *LTRO1*: lanciato nel dicembre del 2011, consiste in operazioni di rifinanziamento a lungo termine (tre anni), al tasso d'interessi REFI dell'1%. LTRO1 ha portato al prestito di 489 mld a 523 banche.

- *LTRO*: lanciato nel febbraio del 2012, analogo al precedente, presta 530 mld a 800 banche.

- *L'Outright Monetary Transactions* (OMT): lanciato nel settembre del 2012, sostituisce il Securities Market Program e prevede l'acquisto di titoli di Stato nel mercato secondario in quantità illimitate, a patto che questo Stato si sottoponga ad un rigido programma di riforme e restrizioni fiscali. Sebbene questo strumento non sia mai stato utilizzato da alcun Paese, il solo annuncio ha causato un abbassamento dello spread sui titoli di Stato italiani e spagnoli con quelli tedeschi di 100 punti.

Solamente nel 2015 la BCE ha annunciato un QE che prevede l'acquisto di 60 mld di euro al mese fino a quando non si sarebbe sconfitta la deflazione, con dei limiti: non più del 25% di ogni emissione, non più del 33% del debito dell'emittente, in caso di perdita solo il 20% è in capo al BCE, l'80% è a carico delle banche nazionali, i titoli acquistati devono avere un rating<sup>39</sup> minimo.

Nel dicembre del 2017 la BCE ha esteso il QE fino a settembre del 2018, effettuando una riduzione *in tantum* della quantità di titoli acquistati che passa da 60 a 30 mld (Trevisan, 2021).

È interessante sottolineare come il SMP e l'OMT non cambino l'offerta di moneta. La BCE, infatti, sterilizza l'impatto del primo, mentre il secondo è e resterà solo un annuncio. Essi in ogni caso impattano ugualmente sui mercati finanziari, riducendo la

---

<sup>39</sup> Il 'rating' rappresenta la valutazione del merito di credito ed esprime l'affidabilità del titolo emesso dal debitore.

pendenza della curva dei rendimenti<sup>40</sup> e creando aspettative di tassi d'interesse più bassi in futuro; pertanto, sono due politiche monetarie espansive al pari degli LTRO 1 e 2 (Trevisan, 2021).

L'Italia da questo turbinio di vicende ne esce malconcia. L'andamento economico è claudicante da causa dell'affannosa rincorsa che permette di aderire all'Euro sin dalla sua nascita e le crisi rendono cronica la situazione dal punto di vista del debito pubblico e della crescita del Pil.

Sul fronte politico, dopo il lassismo fiscale del Berlusconi ter, torna ad esserci più rigore con il governo Prodi che produce deficit più contenuti e avanzi primari più sostenuti. Il governo di centrosinistra, però, dura poco e il Paese finisce nuovamente alle urne che nella primavera del 2008 portano alla nascita del Berlusconi quarter.

Da lì a poco l'Italia, come il resto dell'Europa, viene contagiata dalla crisi scoppiata in America con il disavanzo che passa dal -1,34% del 2007 al -5,12% del 2009 e il Pil reale che crolla del -5,3% nel 2009, facendo balzare il rapporto debito/Pil dal 106,2% del 2008 al 119,2% del 2010 (vedi grafico 26). Nell'oltreoceano invece, già nel 2009, l'economia rimbalza tornando a crescere, mentre in Europa la ripresa stenta a decollare e gli squilibri interni dell'Eurozona (spiegati in precedenza nel capitolo) costituiscono terreno fertile per lo scoppio di un'altra crisi, quella dei debiti sovrani che questa volta vede l'Italia come incubatore.

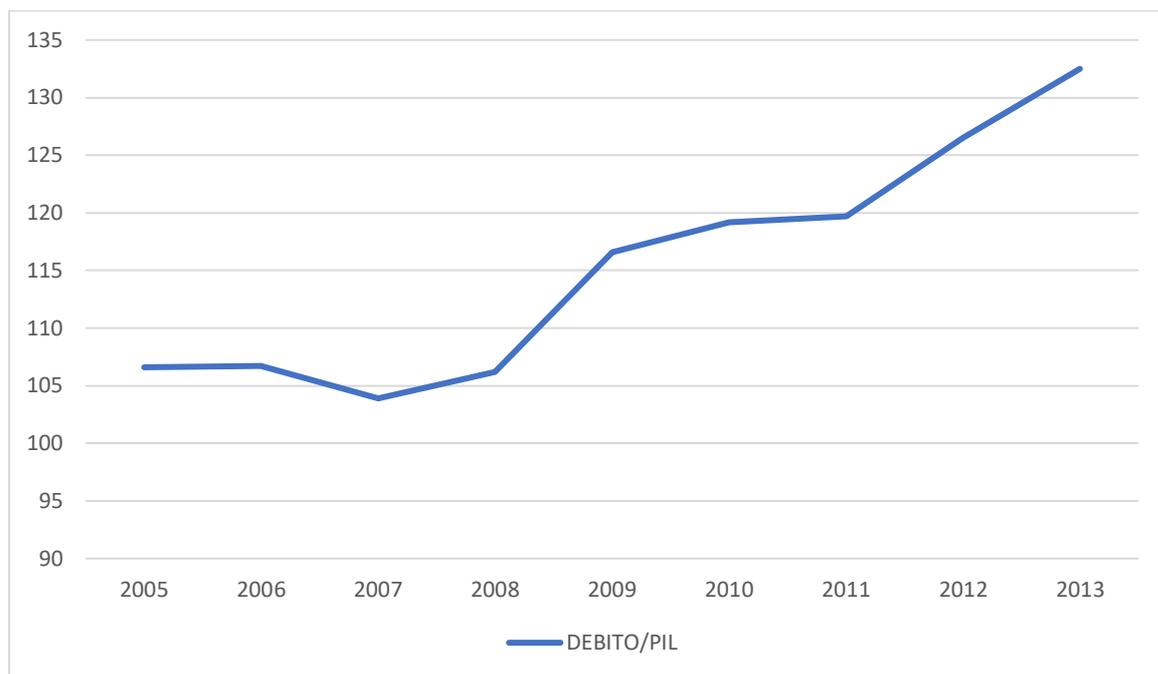
Quando si scopre la truffa greca sui conti pubblici gli investitori iniziano a dubitare sulla tenuta della moneta unica e sulla solidità finanziaria dei conti pubblici. Il problema si estende velocemente ai Paesi più deboli tra cui l'Italia appunto, dove viene meno la fiducia degli investitori nello Stato italiano di poter risanare la situazione. Di conseguenza inizia una vendita massiccia di titoli di Stato nostrani che fa schizzare lo spread tra i BUND tedeschi e i BTP italiani a quasi 600 punti base. Ciò significa che, preso la Germania come la nazione a rischio-zero, il mercato richiedeva ben il 6% in più di tasso d'interesse per il rischio di fallimento intrinseco nell'Italia (è bene ricordare come lo spread fosse diventato quasi nullo tra i vari Paesi dell'Eurozona fino a poco prima del 2007).

---

<sup>40</sup> La 'curva dei rendimenti' è la rappresentazione grafica che associa ad ogni scadenza di un titolo il suo rendimento, sono tutti titoli valutati in uno stesso istante ma con scadenze diverse, la banca centrale controlla solo i tassi a breve termine, quelli a medio-lungo termine si muovono indirettamente in base all'effetto indiretto che le decisioni di politica monetaria hanno sulle aspettative dei mercati finanziari (Trevisan, 2021)

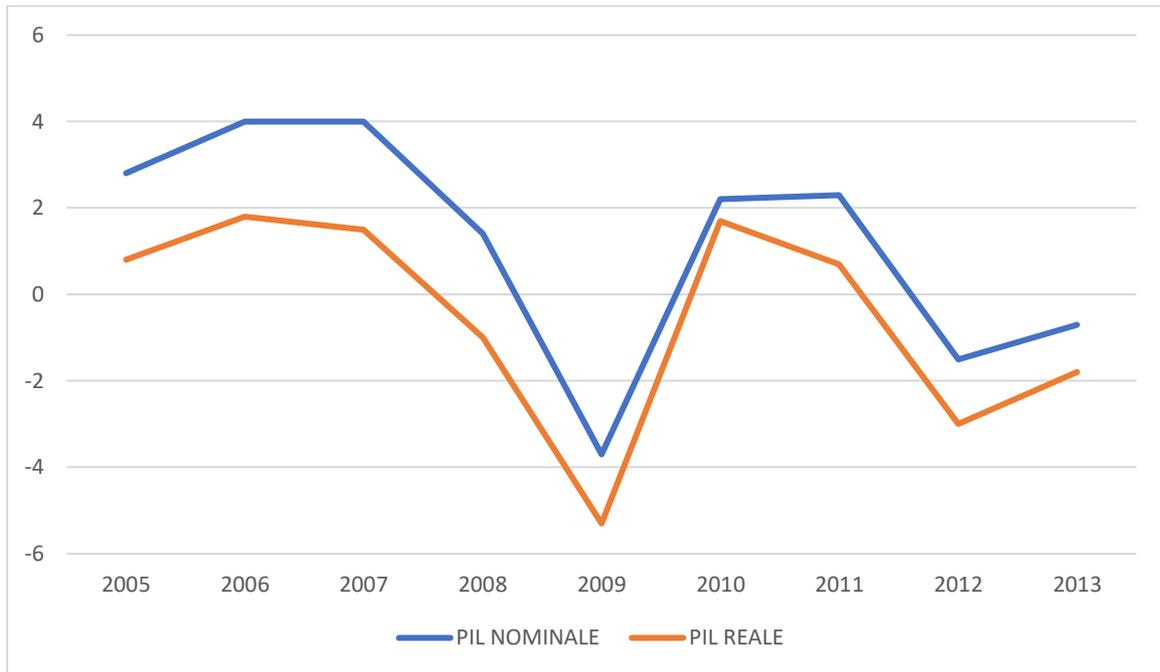
La situazione è insostenibile: crolla il governo Berlusconi e sale al colle un governo tecnico guidato da Monti, che compie una serie di riforme che permettono di ridurre la spesa corrente tra cui l'introduzione della tassa sulla prima casa e la riforma del sistema pensionistico. È così che nel 2013 la crisi si può considerare archiviata con lo spread che scende a quota 260 punti anche grazie al celebre "whatever it takes" pronunciato dall'allora presidente della BCE Mario Draghi (Rossi, 2019).

Grafico 26: L'andamento del rapporto debito/Pil in % in Italia dal 2005 al 2013



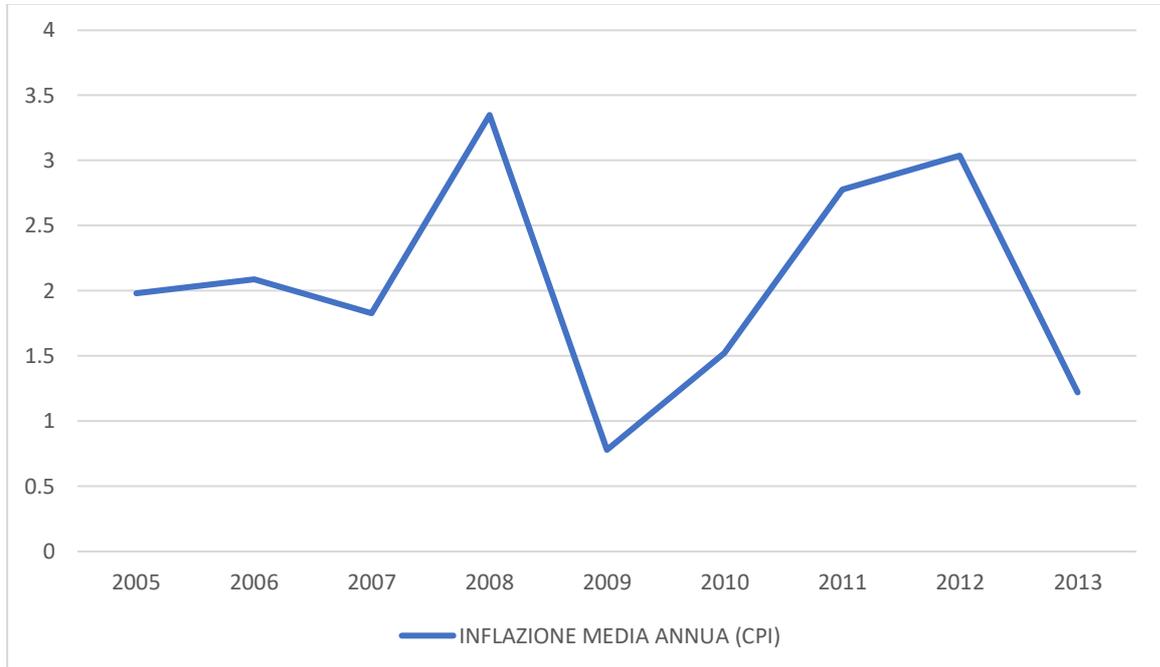
Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 27: L'andamento della variazione % annua del Pil nominale e del Pil reale in Italia dal 2005 al 2013



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 28: L'andamento dell'inflazione in Italia dal 2005 al 2013



Fonte: Elaborazione propria dati Inflation.eu

### 3.3 UN DECENNIO DI TRISTE IMMOBILITA' (2012-2019)

Superate le due crisi l'Italia vive una situazione di stabilità fino allo scoppio della pandemia da COVID-19. Non ci sono stravolgimenti macroeconomici, né positivi né negativi, con una situazione che resta grave e non dà segnali di miglioramento.

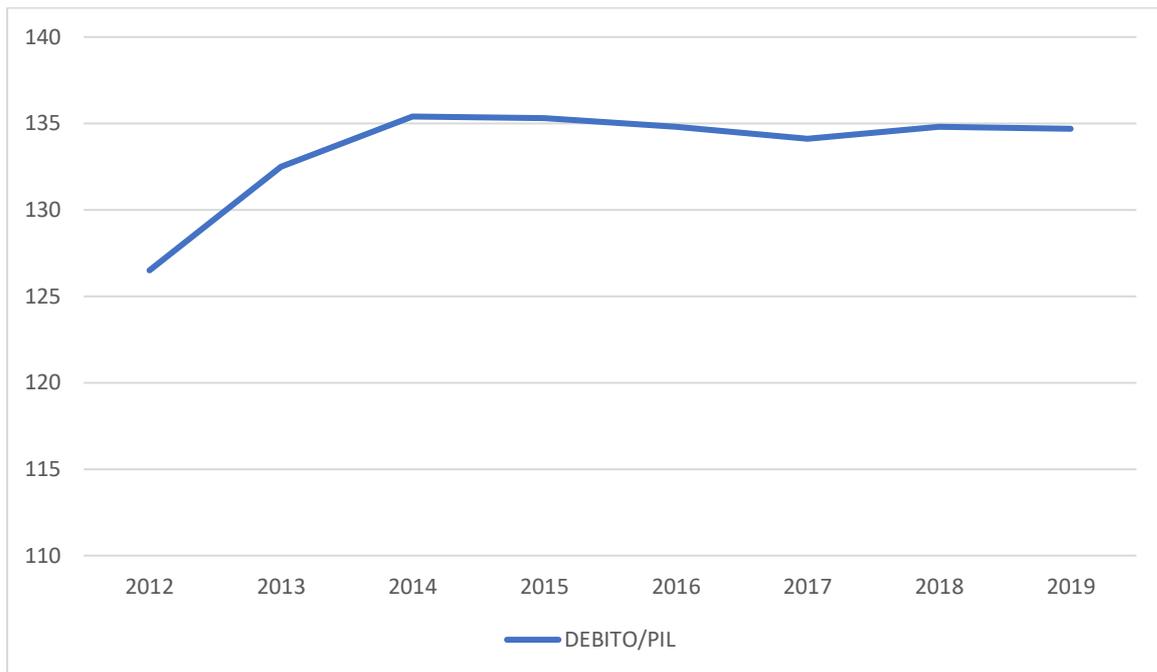
Al governo tecnico guidato da Mario Monti seguono tre governi politici di centro-sinistra con a capo in ordine Enrico Letta, Matteo Renzi e Paolo Gentiloni, con il secondo che tenta in modo più marcato di intraprendere un'azione riformatrice del Paese, che si incaglia nella bocciatura del referendum costituzionale del 2016, apportando comunque un cambiamento significativo nel mercato del lavoro con il *Jobs Act*.

La politica di bilancio dal 2014 al 2017 viene per altro influenzata dalle 'clausole di salvaguardia' che prevedono aumenti di imposte e tagli alle agevolazioni al fine di reperire una quantità crescente di risorse che garantissero stabilità finanziaria al Paese (Tedoldi e Volpi, 2021).

In Europa si faceva strada una dottrina più flessibile dal punto di vista del bilancio, a cui si associava una politica monetaria espansiva determinata dal *Quantitative easing*. Il suo fine però non è tanto quello di supportare i bilanci pubblici, bensì di sventare il rischio deflattivo che nel frattempo si sta facendo sempre più marcato in Europa (vedi grafico 31.). Nel mentre in Italia si allenta leggermente la stretta fiscale riducendo gli avanzi primari anche grazie alla concomitante riduzione della spesa per interessi (vedi tabella 9). Nonostante ciò la crescita non decolla. Di certo c'è un miglioramento, ma stenta a raggiungere ritmi sostenuti e alle prime difficoltà torna a frenare. Questa situazione favorisce una stabilizzazione del rapporto debito/Pil che rimane stabile attorno a quota 135%.

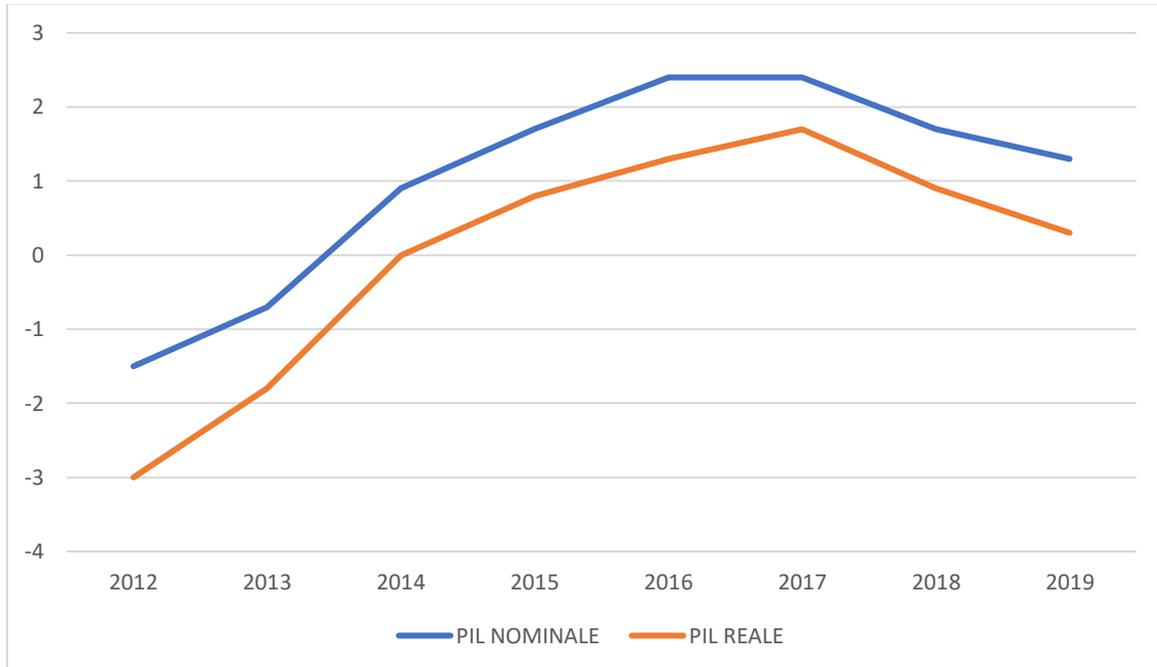
Un sussulto politico lo si ha nel 2019 con l'elezione del governo giallo-verde (M5S e Lega) i cui orientamenti politici populistici, sovranisti e antieuropeisti portano ad una serie di tensioni con la Commissione Juncker, in particolare per la riforma del Fondo salva-Stati. Le frizioni conducono ad una nuova impennata dello *spread*, passato da 183 punti base a 334 e portando un sovraccosto per interessi di quasi cinque miliardi (Tedoldi e Volpi, 2021).

Grafico 29: L'andamento del rapporto debito/Pil in % in Italia dal 2012 al 2019



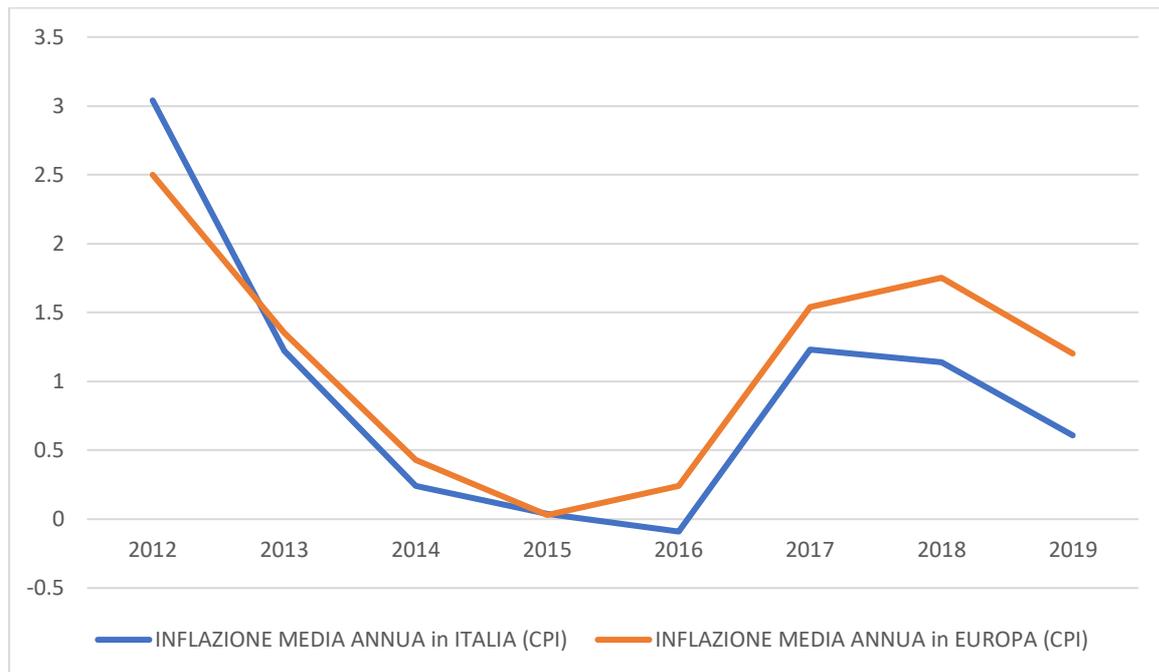
Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 30: L'andamento della variazione annua in % di Pil nominale e Pil reale in Italia dal 2012 al 2019



Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

Grafico 31: L'andamento dell'inflazione in Italia e in Europa dal 2012 al 2019



Fonte: Elaborazione propria dati Inflation.eu

Tabella 9: Il deficit, l'avanzo primario e la spesa per interessi in Italia dal 2012 al 2019

ANNO	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
DEFICIT*	2,95	2,85	2,95	2,55	2,42	2,43	2,17	1,60
AVANZO PRIMARIO*	2,2	2	1,6	1,6	1,5	1,3	1,5	1,8
SPESA PER INTERESSI*	5,2	4,8	4,6	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4

\*in % rispetto al Pil

Fonte: Elaborazione propria dati Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI)

## CONCLUSIONI

Il capitolo mostra come l'adesione all'Eurozona abbia portato ad un calo drastico degli interessi pagati sul debito, ma, al tempo stesso, ad allentare la stretta sui conti pubblici rendendo il Paese più vulnerabile alle due crisi del 2008 e del 2011.

Negli ultimi due decenni è inoltre emerso uno dei più gravi problemi del Paese: il circolo vizioso tra debito pubblico elevato ed alto prelievo fiscale, da cui ne consegue un freno agli investimenti che aumenterebbero la produttività e, quindi, anche la competitività delle merci italiane.

La crisi del 2010-2011 ha portato l'Italia sull'orlo del default, salvata solo dall'introduzione di nuove imposte e dalla riforma del sistema pensionistico varata dal governo tecnico guidato da Mario Monti.

Una volta superate le turbolenze, i governi politici di centrosinistra hanno ricostruito un rapporto proficuo con l'unione europea, da cui ne è discesa una politica fiscale moderatamente espansiva e il *quantitative easing* che ha supportato i debiti pubblici ed ha allontanato rischio deflazione nell'Eurozona.

Nel frattempo in Italia il programma di riforme e riqualificazione della spesa pubblica si è arrestato, con i governi più recenti che sono addirittura arrivati allo scontro con l'Unione Europea; dai toni accesi ad aspri della discussione ne è conseguita la sfiducia dei mercati nel confronto dello Stato italiano con un nuovo aumento dello *spread* che ha fatto vacillare la tenuta dei conti pubblici.



## CAPITOLO 4

### PREMESSA

L'Italia è il primo Paese occidentale ad essere travolto dalla pandemia da Covid-19 che divampa nei primi mesi dal 2020. Lo shock è inizialmente asimmetrico e accende la paura nei mercati finanziari, le quali non si traducono in un nuovo rischio di default. Infatti la pandemia di lì a poco divampa in tutt'Europa e, consci degli errori del passato, le istituzioni e gli Stati europei hanno una risposta corale. Il rapporto debito/Pil comunque schizza verso l'alto, a livello politico si vive un altro cambio di governo e dal punto di vista europeo viene per la prima volta messa in discussione l'ipotesi di creare un debito pubblico comune.

In un'economia sempre più globalizzata i blocchi delle produzioni locali in modo desincronizzato (a causa delle diverse risposte adottate dai Paesi per fronteggiare la diffusione del Covid-19) portano a galla il problema dei 'colli di bottiglia' lungo la *supply chain*. Questa situazione determina un riaccendersi dell'inflazione, alimentata nel frattempo dallo scoppio della guerra tra Ucraina e Russia, il cui esito, ad oggi giugno 2022, è ancora del tutto incerto.

#### 4.1 L'AVVENTO DELLA PANDEMIA E IL CAMBIAMENTO DEGLI EQUILIBRI

A cavallo tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020 scoppia in Cina la pandemia da COVID-19. La malattia si propaga velocemente nel resto del mondo, colpendo l'Italia per prima tra i paesi europei; vengono così prese una serie di misure concernenti le libertà sociali atte a limitare la diffusione del virus. Inizialmente le restrizioni sono localizzate, ma presto si estendono su tutto il territorio nazionale, arrivando sino al 9 marzo quando l'intero Paese è in *lockdown*: l'Italia è la prima nazione europea in cui tutte le attività non essenziali vengono sospese. Le preoccupazioni per un blocco totale dell'economia travolgono velocemente i mercati con il Ftse Mib che l'11 marzo perde il 16,92% in una sola seduta (la peggiore della sua storia), cui seguirà il -12% del Dow Jones due giorni dopo<sup>41</sup>.

---

<sup>41</sup> Cronistoria presa dal sito de IlSole24Ore al link <https://lab24.ilsole24ore.com/storia-coronavirus/> consultato in data 30/05/2022

Dal punto di vista economico la prima misura di sostegno fiscale è il decreto 'cura Italia', che con un portafoglio di 25 mrd di euro cerca di sopperire alle perdite di reddito.

Contestualmente anche la BCE si prodiga per limitare i danni. Dopo l'infelice uscita di Christine Lagarde (Presidente della BCE) del 12 marzo in cui dice: "Non siamo qui per ridurre gli spread, non è la funzione della BCE", lo spread italiano si infiamma fino a raggiungere quota 270 punti base. Resasi subito conto dell'errore, e di quanto sia importante la comunicazione nel guidare le aspettative dei mercati, la BCE opta per un ampliamento del *quantitative easing* da 120 mld nel 2020 (Pira, 2020) e per *TLTRO* (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) che libera 75 mld di nuovo credito. Quest'ultima è una forma particolare di *LTRO*, che prevede l'erogazione di liquidità solo a fronte di prestiti effettivi delle banche al sistema privato (Trevisan, 2020). La banca centrale, dunque, ha continuato la politica monetaria accomodante iniziata nel 2015 con il primo *QE* targato Draghi, attraverso il quale per la prima volta la BCE acquista titoli di Stato attraverso le rispettive banche centrali. Tre anni più tardi, nel giugno del 2018, la BCE è arrivata a detenere 2300 mld di titoli di Stato, di cui 340 mld italiani, ovvero il 15% del nostro debito pubblico. Nel 2019 la Banca centrale avrebbe dovuto iniziare la fine della politica monetaria accomodante che ha permesso di tenere i tassi d'interesse bassi a lungo, tuttavia l'avvento del Covid ha scombussolato i piani.

Basti pensare che il 20 marzo la Commissione europea sospende, per la prima volta dall'entrata in vigore, le regole del 'patto di stabilità' per permettere ai governi di sostenere l'economia in ogni modo, memore degli errori del passato. Anche Mario Draghi in quei giorni, attraverso il Financial Times, esorta i Paesi a fare deficit al fine di evitare che aumenti il debito dei privati e delle aziende, precisando qualche mese dopo come sia comunque necessario distinguere il debito buono da quello cattivo.

Il 9 aprile, dopo estenuanti trattative, l'Europa decide di mettere a disposizione quattro strumenti per fronteggiare la pandemia:

- Mes: Il meccanismo europeo di stabilità è stato a lungo oggetto di dibattito da parte della stampa italiana a causa delle condizionalità che questo impone ai Paesi che lo richiedono. Nel caso in cui sopraggiunga la necessità da parte di un Paese di utilizzarlo, esso non impone condizionalità solo se si presenta illiquido ma non insolvente e purché lo shock economico non sia causato dalle politiche del Paese. Al contrario, se la necessità deriva dallo sfornamento degli accordi del 'patto di stabilità' l'UE impone delle condizionalità.

Il 9 aprile viene modificato, levando le condizionalità per le spese sanitarie dirette o indirette e i costi della prevenzione collegata al Covid-19. La somma di cui avrebbe potuto usufruire l'Italia era pari a 36 mld (il 2% del Pil), tuttavia il governo, anche per ragioni di carattere politico, decide di non avvalersi di questo strumento.

- European Recovery Fund: Il Recovery Fund europeo è un passo verso gli *eurobond*<sup>42</sup>, uno strumento ibrido che fa parte del piano più ampio chiamato *Next Generation EU*, che prevede un ammontare complessivo di 750 mld<sup>43</sup> suddivisi in prestiti e contributi a fondo perduto. Il solo Recovery Fund include un ammontare di risorse pari a 723,8 mld di euro tra prestiti e sovvenzioni che serviranno a sostenere i Paesi nell'attuazione di riforme e investimenti necessari ad "attenuare l'impatto economico e sociale della pandemia, rendendo al tempo stesso le economie più sostenibili, resilienti e preparate alle sfide e alle opportunità della transizione ecologica e di quella digitale"<sup>44</sup>.

Le cifre vengono comprovate nel Consiglio europeo del 20 luglio in cui sono confermati i 750 mld di debito comune europeo messo a disposizione degli Stati membri, suddivisi tra 390 di sussidi e 360 di prestiti. I soldi saranno raccolti dalla Commissione europea con titoli pluriennali a varie scadenze, che verranno rimborsati dal 2028 e non oltre il 2058. Ciò avviene con il bilancio europeo (ovvero i contributi che gli Stati mettono a disposizione dell'UE ogni anno sulla base del proprio reddito nazionale lordo), con i dazi doganali e con i contributi degli Stati membri basati sull'IVA, oltretutto con la tassa sui rifiuti di imballaggi di plastica non riciclati introdotta dall'1 gennaio 2021. Le entrate dell'EU, tuttavia, non sarebbero sufficienti a coprire quanto dato agli Stati a fondo perduto. Per questo motivo si stanno valutando una serie di nuove tasse comunitarie: ad oggi le tre proposte più papabili sono risorse basate sul "sistema di scambio di quote di emissione", sul "meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere" e sulla "riassegnazione degli utili di imprese multinazionali di grandi dimensioni", con la Commissione che si impegnerà a portare una proposta entro la fine del

---

<sup>42</sup> Gli *eurobond* sono titoli di Stato emessi dall'Unione Europea garantiti da tutti i Paesi dell'eurozona.

<sup>43</sup> In realtà i soldi messi a disposizione sono "806,9 mld espressi a prezzi correnti, che diventano 750 mld a prezzi del 2018" Fonte: [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_it](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_it) consultato in data 30/05/2022

<sup>44</sup> Citazione presa internet, reperibile al link [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_it](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_it) consultato in data 30/05/2022

2023. Secondo le stime di Bruxelles le nuove imposte su imprese inquinanti e multinazionali dovrebbero creare un gettito che si aggira sui 35 mld di euro all'anno.

- Fondi della Banca europea degli investimenti: La banca potrà elargire prestiti fino ad 200 mld di euro per la costruzione di grandi infrastrutture.
- Sure: Sure è un piano comune che aiuta gli Stati membri a sostenere i posti di lavoro con la cassa integrazione. È pari a 100 mld sotto forma di prestiti (di cui 15 spettanti all'Italia).

(Pira, 2020)

Alle importanti scelte della Commissione europea fa seguito la BCE che il 4 giugno compie un altro grande passo, annunciando che lascerà a 0 il tasso d'interesse ufficiale e che aumenterà di 600 mld il QE. A questo punto il piano che doveva inizialmente valere 750 mld con scadenza a dicembre varrà 1350 mld e terminerà solo a pandemia conclusa (Pira, 2020).

Per quanto riguarda nello specifico l'Italia, il governo ha effettuato una manovra da 55 mld di euro, non pochi, ma decisamente lontani dai 130 mld tedeschi. D'altronde il problema è sempre l'alto debito pubblico, che impedisce di intervenire nell'economia in funzione anticiclica. Nel Belpaese, comunque, forse memori dell'esperienza passata, si fa strada l'esigenza di aumentare il collocamento di titoli di Stato direttamente presso le famiglie italiane per "favorire la stabilità della base degli investitori"<sup>45</sup>, dal momento in cui "la percentuale di italiani che detiene il debito pubblico è intorno al 4%" (Pira, 2020 pag. 98). Così il 26 maggio viene emesso il Btp Italia con scadenza a cinque anni, che corrisponde cedole semestrali al tasso annuo del 1,4%. "Le cedole sono indicizzate all'inflazione misurata attraverso l'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI) al netto dei tabacchi. Infine, viene corrisposta una quota di rivalutazione del capitale sottoscritto su base semestrale. Per coloro che hanno acquistato il titolo al momento del collocamento e lo detengono fino a scadenza, è previsto un premio fedeltà pari allo 0,8 per cento dell'importo acquistato"<sup>45</sup>. Seguito dal Btp futura emesso il 14 luglio, con scadenza a 10 anni, ma che a differenza dei Btp tradizionali prevede delle cedole crescenti, "Il tasso cedolare annuo previsto è dell'1,15

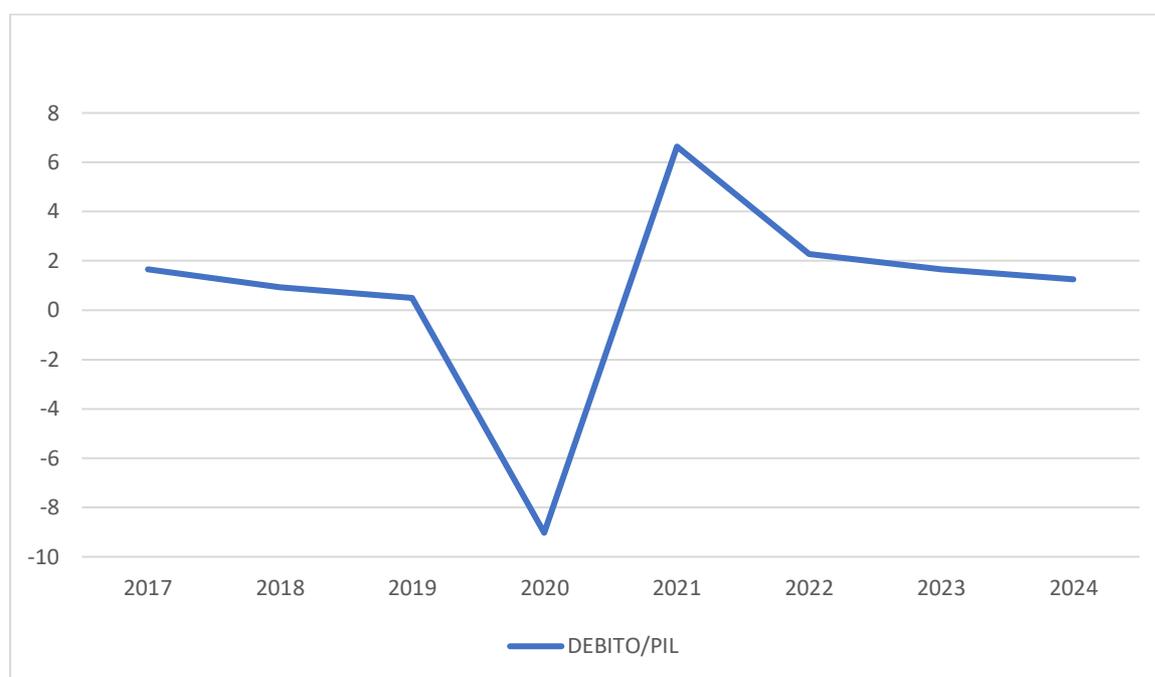
---

<sup>45</sup> Citazione presa da internet all'indirizzo <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-qual-e-la-differenza-tra-il-tasso-di-interesse-dei-btp-italia-e-futura> consultato in data 31/05/2022

per cento dal primo al quarto anno, dell'1,30 per cento dal quinto al settimo anno e dell'1,45 per cento dall'ottavo al decimo anno"<sup>45</sup> cui si aggiunge un premio fedeltà per gli investitori che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino alla scadenza "pari alla variazione media annua del PIL nominale tra il 2020 e il 2029, entro un minimo dell'1 per cento e un massimo del 3 per cento del capitale nominale sottoscritto"<sup>45</sup>.

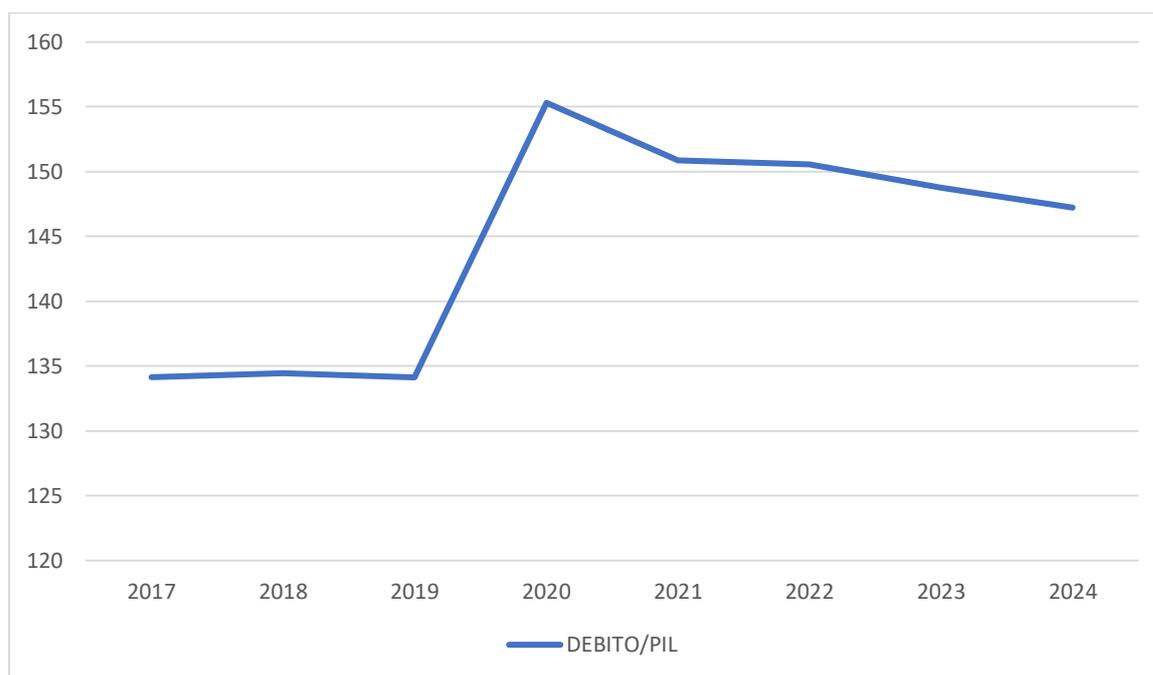
La pandemia ha causato un crollo del Pil ed al tempo stesso un aumento della spesa pubblica, facendo schizzare il rapporto debito/Pil e il rapporto deficit/Pil; ma nonostante ciò le turbolenze sui conti pubblici sono state limitate dalle politiche monetarie e dalle indicazioni fiscali dell'UE.

Grafico 32: Il tasso di crescita nominale del Pil in % dal 2017 al 2024



Fonte: Elaborazione propria dati DEF 2022

Grafico 33: L'andamento del rapporto debito/Pil in % dal 2017 al 2024



Fonte: Elaborazione propria dati DEF 2022

#### 4.2 L'EUROPA SCEGLIE DI CAMBIARE APPROCCIO: L'IMPATTO DEL NEXT GENERATION EU E DEL PNRR SULLA CRESCITA ECONOMICA

Per avere una maggiore visione d'insieme riguardo il futuro prossimo sul fronte conti pubblici è utile analizzare le prospettive di crescita del Paese, soffermandosi sul mezzo che dovrebbe dare nuovo slancio alla crescita del Pil italiano dopo 2 decenni di incolore: il PNRR.

Nel capitolo il riferimento centrale è il Documento di Economia e Finanza (DEF<sup>46</sup>), tenendo conto della sua presentazione in data 6 aprile 2022, grazie al quale è possibile avere delle stime sull'andamento economico del recente passato e del breve avvenire. “Nel 2021 l'economia italiana ha messo a segno un buon recupero, con una crescita del PIL pari al 6,6 per cento in termini reali e una discesa del deficit e del debito della Pubblica amministrazione (PA) in rapporto al PIL più accentuata del previsto, rispettivamente al 7,2 per cento e al 150,8 per cento del PIL, anziché 9,6 per cento di deficit e 155,3 per cento di debito del 2020”, con il trend economico del quarto trimestre

<sup>46</sup> Il documento è reperibile all'indirizzo internet <https://www.mef.gov.it/documenti-pubblicazioni/doc-finanza-pubblica/index.html#cont0> consultato in data 23/06/2022.

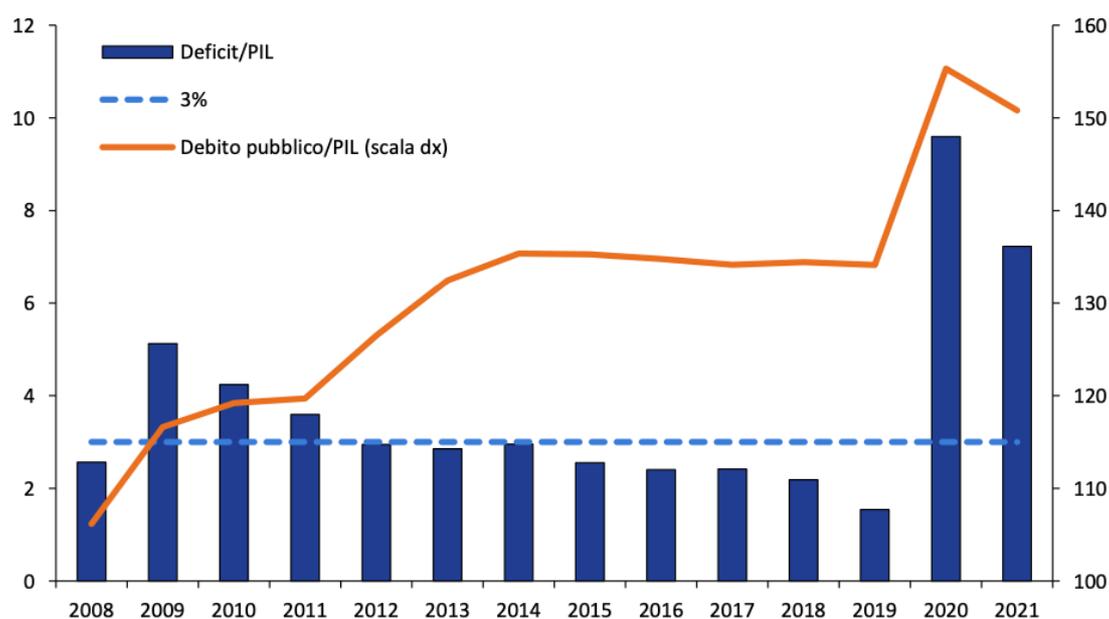
2020 su quarto trimestre 2021 che risultava addirittura migliore delle grandi economie europee.

A partire dagli ultimi mesi del 2021, tuttavia, il quadro globale si è deteriorato innanzitutto a causa della diffusione della variante Omicron, che ha portato la Cina a nuovi *lockdown*, ma soprattutto anche per “l’eccezionale aumento del prezzo del gas naturale, che ha trainato al rialzo le tariffe elettriche e i corsi dei diritti di emissione (ETS)”, che ha portato alla crescita del tasso di inflazione (questo tema verrà approfondito meglio nel prossimo paragrafo). A ciò ha fatto seguito il cambiamento dell’orientamento della politica monetaria da parte della BCE in direzione restrittiva, scelta rafforzata dal successivo scoppio della guerra tra Russia ed Ucraina da cui è “conseguita un’ulteriore impennata dei prezzi dell’energia, degli alimentari, dei metalli e di altre materie prime”.

È per questo che “le prospettive di crescita dell’economia appaiono oggi più deboli e assai più incerte che a inizio anno”, con il peggioramento che è determinato da una serie di variabili esogene quali prezzi dell’energia, tassi d’interesse, tasso di cambio ponderato dell’euro e minor crescita prevista dei mercati di esportazione dell’Italia. In virtù di queste ragioni “la previsione tendenziale di crescita del PIL per quest’anno scende dal 4,7 per cento dello scenario programmatico della NADEF al 2,9 per cento; quella per il 2023 dal 2,8 per cento al 2,3 per cento, mentre per il 2024 si ha solo una lieve riduzione, dall’1,9 per cento all’1,8 per cento”. Si sottolinea tuttavia che “alla luce delle tante incognite dell’attuale situazione, la previsione tendenziale è caratterizzata da notevoli rischi al ribasso”, a causa dell’imprevedibilità sul corretto afflusso di gas naturale dalla Russia.

Sul fronte delle spese, invece, “il 2021 ha registrato un deficit della PA nettamente inferiore alle attese”: l’indebitamento netto ha chiuso al 7,2% contro un 11,8% previsto dal DEF del 2021 e un 9,4% previsto dal NADEF del 2021. La “riduzione è avvenuta nonostante l’entità straordinaria degli interventi di sostegno a famiglie, imprese, lavoro, sanità, scuola, università e ricerca attuati durante l’anno in risposta alla pandemia (pari complessivamente a 71 miliardi) e delle misure di contenimento dei costi dell’energia per famiglie e imprese (5,3 miliardi)”. Il minore disavanzo è frutto di entrate maggiori (26,4 miliardi oltre la stime) e di minori spese (per retribuzioni, consumi intermedi e prestazioni sociali).

Immagine 4: Rapporto deficit/Pil e rapporto debito/Pil dell'Italia dal 2008 al 2021



Fonte: Istat, Banca d'Italia

Fonte: DEF 2022, Pag. 5.

L'andamento favorevole prosegue anche nei primi mesi dell'anno in corso "giacché il fabbisogno di cassa del settore statale è sceso a 30,0 miliardi, da 41,1 miliardi nel corrispondente periodo dell'anno scorso" con "la discesa del fabbisogno *che* appare dovuta soprattutto alla crescita delle entrate tributarie e contributive, che a gennaio sono aumentate, rispettivamente, del 13,8 per cento e del 7,8 per cento rispetto allo stesso mese dell'anno scorso". Le entrate tributarie e contributive, quindi, sono sostenute e superiori alle previsioni, con la spesa che resta sotto controllo; i provvedimenti di calmierazione del costo dell'energia, inoltre, sono stati pagati con l'extra-gettito derivante dalle imposte indirette, permettendo al Governo di non fare nuovi scostamenti. La situazione è favorevole al punto tale che dalla differenza tra dati previsti e dati tendenziali emergono margini finanziari "per nuove misure espansive pari a 0,5 punti percentuali di PIL quest'anno, 0,2 nel 2023 e 0,1 nel 2024 e 2025". "A fronte di una previsione di deficit tendenziale della PA del 5,1 per cento del PIL quest'anno e in discesa fino al 2,7 per cento del PIL nel 2025, il Governo ha deciso di confermare gli obiettivi di deficit nominale della NADEF, con un sentiero che partendo dal 5,6 per cento del PIL quest'anno scende fino al 2,8 per cento nel 2025". Per quanto riguarda il rapporto debito/Pil, invece, questo "scenderà dal 150,8 per cento del 2021 fino al 141,4 per cento nel 2025".

Successivamente viene ribadito l'impegno del Governo nei confronti della sostenibilità della finanza pubblica, poiché "le proiezioni di più lungo termine mostrano, infatti, che il progressivo miglioramento del saldo di bilancio negli anni successivi al 2025 e la piena attuazione del programma di riforma delineato nel PNRR consentiranno di portare il rapporto debito/PIL al disotto del livello precedente alla crisi pandemica (134,1 per cento) entro la fine del decennio."

Nel mentre, il Governo si impegna a "promuovere una crescita economica più elevata e sostenibile" nell'anno in corso con ben 320 miliardi di investimenti pubblici tra PNRR, Fondo complementare e risorse prese a debito con la Legge di bilancio.

Per avere un'analisi più completa sulle prospettive di crescita future del Pil italiano è doveroso guardare al *Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza* (PNRR) la cui versione definitiva è stata presentata alle Camere dal Presidente del Consiglio Mario Draghi e approvata in data 27 aprile 2021.

La trattazione di seguito riportata si basa sulla lettura del PNRR italiano, consultabile sul sito internet [italiadomani.gov.it](https://italiadomani.gov.it)<sup>47</sup>, così come i virgolettati che sono presi dal relativo documento in formato PDF.

Come spiegato nel paragrafo 4.1 l'UE ha formulato una serie di risposte per fronteggiare la crisi economica tra cui il *Next Generation EU* (NGEU) che mette a disposizione degli Stati membri 750 miliardi di euro per rilanciare crescita, investimenti e riforme. Di questi, 672,5 miliardi sono destinati al *Dispositivo per la Ripresa e Resilienza* (RRF), che incanala risorse verso i singoli Paesi per finanziare gli equivalenti del PNRR italiano dei vari Stati membri nell'arco di sei anni (2021-2026).

Il NGEU spinge gli investimenti verso quei Paesi che più hanno sofferto di bassa crescita economica ed elevata disoccupazione, seguendo parametri come la popolazione. Non dovrebbe pertanto sorprendere il fatto che l'Italia sia prima per ammontare di risorse ricevute tra sovvenzioni e prestiti per un totale di "191,5 miliardi di euro, divisi in 68,9 miliardi di euro in sovvenzioni e 122,6 miliardi di euro in prestiti" a cui si aggiungono i 10 miliardi del REACT EU.

La situazione macroeconomica del Paese nel recente passato, antecedente all'impatto del PNRR, è la seguente: "Il rapporto debito/Pil, dopo essere lievemente sceso al 134,1

---

<sup>47</sup>Documento PDF reperibile all'indirizzo <https://italiadomani.gov.it/it/home.html> consultato in data 22/07/2021

per cento nel 2017, è risalito al 134,6 per cento nel 2019 e poi al 155,6 per cento nel 2020, a causa della forte contrazione del Pil legata alla pandemia. Il tasso di disoccupazione è sceso da un massimo ciclico del 12,8 per cento nel 2014, al 10,0 per cento nel 2019 e quindi al 9,3 nel 2020, a causa di un minor tasso di partecipazione al lavoro legato ancora una volta alla crisi sanitaria... si evidenzia anche l'elevato tasso di disoccupazione giovanile dell'Italia, che da un massimo del 42,7 per cento nel 2014 è sceso fino al 29,2 per cento nel 2019 per poi risalire lievemente al 29,5 per cento nel 2020, molto al di sopra della media UE". Il basso tasso di crescita del Pil degli ultimi due decenni "viene principalmente ascritto a un andamento insoddisfacente della produttività totale dei fattori (TFP)" da risolvere "tramite un ampio spettro di riforme e politiche mirate" affinché si possa sbrogliare il problema dell'elevato debito pubblico in rapporto al Pil, coniugando crescita economica, regole fiscali e miglioramento del saldo di bilancio strutturale (ovvero al netto degli effetti ciclici e delle misure temporanee). È per questo che "il Piano include un ampio spettro di provvedimenti che toccano molti dei principali nodi strutturali dell'economia, come la riforma della Pubblica Amministrazione, della Giustizia e un'agenda di semplificazioni".

Il Piano dovrebbe portare ad un aumento del tasso di crescita del Pil potenziale di 0,5 punti percentuali per la maggiore spesa e di 0,3 punti percentuali per l'attuazione delle riforme programmate. Si dovrebbe passare dallo 0,6% del tasso di crescita potenziale del Pil italiano precrisi ad un 1,4% nel 2026. A ciò si aggiungono anche gli effetti sul tasso di disoccupazione, che dovrebbe scendere al 7,1% nel 2026 grazie alle due componenti.

Per avere un'analisi più approfondita del Piano bisogna consultare la sezione 4 del documento intitolata 'Valutazione dell'impatto macroeconomico'. Si tratta di una valutazione quantitativa, fatta "utilizzando il modello dinamico di equilibrio economico generale QUEST sviluppato dalla Commissione Europea" che permette di includere gli effetti dal lato della domanda e dell'offerta di un aumento della spesa per investimenti pubblici, attraverso una relazione di complementarità tra capitale pubblico e privato nella funzione di produzione delle imprese". Nella valutazione dell'impatto sono considerati gli effetti di tutta la spesa aggiuntiva del Piano, pari circa a 183 miliardi finanziati da RRF, REACTEU e 'Fondo Nazionale Complementare' (vedi immagine 5). È inoltre di rilievo l'assunzione fatta in partenza, secondo la quale gli investimenti pubblici finanziati avranno un'efficienza alta e, di conseguenza, una ricaduta elevata in

termini di crescita del Pil potenziale<sup>48</sup>. In via prudenziale, inoltre, “non si tiene conto esplicitamente della possibilità che i fondi del PNRR vengano utilizzati per sostenere oppure attrarre investimenti privati attraverso il mercato”.

#### Immagine 5: Totale risorse a disposizione del PNRR

*Tavola 4.1: Risorse del PNRR (mld)*

Sovvenzioni	68,9
Prestiti per nuovi progetti	77,5
Prestiti per progetti esistenti	45,1
<b>Totale RRF</b>	<b>191,5</b>
Fondo Complementare	30,6
REACT-EU	13,0
<b>Totale risorse aggiuntive per valutazione di impatto</b>	<b>182,7*</b>

\*l'importo totale non è la mera somma degli importi delle voci esposte nella tabella, in quanto tiene conto anche dell'effetto di anticipazione delle risorse del fondo sviluppo e coesione considerate nel PNRR.

Fonte: PNRR Aggiornato, pag. 250.

L'impatto macroeconomico del PNRR è quindi di seguito mostrato con l'immagine 6

#### Immagine 6: Impatto macroeconomico del PNRR

*Tavola 4.2: Impatto Macroeconomico PNRR (scostamenti percentuali rispetto allo scenario base)*

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Pil	0,5	1,2	1,9	2,4	3,1	3,6
Consumi privati	-0,2	-0,6	-0,6	0,0	1,0	1,9
Investimenti totali	2,8	7,6	11,6	12,5	11,8	10,4
Importazioni	0,2	1,0	1,9	2,7	3,4	4,0
Esportazioni	-0,2	-0,5	-0,2	0,6	1,6	2,7

Fonte: Elaborazione MEF-DT su risultati QUEST.

Fonte: PNRR Aggiornato, Pag. 251.

<sup>48</sup> “tale ipotesi è innestata nel modello ipotizzando un valore per l'elasticità del Pil allo stock di capitale pubblico pari a 0,17, valore associato in letteratura agli investimenti ad alta efficienza”

Da qui a cinque anni il piano, secondo le previsioni, impatterà molto sull'andamento economico del Paese, portando una crescita aggiuntiva del Pil di ben 3,6 punti percentuali rispetto allo scenario base nel 2026. "Nel breve termine prevale l'effetto di domanda innescato, ad esempio, dalle maggiori spese per la costruzione e messa in opera degli investimenti pubblici. Nel medio periodo i maggiori investimenti accrescono lo stock di capitale pubblico con effetti positivi persistenti su Pil potenziale ed effettivo". È quindi cruciale che gli investimenti siano corretti per ottenere le migliori prospettive di crescita affinché l'andamento del Pil possa rendere sostenibile il debito pubblico.

#### 4.3 NON PIU' UN LONTANO RICORDO: IL RITORNO DELL'INFLAZIONE

Le prospettive attuali riguardanti il debito pubblico sono contraddistinte da fattori di incertezza che rendono mutevoli in breve tempo ogni tipo di previsione. Basti pensare a come sia cambiata la risposta dei *policy makers* alla crisi economica generata dal Covid-19, con banche centrali e governi disposti sin da subito a sostenere politiche fiscali e monetarie espansive che potessero agire prontamente in modo anticiclico.

La situazione nei primi giorni di giugno '22 è in divenire, con la pandemia che sembra essere definitivamente alle spalle, anche grazie all'ingente mole di liquidità immessa dalla BCE. Tuttavia nell'ultimo anno si è aperto uno scenario del tutto nuovo all'eurozona: l'inflazione è tornata ad infiammare i prezzi, a causa di una serie di fattori la cui singola incidenza è dubbia, al contrario dell'ordine cronologico in cui si sono verificate.

Inizialmente la pandemia ha generato squilibri macroeconomici figli di uno shock esogeno inatteso, favorendo il sorgere dell'inflazione in due modi: innanzitutto rompendo le catene produttive create con la globalizzazione, che vedono la produzione di beni intermedi valicare i confini non solo nazionali ma anche continentali (si veda lo sfasamento temporale tra i vari lockdown locali e il blocco nel sistema dei trasporti causato dalle limitazioni agli spostamenti) e poi limitando la mobilità delle persone sfavorendo le attività produttive non adatte allo smartworking. (Blanchard, Amighini e Giavazzi, 2020).

Il Covid-19 ha quindi creato degli ingorghi nei 'colli di bottiglia' lungo la *supply chain*<sup>49</sup>, i quali, all'interno di un mondo globalizzato e basato su un modello *JIT* (Just in Time)<sup>50</sup> che riduce al minimo le rimanenze, hanno creato un deficit di offerta proprio nel momento in cui, a seguito delle riaperture, si assisteva ad una espansione della domanda di beni e servizi.

Anche la politica monetaria ultra-espansiva ha fatto la sua parte, con l'Europa che ha immesso 1350 miliardi di euro per contrastare la pandemia e favorire la ripresa, proprio quando la BCE stava iniziando a stringere le misure espansive attuate nel decennio precedente per contrastare la crisi dei debiti sovrani prima, e la deflazione poi.

Quanto fatto dalla BCE ha avuto risvolti simili alla monetizzazione del debito, pur non essendola. L'ammontare di liquidità nell'economia è comunque assimilabile alla figura dell'*helicopter money* coniata da Friedman, il quale sosteneva che durante le recessioni le politiche monetarie standard avrebbero avuto poca efficacia e, di conseguenza, vi era la necessità di un forte aumento della spesa pubblica o di una forte diminuzione delle tasse, finanziate tramite la creazione di moneta. Il rischio di operazioni di questo genere è che la moneta immessa generi inflazione: "se la moneta in circolazione aumenta più velocemente dell'offerta di beni e servizi, il valore reale della moneta diminuisce. Questo induce le persone ad anticipare gli acquisti, per evitare che il loro potere d'acquisto venga ulteriormente eroso. L'aumento della domanda di beni, a sua volta, determina un ulteriore aumento dei prezzi. Si genera così un circolo vizioso che è difficile interrompere"<sup>51</sup>.

Il 24 febbraio 2022, la Russia riconosce come territori propri le repubbliche popolari di Donetsk e Lugansk, e decide di invadere l'Ucraina per proteggerle. È l'inizio del conflitto bellico tra Ucraina e Russia che fa schizzare in alto i prezzi delle materie prime la cui provenienza è strettamente legata ai Paesi in conflitto, come gas, petrolio, acciaio, grano e mais.

---

<sup>49</sup> La 'supply chain' è letteralmente la catena di approvvigionamento, ovvero il processo che permette di portare un prodotto sul mercato. Inizia dall'approvvigionamento delle materie prime, passa per la produzione e finisce con la logistica distributiva che permette di far arrivare il prodotto finale al cliente. I 'colli di bottiglia' sono invece quei punti, lungo la catena produttiva che limitano l'output, che sono già al massimo della loro capacità ma producono meno output di quanto input ricevono e di quanto input forniscono.

<sup>50</sup> Il modello JIT è un modello gestionale della produzione che prevede una gestione virtuosa delle risorse e una riduzione degli sprechi. Sostanzialmente si basa sull'efficientare la catena produttiva perché produca quanto necessario quando necessario al fine di abbattere i costi legati al magazzino (perché assorbe liquidità all'azienda). Tuttavia l'assenza di prodotti in magazzino è diventata incapacità nel fronteggiare le difficoltà produttive e l'aumento della domanda.

<sup>51</sup> Citazione presa dal paper 'Si può finanziare il debito stampando moneta' dell'Osservatorio CPI

Per capire l'impatto della guerra sull'inflazione sono eclatanti i dati riportati nell'ultimo Economic Outlook dell'Ocse di giugno 2022<sup>52</sup>, nel quale si dice sin da subito che “la crescita del Pil globale rallenterà ...fino a circa il 3%... ben al di sotto del ritmo di ripresa previsto lo scorso dicembre”. Poi ancora “molti dei Paesi più colpiti sono in Europa, che è molto esposta alla guerra attraverso le importazioni di energia...” e che la guerra aumenterà le pressioni inflazionistiche frenando i redditi reali e la spesa, limitando ulteriormente la ripresa.

Nel report si dice chiaramente che le aspettative ante guerra prevedevano “una crescita e un'inflazione che sarebbero tornate alla normalità grazie all'attenuarsi della pandemia COVID-19 e dei vincoli sul lato dell'offerta (*citati prima*)<sup>53</sup>”, tuttavia “l'invasione dell'Ucraina, insieme alla chiusura delle principali città e dei porti in Cina a causa della politica zero-COVID, ha generato una nuova serie di shock negativi”. Il continente europeo sarà quello più penalizzato a causa dell'embargo su petrolio e carbone deciso per sanzionare il comportamento russo. Nell'ambito dell'inflazione, il report sostiene che essa, per quanto riguarda i prezzi al consumo, “rimarrà elevata, con una media di circa il 5,5 per cento nelle principali economie avanzate nel 2022 e dell'8,5 per cento nell'intera OCSE, prima di diminuire nel 2023, quando le pressioni sulla catena di approvvigionamento e sui prezzi delle materie prime si attenueranno e l'impatto delle condizioni monetarie più rigide inizierà a farsi sentire. L'inflazione di base, sebbene in rallentamento, dovrebbe comunque rimanere al livello o al di sopra degli obiettivi di medio termine in molte delle principali economie alla fine del 2023.”

L'entità delle pressioni inflazionistiche è in divenire giorno per giorno a causa delle interruzioni dei flussi di gas russi così come la possibilità che si inneschi la spirale inflazione-salari-inflazione, come accaduto in Italia con il *punto di contingenza* descritto nel capitolo 2.3, a causa della rigidità del mercato del lavoro europeo ed in particolare italiano. In merito si è espresso anche il governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, il quale, il 7 giugno del 2022 nel corso delle consuete *Considerazioni finali*, ha esortato il Governo a contrastare l'avvio di questo meccanismo. Ciò nasce con due obiettivi: in primo luogo mantenere invariato il potere d'acquisto,

---

<sup>52</sup> Report completo disponibile all'indirizzo <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/62d0ca31-en/1/3/1/index.html?itemId=/content/publication/62d0ca31-en&csp=0cf9a35c204747c5f82f56787b31b42b&itemIGO=oecd&itemContentType=book> consultato in data 12/06/2022

<sup>53</sup> Corsivi aggiunti

andando a tutelare i salari reali, per ridurre i rischi di una contrazione della domanda interna che avrebbe avuto conseguenze su produzione e disoccupazione e in seconda battuta proteggere la categoria dei lavoratori meno abbienti. Contrariamente alle aspettative il meccanismo porta l'inflazione a superare il 20%, causando una recessione dell'economia, un aumento della disoccupazione ed un calo dei salari reali<sup>54</sup>.

Le previsioni sull'Italia contenute nel DEF 2022 parlano di un deflatore dei consumi delle famiglie che nel 2021 è cresciuto del 1,7% e che nel 2022 dovrebbe segnare un +5,8% (contro il +1,6% previsto dal NADEF 2021). In ascesa è anche il deflatore del Pil, che passa dal +1,6% al +3,0%. L'aumento dei prezzi delle importazioni può portare inoltre ad un deterioramento del surplus commerciale e delle partite correnti, con queste ultime che dopo il 3,7% e il 3,3% segnato nel 2020 e 2021 dovrebbero scendere al 2,3% nell'anno in corso.

Il report prosegue dicendo che “di fronte ad uno shock avverso dell'offerta di durata e magnitudo incerte, derivante dall'aumento dei prezzi delle materie prime, la politica monetaria dovrebbe rimanere concentrata nel garantire aspettative di inflazione ben ancorate. Ciò richiede una risposta differenziata tra le principali economie avanzate”. Una normalizzazione più rapida, si aggiunge, potrebbe avvantaggiare gli Stati Uniti ed alcuni Paesi europei, dove la ripresa dalla pandemia è più solida e le pressioni inflazionistiche erano già evidenti prima dell'impennata dei prezzi delle materie prime a causa della guerra.

Negli USA, infatti, la risposta della Fed è stata coerente con la priorità di riportare il tasso di inflazione attorno al 2%. Il 15 giugno, per la prima volta dal 1994, c'è l'innalzamento del tasso di riferimento ufficiale di 75 punti base, portato in un solo colpo all'1,5%-1,75% dallo 0,75%-1% precedente<sup>55</sup>. L'ultimo rialzo di questa portata risale al 1994 e si va ad aggiungere alla riduzione dei titoli già decisa nella riunione precedente, che sancisce una riduzione dei titoli in portafoglio il cui valore complessivo, per sostenere la crisi, ha raggiunto un ammontare totale di 8939 miliardi di dollari. La

---

<sup>54</sup> Notizia e commento tratto da *IlSole24Ore*, articolo reperibile all'indirizzo <https://www.ilsole24ore.com/art/prezzi-salari-spirale-oggi-sarebbe-peggio-che-anni-70-AEDDeOdB> consultato in data 12/06/2022.

<sup>55</sup> Notizia tratta da *IlSole24Ore*, reperibile all'indirizzo <https://www.ilsole24ore.com/art/la-fed-accelera-sstretta-rialzo-75-punti-base-AEyIHAgB> consultato in data 12/06/2022

riduzione parte il 1° giugno, in principio con 47,5 miliardi al mese, salvo poi salire a 95 in futuro<sup>56</sup>.

Queste scelte sono giustificate nel comunicato del 15 giugno 2022 in cui la Fed sottolinea come “l’attività economica complessiva sembra essersi ripresa dopo la flessione del primo trimestre” con il “tasso di disoccupazione che rimane basso” mentre “l’inflazione rimane elevata riflettendo gli squilibri della domanda e dell’offerta legati alla pandemia, all’aumento dei prezzi dell’energia e a pressioni più ampie sui prezzi”. A peggiorare la situazione ci sono anche “l’invasione dell’Ucraina” e “i blocchi legati al Covid in Cina che probabilmente aggraveranno le interruzioni della *supply chain*”. È a fronte di queste ragioni che il Comitato, nell’obiettivo di raggiungere la massima occupazione e un’inflazione al tasso del 2% nel lungo periodo (il duplice obiettivo della Fed citato nel capitolo 1.1.2), delibera l’aumento di 75 punti base prevedendo che saranno opportuni ulteriori aumenti al fine di “riportare l’inflazione al suo obiettivo del 2%”<sup>57</sup>.

I dati macroeconomici confermano la solidità della ripresa. Il tasso di disoccupazione nell’ultimo bollettino mensile di giugno si è attestato al 3,6%, mentre il Pil, che nei primi tre mesi dell’anno si è contratto dell’1,5%, “sembra essersi ripreso dopo la flessione del primo trimestre”, dopo comunque un aumento del 6,9% nel quarto trimestre del 2021<sup>58</sup><sup>59</sup>. Quando si fa riferimento ai segnali premonitori che paventavano un rischio inflattivo già prima dello shock derivante dalla guerra, ci si riferisce a questo. Infatti un tasso di disoccupazione troppo basso equivale ad un motore che corre ad una velocità troppo elevata, con il rischio che si verifichino carenze di forza lavoro e di conseguenza, secondo la curva di Phillips, che si crei inflazione. Perché, mediamente, un tasso di disoccupazione basso porta ad un tasso di inflazione più alto (Blanchard, Amighini, Giavazzi, 2021).

---

<sup>56</sup> Notizia presa da *IlSole24Ore*, reperibile all’indirizzo <https://www.ilsole24ore.com/art/la-fed-alza-tassi-050-punti-e-riduce-bilancio-AEpS5MWB> consultato in data 15/06/2022

<sup>57</sup> Citazioni prese dal comunicato della Fed reperibile al link <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220615a.htm> consultato in data 15/06/2022

<sup>58</sup> Dati Pil USA reperibili all’indirizzo [https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC\\_26.05.2022\\_14.35\\_38610386](https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC_26.05.2022_14.35_38610386) consultato in data 15/06/2022

<sup>59</sup> Il 3,6% del tasso di disoccupazione USA potrebbe impressionare, tuttavia, il Paese ha storicamente un tasso di disoccupazione più basso rispetto a quello europeo (che attualmente si attesta attorno al 6,8%. Fonte: Eurostat) ed in particolare italiano (8,4%. Fonte: Istat), per via delle diverse caratteristiche del mercato del lavoro americano. Tuttavia, non va dimenticato come, nel maggio del 2020 questa si attestasse al 14,7% crollando ai minimi pre-Covid nell’arco di 2 anni.

In Europa la situazione appare invece più complicata. Come scritto nel report, vi sono economie in cui la ripresa è più robusta, pronte per una stretta monetaria che freni l'inflazione, ma, allo stesso tempo, ve ne sono altre in situazioni diametralmente opposte.

È per questo che la BCE ha adottato un approccio del tutto singolare. Agli inizi di giugno si è iniziata a ventilare l'ipotesi di una stretta sulla politica monetaria che passasse per la fine del QE ed un rialzo dei tassi. Alle ipotesi hanno fatto seguito i fatti con il consiglio della BCE, tenuto il 9 giugno 2022, che ha deciso all'unanimità di cessare l'acquisto di Titoli di Stato a partire dal 1° luglio, un rialzo dei tassi di 25 punti base a partire del prossimo consiglio direttivo che si terrà il 21 luglio 2022 ed infine un secondo rialzo dei tassi in settembre la cui entità è comunque ancora da definire. Il comunicato<sup>60</sup> inizia subito con "Il Consiglio direttivo assicurerà un ritorno dell'inflazione verso il suo obiettivo del 2% a medio termine" ribadendo come nel mirino ci sia garantire la stabilità dei prezzi. Successivamente si analizzano i motivi e le cifre dell'inflazione, che "a maggio ha ripreso ad aumentare in misura significativa, principalmente a causa dei rincari dei beni energetici e alimentari, anche per l'impatto della guerra... facendo registrare un forte incremento dei prezzi di molti beni e servizi" con "le nuove proiezioni degli esperti che indicano un tasso di incremento dei prezzi annuo del 6,8% nel 2022, che si ridurrebbe al 3,5% nel 2023 e al 2,1% nel 2024", con anche *l'inflazione core* "che si porterebbe in media al 3,3% nel 2022, al 2,8% nel 2023 e al 2,3% nel 2024". È sulla base di questi eventi e di queste previsioni che il Consiglio direttivo ha deciso di compiere una serie di passi verso la normalizzazione della politica monetaria, ma facendo presente che nel corso di questo processo si "manterrà gradualità, flessibilità, ricorso ai dati e apertura alle opzioni nella conduzione della politica monetaria". Questa postilla è utile ad indirizzare gli umori dei mercati, al fine di evitare che si creino pressioni sui debiti pubblici degli Stati che godrebbero tuttora di una politica monetaria accomodante. Come si vedrà tra poco, tuttavia, essa ha esposto i Paesi più fragili, tra cui l'Italia, a rialzi dei rendimenti dei propri Titoli di Stato. I provvedimenti si dividono in due: quelli riguardanti il programma di acquisto titoli e quelli sui tassi d'interesse.

---

<sup>60</sup> Comunicato reperibile dal sito internet della BCE all'indirizzo <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220609~122666c272.it.html> consultato in data 17/06/2022

Per quanto riguarda l'acquisto di titoli la BCE divide PAA e PEPP. Il primo è il Programma di acquisto di attività, lanciato nel 2016 con l'intento di combattere la deflazione "ha deciso di porre fine agli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA a partire dal 1° luglio 2022. Esso intende continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario per mantenere condizioni di abbondante liquidità e un orientamento adeguato di politica monetaria". Si pone quindi fine all'acquisto di nuove attività, ma per il momento si continua a reinvestire integralmente i capitali che vengono rimborsati a scadenza. Il PEPP (Programma di acquisto per l'emergenza pandemica) è trattato in modo analogo, ma con data definita: "il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma almeno sino alla fine del 2024", ma anche in questo caso "la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria". Dopo aver quindi esplicitamente detto a più riprese la flessibilità degli adeguamenti, il comunicato prosegue dicendo che "in caso di ulteriore frammentazione del mercato connessa alla pandemia, i reinvestimenti del PEPP potranno essere adeguati in maniera flessibile nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi in qualsiasi momento. [...] Gli acquisti netti del PEPP potrebbero anche essere ripresi, se necessario, per contrastare gli shock negativi connessi alla pandemia.". Questa flessibilità legata al reinvestimento dipenderà solo dalla frammentazione del mercato<sup>61</sup> non da altre considerazioni "in modo di evitare, evidentemente, un moral hazard, un comportamento opportunistico, da parte dei governi"<sup>62</sup>.

Per quanto riguarda i tassi di interesse di riferimento il Consiglio direttivo ha deciso di innalzarli di 25 punti base a partire dalla prossima riunione di luglio, lasciandoli al

---

<sup>61</sup> "Si parla di frammentazione quando è possibile negoziare uno strumento finanziario in più luoghi in concorrenza tra loro. Da un lato, la frammentazione può portare a un vantaggio sulle commissioni applicate alle singole transazioni, dall'altro, riduce il grado di liquidità dello strumento stesso. Anche la qualità informativa dei prezzi ne risente, infatti la compresenza di più luoghi di negoziazione implica che non tutti gli ordini si interallacciano fra loro e di conseguenza il prezzo che si forma non riflette le aspettative di tutti gli operatori partecipanti al mercato" definizione presa dal glossario del sito internet di BancoBPM <https://www.ilsole24ore.com/art/la-bce-chiude-ge-e-annuncia-stretta-AECruneB> consultato in data 17/06/2022

<sup>62</sup> Commento preso da un articolo de IlSole24Ore reperibile all'indirizzo internet <https://www.ilsole24ore.com/art/la-bce-chiude-ge-e-annuncia-stretta-AECruneB> consultato in data 17/06/2022

momento invariati. Ma non si limita solo a questo. Il Consiglio direttivo annuncia anche che si attende un ulteriore rialzo dei tassi a settembre, la cui entità dipenderà “dalle prospettive aggiornate per l’inflazione a medio termine” con la possibilità che l’incremento sarà maggiore. Inoltre, dopo settembre, si “prevede che un graduale ma duraturo percorso di ulteriori aumenti dei tassi di interesse sia appropriato. In linea con l’impegno del Consiglio direttivo a conseguire l’obiettivo del 2% a medio termine”. Si prospetta quindi un percorso lungo i cui passi dipenderanno dall’inflazione a medio termine.

I mercati, pur con le dovute precauzioni e cautele citate ed evidenziate nel comunicato, non hanno reagito bene all’annuncio, proiettando i Paesi più esposti, tra cui l’Italia, ad un immediato rialzo dello spread. Lo spread tra i BTP italiani e i BUND tedeschi è balzato dai 207 punti base del 9 giugno ai 251 del 14 giugno nell’arco di solo cinque giorni (vedi immagine 4). Questo rialzo ha reso necessario un pronto intervento da parte della BCE, che ha convocato una riunione di emergenza il 15 giugno prima che la profezia si autoavverasse spingendo l’Eurozona verso una nuova crisi sul debito pubblico.

L’obiettivo della riunione è accelerare i lavori sul nuovo strumento “anti-frammentazione”, ovvero uno scudo anti-spread che possa difendere la trasmissione della politica monetaria. La BCE ha deciso di intervenire con la flessibilità del PEPP contro le speculazioni sui mercati per ridurre gli spread che si erano eccessivamente allargati. Nel comunicato si legge che “il Consiglio direttivo ha deciso che adotterà flessibilità nel reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP, al fine di preservare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria<sup>63</sup>” e che “il Consiglio direttivo ha deciso di incaricare i comitati dell’Eurosistema competenti e i servizi della BCE affinché si acceleri il completamento della progettazione di un nuovo strumento di contrasto alla frammentazione da sottoporre all’esame del Consiglio direttivo”. È stata ribadita quindi la flessibilità nell’impiego del capitale reinvestito del PEPP, oltre che promossa un’accelerazione sulla creazione dello scudo anti-spread. Bloccarne un eccessivo rialzo che va oltre i fondamentali aiuta la BCE nella normalizzazione della politica monetaria, per questo il

---

<sup>63</sup> Dove per ‘meccanismo di trasmissione della politica monetaria’ è da intendersi il percorso che conduce un provvedimento di politica economica fino ai suoi effetti finali. Il legame causale tra gli strumenti di politica economica e i suoi obiettivi finali non è quai mai diretto, anzi, è mediato da una serie di step e dai comportamenti degli attori coinvolti: imprese, famiglie e banche. Definizione presa dal sito Treccani [https://www.treccani.it/enciclopedia/meccanismo-di-trasmissione\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/meccanismo-di-trasmissione_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/) consultato in data 21/07/2022

PEPP è stato mobilitato sin da subito, essendo attualmente l'unico strumento a disposizione. Il PEPP è stato lanciato il 26 marzo del 2020 e gli acquisti netti di attività si sono fermati nel marzo del 2022. Esso ha raggiunto un ammontare di 1700 miliardi di cui 280 sono titoli italiani contro i 412 miliardi di titoli tedeschi. La flessibilità paventata nelle operazioni di reinvestimento dei titoli in scadenza, atte a frenare l'aumento degli spread, dovrebbero quindi vedere l'acquisto di titoli dei Paesi più esposti a discapito di quelli più sicuri, come, ad esempio, BTP italiani per BUND tedeschi.<sup>64</sup>

Per essere precisi, uno strumento a disposizione della BCE ci sarebbe: l'OMT. L'*Outright Monetary Transactions* è tuttora uno strumento a disposizione della Banca Centrale Europea e prevede che l'istituto possa "acquistare illimitatamente sul mercato secondario il debito pubblico di un Paese membro che sta fronteggiando difficoltà finanziarie, fornendo così un potente scudo contro lo spread".<sup>65</sup> Lo scopo è evitare che si verifichino altre tensioni sui debiti pubblici degli stati UE che, oltre a far aumentare vertiginosamente i costi del finanziamento del debito pubblico stesso, possono destabilizzare l'eurozona. Con questo strumento la BCE si pone, di fatto, come prestatore di ultima istanza. Tuttavia, la condizione affinché uno Stato possa beneficiarne è l'adesione all'interno del programma del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), il cui funzionamento, con relative condizionalità, è stato spiegato al capitolo 4.1 tra gli strumenti elencati per affrontare la crisi economica generata dal Covid.

Il solo annuncio, comunque, è bastato a placare le turbolenze e a far tornare lo spread a quota 200. Nonostante questo il percorso per la creazione e per il funzionamento di tale strumento è pieno di insidie: in primis perché immette liquidità contrastando la stretta monetaria, ma anche perché gli investitori potrebbero sfidare la banca centrale nella difesa dello spread, sulla falsariga di quanto accade con il tasso di cambio delle valute. Per queste ragioni è probabile che nella mente della BCE ci sia uno strumento in grado di intervenire solo quando "spiralità di prezzi dirompenti e autoavverantisi sui mercati dei bond sovrani minaccino la coesione della moneta unica".<sup>66</sup> Isabel Schnabel, componente

---

<sup>64</sup> Cifre prese da articolo de *IlSole24Ore* reperibile sul sito internet all'indirizzo <https://www.ilsole24ore.com/art/bce-soccorso-paesi-piu-esposti-mandato-nuovo-scudo-anti-spread-AERvI5fB> consultato in data 21/07/2022

<sup>65</sup> Citazione presa da articolo de *IlSole24Ore* reperibile sul sito internet all'indirizzo <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2020/05/25/mes-omt-bazooka-bce/> consultato in data 21/07/2022

<sup>66</sup> Citazione presa da articolo de *IlSole24Ore* reperibile sul sito internet all'indirizzo <https://www.ilsole24ore.com/art/dalla-bce-scudo-d-emergenza-spread-AEFuXkgB> consultato in data 21/06/2022

del *board*, ha inoltre affermato parlando a nome della BCE che “reagiremo alle nuove emergenze con strumenti esistenti e potenzialmente nuovi, questi strumenti potrebbero avere un aspetto diverso, con condizioni, durata e garanzie diverse, per rimanere saldamente all'interno del nostro mandato”<sup>67</sup>, confermando la volontà di voler creare qualcosa che potrebbe essere un unicum nel suo genere. Ad oggi, 21 giugno 2022, il divario tra il costo del debito italiano e tedesco si è ampliato fino a 2,4 punti percentuali (il doppio rispetto ad un anno fa) e l'aggravarsi della situazione porterebbe il costo del debito pubblico degli Stati più vulnerabili ad una situazione simile a quella antecedente l'inizio dell'acquisto di obbligazioni da parte della BCE nel 2014, quando la crisi dei debiti sovrani ha rischiato di tramutarsi in crisi valutaria. La maggior parte del Consiglio direttivo della BCE, però, ritiene che non abbia senso annunciare un nuovo strumento finché questo rischio non si materializzerà, poiché potrebbe andare contro i principi della BCE stessa o incorrere in una diatriba con la Corte costituzionale tedesca<sup>68</sup>. Quindi non è ancora chiaro se la BCE partorirà effettivamente qualcosa di questo genere o se tramite gli annunci sarà in grado di controllare le aspettative dei mercati prevenendo la necessità che questo venga creato ed utilizzato.

Immagine 7: L'andamento dello Spread tra BTP italiani e Bund tedeschi dal 21 maggio 2022 al 21 giugno 2022



Fonte: *IlSole24Ore*<sup>69</sup>

<sup>67</sup> Citazione presa da articolo del Financial Times reperibile sul sito internet all'indirizzo <https://www.ft.com/content/4d0d800e-57da-4e9a-b089-8c8d1e07bcf3> consultato in data 21/06/2022

<sup>68</sup> Fonte: articolo preso da il Financial Times, reperibile sul sito internet all'indirizzo <https://www.ft.com/content/4d0d800e-57da-4e9a-b089-8c8d1e07bcf3> consultato in data 21/06/2022

<sup>69</sup> Immagine reperibile sul sito de *IlSole24Ore* all'indirizzo <https://mercati.ilssole24ore.com/obbligazioni/spread/btp-10a-bund-10a> consultato in data 21/06/2022

Nel frattempo è comunque possibile fare una serie di considerazioni su come l'inflazione stia impattando sul debito pubblico. Un'inflazione molto elevata riduce il peso del debito in due modi: portando ad un aumento delle entrate da imposte indirette<sup>70</sup> ed erodendo il valore reale dei titoli di Stato in circolazione (questa affermazione vale solo per i titoli a tasso fisso, che comunque sono la maggioranza vedi immagine 5); tuttavia le ricadute positive sul debito pubblico sono controbilanciate da quelle negative sui risparmiatori, perché alla restituzione del capitale impegnato l'investitore potrà comprare meno beni con il capitale rimborsato (una situazione assimilabile a quella di una tassa, ma occulta). Per ridurre il peso del debito sarebbe necessario che l'inflazione sia improvvisa ed elevata. "Se gli investitori si aspettano maggiore inflazione nel futuro, richiederanno tassi di interesse più alti per compensare il rischio di essere ripagati in moneta svalutata", con la situazione che potrebbe aggravarsi ulteriormente "se l'inflazione è elevata e continuamente in crescita" perché "i mercati possono chiedere un premio al rischio ancora più alto per compensare non solo le aspettative di maggiore inflazione nel futuro, ma anche l'incertezza sul valore futuro dell'inflazione" creando un aumento "non solo i tassi d'interesse nominali ma anche quelli reali, cioè al netto dell'inflazione, con conseguenze negative sulla domanda aggregata"<sup>71</sup>.

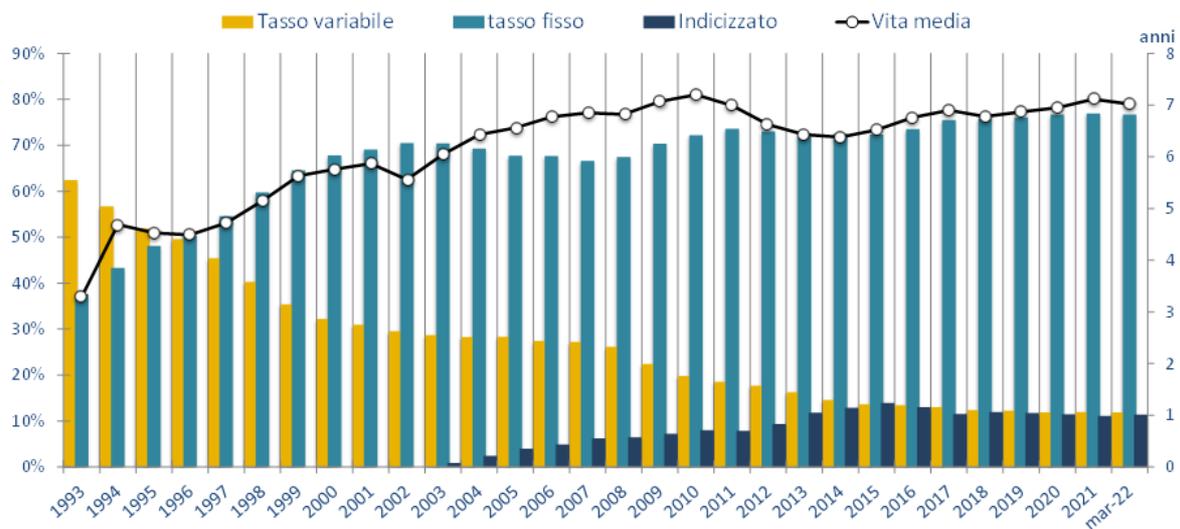
Il DEF 2022, in merito, dice che "la revisione al rialzo della previsione di inflazione, pur comportando maggiori pagamenti per interessi sui titoli di Stato indicizzati ai prezzi al consumo e per le spese indicizzate all'inflazione, spinge d'altro canto al rialzo le entrate da imposte indirette". L'impatto dell'inflazione nel 2022, quindi, dovrebbe essere positivo sui conti pubblici, infatti "nel complesso, la revisione al ribasso della stima di indebitamento netto del 2022 è principalmente ascrivibile a maggiori entrate tributarie, contributive e altre entrate correnti, che più che compensano stime più elevate di spesa corrente e in conto capitale rispetto alla NADEF".

---

<sup>70</sup> L'inflazione porta ad un aumento dei prezzi, di conseguenza aumenterà la base imponibile e quindi anche l'imposta indiretta.

<sup>71</sup> Citazioni prese dal Paper 'Si può finanziare il debito stampando moneta?' dell'Osservatorio CPI.

Immagine 8: L'evoluzione della struttura del debito e la vita media



Fonte: MEF<sup>72</sup>

#### 4.4 UN APPROFONDIMENTO SUI NESSI E SULLE IMPLICAZIONI TRA DEBITO PUBBLICO E CRESCITA

L'obiettivo che si pone questo paragrafo è di analizzare gli impatti che ha un alto debito pubblico sulla crescita del Pil e, quindi, sulle imprese.

Per spiegare questa correlazione ci si avvale del capitolo 'Debito pubblico e crescita economia' a cura di A. Presbitero e del capitolo 'Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese' a cura di S. Caselli, contenuti nella rivista di politica economica 'Il debito pubblico in Italia: perché è un problema e come se ne esce'.<sup>73</sup>

È possibile affermare e dimostrare che il debito pubblico ha effetti sull'accumulazione di capitale e sui tassi d'interesse, in particolare quando raggiunge livelli particolarmente elevati o dinamiche non sostenibili contraendo il tasso di crescita, vincolando gli investimenti e indebolendo la capacità di mettere in atto misure anticicliche.

Il debito pubblico influenza negativamente il tasso di crescita dell'economia tramite le scelte di politica fiscale e le decisioni di consumo e investimento del settore privato. Un debito alto è infatti percepito dai mercati come più rischioso, quindi richiede tassi d'interesse maggiori. Famiglie e imprese, inoltre, immaginano che la tassazione futura sarà più alta, scoraggiando il risparmio e l'accumulazione di capitale che sono input

<sup>72</sup> Immagine presa dal sito del MEF, reperibile all'indirizzo [https://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici/](https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/) consultata in data 22/06/2022

<sup>73</sup> Numero della rivista in questione reperibile all'indirizzo internet [https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica/dettaglio?doc=rivista\\_2020\\_1](https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica/dettaglio?doc=rivista_2020_1) consultato in data 22/05/2022

fondamentali per la crescita. Pertanto una politica di bilancio espansiva stimola la domanda aggregata nel breve termine, ma riduce l'accumulazione di capitale nel lungo; a maggior ragione ciò accade se l'esborso è costituito da spesa corrente, anziché in infrastrutture che dovrebbero creare un maggior gettito futuro. In Italia, ad esempio, la spesa pensionistica rappresenta il 40% della spesa pubblica, infatti, su un totale di 985961<sup>74</sup> mln ben 218699<sup>75</sup> sono costituiti da pensioni di natura previdenziale o assistenziale. Da qui le celebri polemiche sulla dissipatezza della spesa pubblica italiana, che nel luglio del 2020 hanno portato i Paesi frugali, come l'Olanda, a dubitare sul modo in cui il Belpaese avrebbe investito le ingenti risorse provenienti del Recovery Fund<sup>76</sup>. Una politica di bilancio espansiva limita anche le misure anticicliche: un Paese con un debito pubblico alto è più esposto e, di conseguenza, ha minore possibilità di sostenere domanda e investimenti nel momento in cui sarebbe più necessario farlo, ovvero quando c'è capacità produttiva inutilizzata e quando il pil è inferiore al suo livello potenziale, come accaduto con la crisi dei debiti sovrani nel 2011 (Presbitero, 2019). Un alto debito pubblico ha conseguenze anche sul finanziamento alle imprese. Le condizioni sfavorevoli derivano dal fatto che lo Stato potrebbe decidere di aumentare le tasse per ridurre il deficit e la spesa per interessi. In questo modo sottrarrebbe risorse per investimenti in infrastrutture e ricerca che creerebbero maggiore crescita futura. A questo si aggiunge l'incertezza che scoraggia gli investitori esteri e il fatto che i consumatori sono più restii ad utilizzare i propri risparmi in caso di instabilità politica ed economica del Paese.

Il nesso tra debito pubblico e imprese passa per la figura della banca che si trova a finanziare le imprese. Questa relazione è più difficile da cogliere e la letteratura accademica l'ha trascurata; tuttavia Zoli (citato in Caselli, 2019) mostra come le variazioni di spread fra BTP italiani e BUND tedeschi "si propaghino rapidamente sullo spread dei CDS e sul tasso dei bond bancari, influenzando direttamente i tassi di interesse praticati alle imprese". Questo effetto è "tanto più potente quanto più alta è la percentuale di *NPLs* presente in bilancio della banca e quanto più basso è il *capital ratio* della banca medesima". A dimostrazione di ciò si può notare come l'andamento del tasso

---

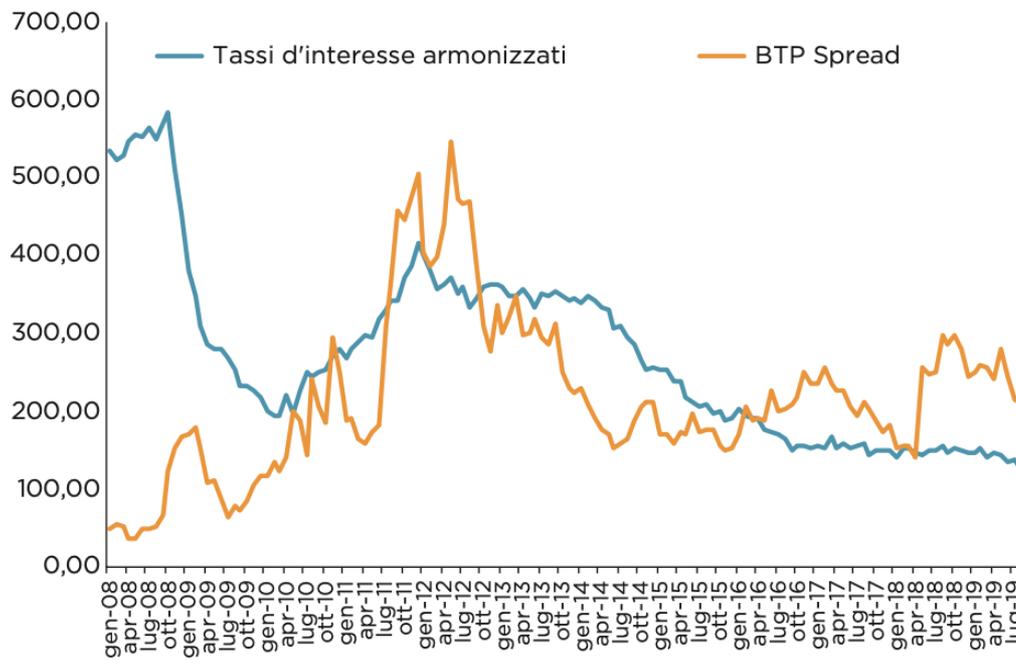
<sup>74</sup> Fonte dati DEF 2022, pag. 73

<sup>75</sup> Fonte dati sito INPS, <https://www.inps.it/news/pubblicato-losservatorio-sulle-pensioni-con-i-dati-del-2021> consultato in data 23/07/2022

<sup>76</sup> Notizia riportata da *IlSole24Ore* all'indirizzo <https://www.ilssole24ore.com/art/recovery-fund-perche-l-olanda-bacchetta-l-italia-pensioni-e-quota100-ADE066e> consultato in data 23/07/2022

medio dei prestiti alle imprese (tassi di interesse armonizzati, non in cc, a società non finanziarie) reagisca positivamente alle fasi di tensione del debito pubblico. Nel 2011, ad esempio, lo spread passa da 140 p.b. a 520 p.b. e il tasso medio dei prestiti si sposta dal 2,88% al 4,17% (vedi immagine 9).

Immagine 9: L'andamento del costo di finanziamento delle imprese e dello spread (in punti base) tra BTP e BUND



Fonte: Bloomberg e Banca d'Italia.

Fonte: 'Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese' Caselli 2019, pag. 8

Le ragioni sottostanti a questo legame sono da imputare al modo in cui i titoli di Stato vengono iscritti nel bilancio delle banche: gli investimenti in titoli di Stato corrispondono ad un attivo di bilancio, mentre un aumento dello spread significa un aumento del rischio percepito riguardante gli attivi bancari nel loro complesso. Ne consegue che l'istituto sarà obbligato a cercare investimenti più sicuri, ma anche a diminuire le esposizioni e ridurre i prestiti, in particolare quelli più rischiosi che solitamente sono anche quelli più innovativi. Anche a livello di volumi "un aumento degli interessi offerti dai BTP comporta una diminuzione del loro prezzo e dunque il loro valore diminuisce. La banca dovrà accompagnare la riduzione degli attivi ad una eguale riduzione del volume dei passivi, quindi concedere meno prestiti." L'articolo prosegue

dicendo che “sono sufficienti segnali di rialzo dello spread per attivare le decisioni sopra descritte in termini di riduzione del rischio della parte dell’attivo rappresentata da prestiti alle imprese”, a dimostrazione di come vi sia un legame sempre più stretto fra andamento della fiducia sul sistema paese (misurata con lo spread) e la disponibilità di credito fornito dal sistema bancario. Inoltre vi è un legame contraddittorio che porta gli istituti finanziari a detenere titoli di Stato, poiché questi sono esenti da requisiti di capitale prudenziale da soddisfare. Essi, infatti, sono considerati per loro natura investimenti sicuri che permettono alle banche di non fallire (effetto *doom-loop*). Per quanto concerne il passivo delle banche, un aumento dei titoli di Stato porta ad un rialzo dei tassi interesse che le banche danno ai depositanti per competere sul mercato della liquidità. La maggiore incertezza sul Paese, inoltre, porta i depositanti esteri a far rientrare i loro fondi facendo scarseggiare ulteriormente i depositi, fonte tradizionale di finanziamento per le banche. A questo si aggiunge il fatto che “un aumento dello spread sui titoli sovrani porta ad un aumento immediato dello spread sui CDS bancari”, affermazione che fa capire come i mercati relazionino la rischiosità dei titoli bancari all’andamento delle finanze pubbliche. “Un aumento del debito pubblico – infatti - comporta un’incertezza generale riguardante il merito creditizio delle banche italiane, comparabile in termini di effetti ad una diminuzione di quest’ultimo. Di conseguenza, le controparti europee sono più restie ad offrire fondi, innalzando di fatto delle barriere tra stati”. La conseguenza è l’aumento del costo per ottenere liquidità, anche se questo dovesse provenire dall’emissione di obbligazioni che avverranno ad un tasso di interesse più alto per la “maggiore insicurezza e per il minore merito di credito”. Quindi “nel loro insieme, le tensioni che dallo spread si riflettono sulle passività delle banche, attraverso i depositi, la provvista interbancaria e le emissioni obbligazionarie, tendono a comprimere il margine di interesse. Questo significa, che sul lato dell’attivo, la banca dovrà trasferire queste tensioni in termini di maggiori tassi praticati alla clientela per poter mantenere il medesimo livello di margine di interesse come definito nel budget dell’anno”. L’articolo conclude sostenendo come sia affermabile che un alto debito pubblico condizioni le banche attraverso più canali: un aumento del costo del denaro per la banca ed un contemporaneo abbassamento della quantità disponibile che si riflette sui costi e sui volumi dei finanziamenti forniti alle imprese, spingendo le banche a concedere “meno finanziamenti, meno rischiosi e più costosi” (Caselli, 2019).

Fatte queste due lunghe considerazioni sull’impatto del debito sulla crescita e, più nello specifico, sul finanziamento alle imprese è ora utile indagare se vi sia una correlazione negativa tra debito pubblico e tasso di crescita del Pil.

Fatas, Ghosh, Panizza e Presbitero (citati da Presbitero, 2019) mostrano come “il tasso medio di crescita del PIL diminuisce da 3,7% a 2,5% e poi 1,2% passando da livelli del rapporto debito/PIL al di sotto del 30%, compreso tra 30 e 90%, e maggiore di 90%”. La letteratura, tuttavia, non ha prodotto risultati convincenti sul fatto che alti debiti pubblici causino una minore crescita. Una ricerca di questo genere è stata condotta da Alexander Chudik, Kamiar Mohaddes, M. Hashem Pesaran e Mehdi Raissi nel *paper* ‘Rising public debt-to-GDP can harm economic growth’. Dopo aver spiegato una serie di motivazioni per cui un alto debito pubblico freni la crescita (analoghe a quelli di Presbitero e Caselli spiegate poc’anzi), nel testo si afferma che: “L’analisi contenuta in questa lettera economica non fornisce alcuna indicazione sulla direzione della causalità tra debito pubblico e crescita, e di fatto consente che la causalità si svolga in entrambi i sensi”. Della stessa opinione sono anche Manmohan S. Kumar e Jaejoon Woo nel *paper* ‘Public Debt and Growth’ in cui si afferma che “un debito elevato può avere un effetto negativo sulla crescita, *ma allo stesso tempo*, una bassa crescita - per ragioni non correlate al debito - può a sua volta portare a un debito elevato, o che il debito pubblico e la crescita possano essere determinati congiuntamente da una terza variabile”<sup>77</sup>. I due aggiungono, inoltre, che non vi è una linearità marcata e che non vi sono soglie definite oltre le quali il debito inizia ad avere effetti negativi sulla crescita. Dunque, in entrambi non è chiaro quale dei due fattori influenzi l’altro, se si influenzino a vicenda, come lo facciano e da che livello inizi la correlazione negativa.

Kumar e Woo, tuttavia, affermano che: “I risultati, basati su una serie di tecniche econometriche, suggeriscono una relazione inversa tra il debito iniziale e la crescita successiva, [...] un aumento di 10 punti percentuali del rapporto debito/PIL iniziale è associato a un rallentamento della crescita annuale del PIL reale pro capite di circa 0,2 punti percentuali all’anno [...]. Vi è una certa evidenza di non linearità: livelli più elevati di debito iniziale hanno un effetto negativo proporzionalmente maggiore sulla crescita successiva”.

---

<sup>77</sup> Corsivi aggiunti

Per questo Presbitero afferma che: “La difficoltà di dimostrare inequivocabilmente che il rapporto causale va dall’alto debito pubblico alla crescita non significa che questo effetto non esista”. Bisogna tenere però conto di due fattori: in primo luogo “la relazione tra debito pubblico e crescita può essere mediata da moltissimi fattori (la struttura del debito, il contesto macroeconomico e istituzionale, per nominarne alcuni)”; e che non vi sono soglie, non c’è linearità: Paesi diversi sono in grado di tollerare soglie diverse di debito, in particolare in funzione del “fiscal space che garantisce margini di manovra per attuare politiche fiscali correttive”.

#### 4.3.1 C’E’ EVIDENZA EMPIRICA SULLA RELAZIONE TRA ALTO DEBITO PUBBLICO E BASSA CRESCITA?

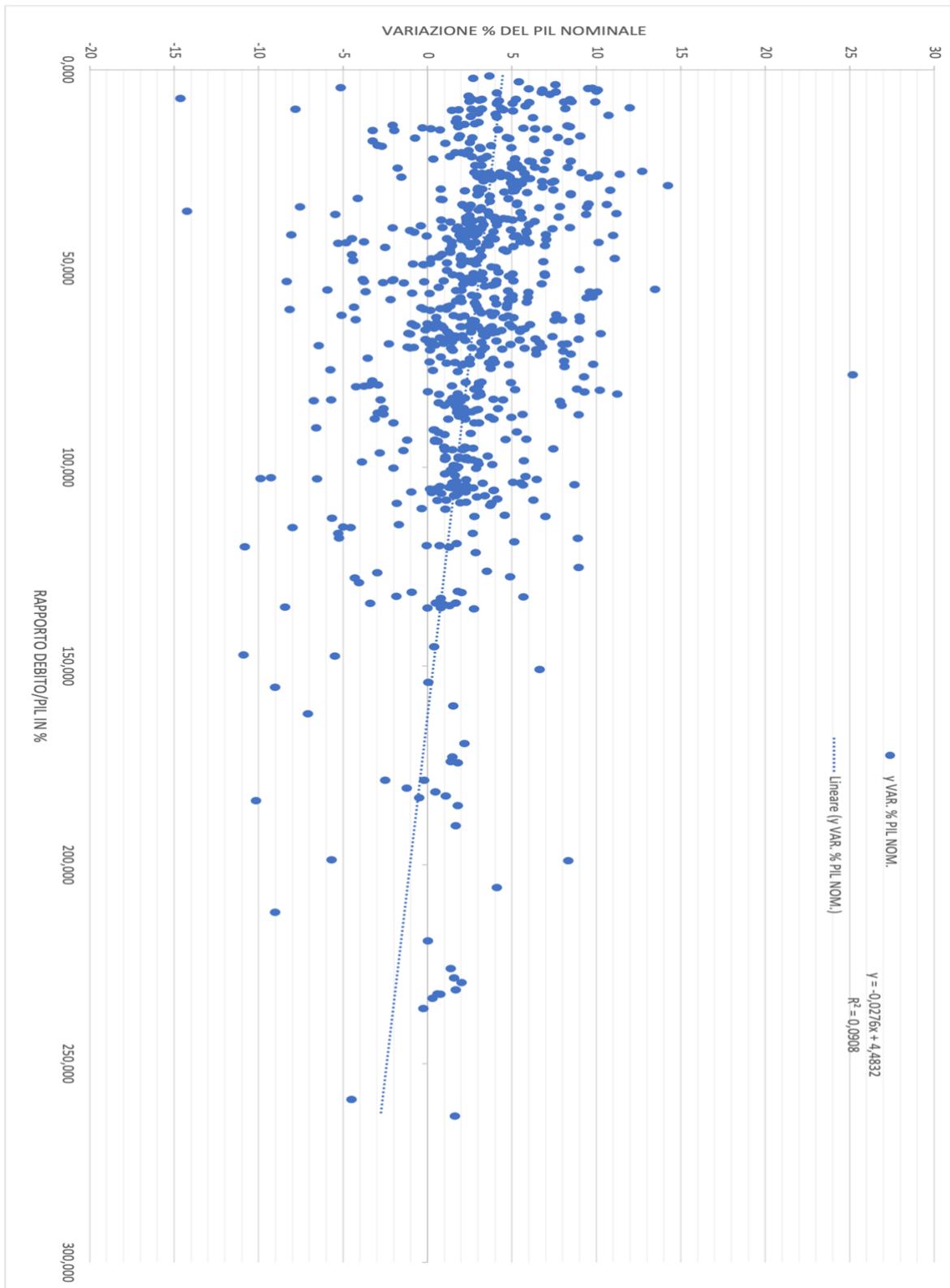
Al fine di indagare questa relazione è stata effettuata una regressione lineare semplice utilizzando Excel per cercare evidenze statistiche in merito ad una correlazione tra l’alto debito e la bassa crescita.

Il criterio nella scelta dei Paesi è stato il grado di sviluppo economico. Sono stati scelti gli Stati appartenenti al G7, al G20 e all’area-EU, in modo tale da avere anche Paesi con modelli economici diversi. Per quanto riguarda gli anni è stato scelto di prendere per ognuno il dato sul rapporto debito/Pil e sul tasso di crescita del Pil nominale dal 2000 al 2021 per mera disponibilità dei dati nel database del IMF.

In tutto sono state raccolti quindi 748 osservazioni: 22 coppie di dati per 34 Paesi (UK, Giappone, Italia, Francia, Canada, USA, Germania, Spagna, Grecia, Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Irlanda, Lettonia, Lussemburgo, Malta, Olanda, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Argentina, Brasile, Cina, India, Indonesia, Messico, Russia, Arabia Saudita, Sud Africa, Turchia, Australia e Corea del Sud).

I seguenti risultati sono stati ottenuti lanciando la regressione lineare in Excel, mettendo il rapporto debito/Pil come variabile indipendente, la variazione percentuale di Pil nominale rispetto all’anno precedente come variabile dipendente e un livello di confidenza al 95%.

Immagine 10: Grafico della regressione lineare tra il rapporto debito pubblico/Pil e tasso di crescita del Pil nominale con linea di tendenza



Fonte: Elaborazione propria dati IMF<sup>78</sup>

<sup>78</sup> IMF database consultabile all'indirizzo internet <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April> consultato in data 20/05/2022

Immagine 11: Output di riepilogo della regressione lineare lanciata con Excel

OUTPUT RIEPILOGO						
<i>Statistica della regressione</i>						
R multiplo	0,301253611					
R al quadrato	0,090753738					
R al quadrato corretto	0,08953491					
Errore standard	3,774175709					
Osservazioni	748					
<b>ANALISI VARIANZA</b>						
	<i>gdl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>Significatività F</i>	
Regressione	1	1060,63525	1060,63525	74,45979336	3,70738E-17	
Residuo	746	10626,3241	14,2444023			
Totale	747	11686,95935				
	<i>Coefficienti</i>	<i>Errore standard</i>	<i>Stat t</i>	<i>Valore di significatività</i>	<i>Inferiore 95%</i>	<i>Superiore 95%</i>
Intercetta	4,4831677	0,249756722	17,9501383	3,6931E-60	3,992858029	4,97347737
Variabile X 1	-0,02764351	0,003203556	-8,6290088	3,70738E-17	-0,033932567	-0,021354453

La regressione lineare semplice studia la dipendenza in media tra due variabili (una dipendente e una indipendente), cercando una funzione che esprima tale dipendenza in media.

La bontà d'adattamento del modello di regressione viene espresso da 'R al quadrato', il quale può avere un valore compreso tra 0 e 1, essendo 0,09 è basso; tuttavia, evidenzia una debole dipendenza tra la variazione % del Pil nominale e il rapporto debito/Pil. In virtù anche delle considerazioni fatte prima, era lecito aspettarsi una dipendenza non forte. Il valore di significatività F è di molto inferiore a 0.05, quindi il test è significativo. La retta di regressione esprime al meglio la dipendenza dei valori y dipendenti da x e mostra come un aumento di 10 punti percentuali del rapporto debito/Pil causi una riduzione del tasso di crescita del Pil nominale dello 0,27%.

Il risultato è simile a quello della ricerca Presbitero secondo la quale "un aumento del rapporto debito/PIL di 10 punti percentuali è associato con una riduzione del tasso di crescita annuale del PIL dello 0,24%", in questo caso il numero di osservazioni era 1054 (17 Paesi per 62 anni).

Un altro fatto interessante da evidenziare, elaborato sempre dalle 748 osservazioni raccolte, è che se si ordinano i rapporti debito/Pil in ordine crescente, dividendo in 3 gruppi la lista (rapporto debito/Pil<30%, 30<rapporto debito/Pil<90%, rapporto debito/Pil>90), pur consapevoli dell'assenza di soglie definite, si otterranno valori di crescita medi del Pil nominale molto differenti:

- Rapporto debito/Pil<30: media del tasso di crescita del Pil nominale in % = 4,389

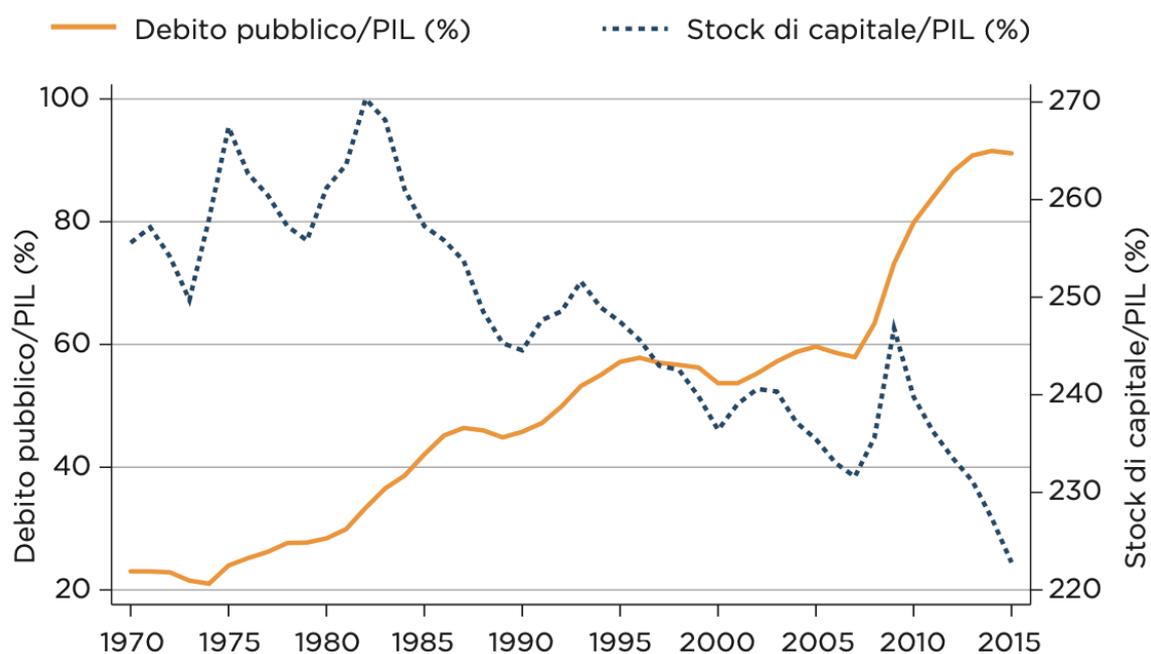
- 30<Rapporto debito/Pil<90: media del tasso di crescita del Pil nominale in % = 2,832
- Rapporto debito/Pil>90: media del tasso di crescita del Pil nominale in % = 0,778

I numeri confermano quanto trovato da Fatas, Ghosh, Panizza e Presbitero (citati in Presbitero, 2019), secondo i quali “il tasso medio di crescita del PIL diminuisce da 3,7% a 2,5% e poi 1,2% passando da livelli del rapporto debito/PIL al di sotto del 30%, compreso tra 30 e 90%, e maggiore di 90%”.

Seppur in modo non convinto e inscindibile, quindi, il debito pubblico rappresenta un vincolo alla crescita e lo fa tramite due meccanismi: agendo sulle aspettative e sui prezzi. Il primo è chiamato ‘*debt overhang*’ e consiste nel disincentivo che un alto debito pubblico dà alle scelte correnti di investimento. Il settore privato immagina infatti che una parte maggiore dei profitti futuri dovrà essere utilizzata per rimborsare il debito (maggiore pressione fiscale futura) e questo funge da deterrente all’accumulazione di capitale, con ricadute sul tasso di crescita (vedi immagine 12).

Il secondo canale invece riguarda i tassi d’interesse, perché, come ribadito a più riprese, un alto debito pubblico comporta un maggiore premio per il rischio e quindi un aumento degli interessi pagati su quel debito. La situazione poi si aggrava nei periodi di crisi poiché lo spread tende ad allargarsi impattando sul costo del capitale per il settore privato (come spiegato prima).

Immagine 12: Andamento del rapporto debito pubblico/Pil e dello stock di capitale



Fonte: 'Debito pubblico e crescita economica' di Presbitero, 2019.

#### 4.4 NON ESISTONO SOLUZIONI FACILI A PROBLEMI COMPLESSI

È stato riportato, a livello teorico e con supporto numerico, come un alto debito pubblico influenzi il tasso di crescita dell'economia, motivo per cui ha senso, in ultima istanza, cercare di identificare quali siano le soluzioni ridurlo.

Una corretta gestione del debito passa per un confronto del tasso di crescita dell'economia con il costo del finanziamento del debito. Le difficoltà emergono dal fatto che questa situazione non è statica: le scelte di politica economica influenzano i due tassi (anche tramite le aspettative), ma soprattutto possono esserci degli shock esogeni che impattano su di essi (il più classico è lo scoppio di una crisi). Di conseguenza, un debito pubblico elevato va trattato in modo prudente, lavorando al tempo stesso su numeratore e denominatore del rapporto debito/Pil, ovvero ottimizzando la gestione della spesa pubblica sia in termini di qualità (privilegiando gli investimenti alla spesa corrente) che di quantità, attuando al tempo stesso riforme ed investimenti che favoriscano la crescita del Pil (Presbitero, 2019).

Nello specifico, a livello matematico, la relazione che descrive le variabili che influenzano il debito è la seguente:

Equazione 6: Le variabili che influenzano il rapporto debito/Pil<sup>79</sup>

$$\Delta d = p + (i - \pi - g)d$$

Per  $d$  si intende il rapporto debito pubblico/Pil, quindi  $\Delta d$  è la variazione di questo rapporto.  $p$  invece è il rapporto tra disavanzo primario e Pil, mentre  $i$  è il tasso d'interesse nominale medio pagato sullo stock di debito.  $\pi$  è il tasso d'inflazione, infine  $g$  è il tasso di crescita reale del Pil (ricordando che  $r = i - \pi$ ). L'equazione mostra come una riduzione del rapporto debito/Pil richieda un avanzo primario maggiore della differenza tra tasso d'interesse reale ( $r$ ) e crescita del Pil moltiplicata per lo stock di debito. Quindi, nel caso in cui il tasso d'interesse reale sia minore del tasso di crescita dell'economia  $r < g$ , il debito può diminuire anche nel caso di disavanzi primari; viceversa, se il tasso d'interesse reale è più alto del tasso di crescita del Pil occorrono avanzi primari per evitare che la situazione si avviti.

Bernardini, Cottarelli, Galli e Valdes, nel 2019, nell'articolo 'La riduzione del debito pubblico: l'esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni' hanno trovato ed analizzato gli episodi in cui, dalla Seconda guerra mondiale in poi, i debiti si sono ridotti di valori pari o maggiori a 25 punti percentuali nel rapporto debito pubblico/Pil. Sono emersi 30 casi, raggruppabili in quattro approcci che si sono rivelati vincenti:

- Un'inflazione alta ed inattesa,
- Un mix di repressione finanziaria, crescita economica e inflazione moderata,
- Un aggiustamento fiscale,
- Una ristrutturazione del debito.

Il punto di partenza a livello teorico per improntare questa discussione è l'equazione dinamica del debito pubblico:

---

<sup>79</sup> Equazione presa dall'articolo 'Come risolvere il problema del debito pubblico italiano: un'analisi critica delle soluzioni facili' di Panizza, 2019 pag.137

Equazione 7: L'equazione dinamica del debito pubblico<sup>80</sup>

$$\Delta d_t = -pb_t + \frac{(i-g)}{(1+g)} d_{t-1} - oneoff$$

Dove “ $\Delta d_t$ ” è il rapporto debito pubblico/PIL alla fine di un periodo  $t$ ,  $pb_t$  è il saldo primario al tempo  $t$ ,  $i$  è il tasso di interesse nominale medio sul debito pubblico, calcolato come gli interessi pagati al tempo  $t$  sullo stock di debito alla fine del tempo  $t-1$ ,  $g$  è il tasso di crescita no-minale del PIL e *oneoff* riassume vari fattori temporanei (ricavi da privatizzazioni, condoni ecc.) che riducono il rapporto deficit/PIL per un periodo di tempo limitato”

Di conseguenza, ora che è nota l'equazione, appaiono una serie di possibilità per ridurre il debito:

- Migliorare il saldo primario  $pb$  tramite un aumento delle tasse e/o una riduzione della spesa (detto 'aggiustamento fiscale'). L'approccio, tuttavia, impatta su  $i$  e  $g$  perché un miglioramento del saldo primario potrebbe ridurre la crescita, ma al tempo stesso ridurre i tassi d'interesse richiesti dal mercato per l'inizio di un percorso virtuoso.
- Aumentare l'inflazione: all'aumentare di  $g$  però dovrebbe aumentare anche  $i$ , ma  $i$  è più rigido per la prevalenza di titoli di Stato emessi a tassi fissi (vedi immagine 8). Questo scenario rispecchia ciò che sta accadendo adesso e che viene descritto dal DEF e riportato nell'elaborato prima dell'immagine 8.
- Repressione finanziaria: si tratta di limitazioni che tengano  $i$  sotto il suo livello, come tetti sui tassi d'interesse, controlli sui movimenti di capitali e obblighi di acquisto di titoli di Stato in capo alle banche. Questo è sulla falsariga di quanto accaduto in Italia a cavallo tra gli anni Sessanta e Settanta con il 'credito totale interno' come obiettivo di politica monetaria (vedi capitolo 2.3).
- Provvedimenti di *asset-liability management* come le privatizzazioni. Queste scelte, però, oltre ad essere estemporanee (la quantità di aziende privatizzabili è finita), spesso inducono i contribuenti ad assumere atteggiamenti evasivi (vedi il caso dei condoni fiscali).

---

<sup>80</sup> Equazione presa dall'articolo 'La riduzione del debito pubblico: l'esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni' di Bernardini, Cottarelli, Galli e Valdes, 2019 pag.70

- La ristrutturazione del debito: la sostituzione dei titoli di Stato in circolazione con titoli il cui valore facciale è più basso e/o il tasso d'interesse è minore e/o hanno una scadenza più lunga. In ogni caso si intacca per sempre la fiducia degli investitori che chiederanno in futuro un tasso d'interesse maggiore e si rischia una forte contrazione economica, soprattutto nel caso in cui i titoli siano detenuti da residenti.
- Stimolare la crescita, tramite riforme strutturali o aumentando la spesa. È curioso come quest'ultima opzione venga sempre preferita alla prima sebbene "a riduzione del debito pubblico non è mai stata conseguita attraverso politiche fiscali espansive (riducendo le tasse o aumentando la spesa), con la speranza che questo avrebbe messo in moto una crescita economica sufficientemente forte da determinare una riduzione del debito pubblico (il cosiddetto "approccio del denominatore")"
- Mutualizzare il debito: sperare che all'unione monetaria segua quella fiscale, che porti alla creazione di un debito unico europeo finanziato dalla UE stessa, con la garanzia di tutti gli Stati (quindi a tassi d'interesse molto bassi), tramite i celebri *eurobond*.

Analizzate le possibili soluzioni si viene ora ai precedenti storici e alle quattro tecniche che si sono rivelate vincenti.

Sui 30 casi totali riportati sull'articolo, la divisione è la seguente:

- Cinque Paesi hanno ridotto il proprio rapporto debito/Pil tramite un'inflazione elevata: "Italia (1945-1947), Francia (1945-1948), Finlandia (1945-1951), Giappone (1946-1951) e Austria (1948-1957). Israele (1984-2000) è l'unico caso di riduzione del debito dovuta all'inflazione accaduto non nell'immediato dopoguerra."
- Dieci Paesi hanno ridotto il proprio rapporto debito/Pil tramite un mix di crescita economica, inflazione moderata e repressione finanziaria: "Canada (1945-1953), Svizzera (1945-1963), Belgio (1946-1951), Australia (1946-1964), Nuova Zelanda (1946-1974), Paesi Bassi (1946-1974), Regno Unito (1946-1983), Stati Uniti d'America (1946-1974), Norvegia (1947-1953), Francia (1949-1966) e Belgio (1959-1974)".

- Tredici Paesi hanno ridotto il proprio rapporto debito/Pil tramite il cosiddetto ‘aggiustamento fiscale’, ovvero una miglioramento dell’avanzo primario: “Irlanda, 1987-2006; Nuova Zelanda, 1992-2007; Norvegia, 1993-1998; Belgio, 1993-2007; Paesi Bassi, 1993-2007; Finlandia, 1994-2008; Islanda, 1995-2005; Danimarca, 1993-2007; Canada, 1996-2007; Spagna, 1996-2007; Svezia 1996-2008; Islanda, 2011-17, e Irlanda, 2012-17”.
- Un Paese ha visto ridurre il proprio rapporto debito/Pil tramite una ristrutturazione del debito: “Grecia 2011-2012”

Immagine 13: Casi di riduzione del debito nelle economie avanzate dalla fine della Seconda guerra mondiale

Paese	Periodo <sup>1</sup>	Numero di anni	Debito pubblico iniziale*	Debito pubblico finale*	Variazione debito pubblico*	Variazione annua del debito pubblico*	Avanzo primario medio*	Contributo medio di i-g e altre componenti <sup>2</sup>	Tasso di crescita medio del PIL reale*	Tasso d'interesse medio sul debito pubblico*	Tasso d'inflazione medio <sup>3</sup>	Tasso d'inflazione massimo	Strategia <sup>4</sup>
Italia	1945-1947	2	73,2	24,9	-48,2	-24,1	-7,3	-31,4	24,3	1,2	40,0	62,1	I
Francia	1945-1948	3	146,4	31,9	-114,5	-38,2	-7,4	-45,5	22,6	1,0	53,4	58,6	I
Finlandia	1945-1951	6	66,2	21,6	-44,6	-7,4	1,2	-6,3	6,1	1,3	25,9	59,3	I
Canada	1945-1953	8	155,9	67,5	-88,5	-11,1	4,6	-6,4	4,1	2,7	5,5	14,6	M
Svizzera	1945-1963	18	78,8	10,7	-68,1	-3,8	1,8	-1,9	4,8	1,1	1,6	4,8	M
Belgio	1946-1951	5	142,1	73,3	-68,9	-13,8	0,7	-13,1	5,4	1,7	5,0	9,4	M
Giappone	1946-1951	5	57,5	13,4	-44,1	-8,8	8,0	-0,9	10,2	0,3	81,0	195,1	I
Australia	1946-1964	18	86,8	21,9	-64,8	-3,6	1,6	-2,0	4,6	1,2	5,3	22,8	M
N. Zelanda	1946-1974	28	147,6	40,6	-107,0	-3,8	2,0	-1,8	4,4	1,7	4,9	10,5	M
Paesi Bassi	1946-1974	28	229,8	37,8	-192,0	-6,9	0,7	-6,2	5,6	1,9	4,8	10,2	M
Regno Unito	1946-1983	37	233,9	46,2	-187,6	-5,1	1,4	-3,7	2,3	4,0	7,1	24,2	M
USA	1946-1974	28	121,2	41,2	-80,0	-2,9	1,2	-1,7	3,7	1,5	3,4	14,4	M
Norvegia	1947-1953	6	70,5	41,3	-29,2	-4,9	1,1	-3,8	4,6	0,9	5,3	17,0	M
Austria	1948-1957	9	37,5	10,7	-26,9	-3,0	-2,7	-5,7	8,5	0,2	10,2	28,1	I
Francia	1949-1966	17	38,9	15,5	-23,4	-1,4	-1,2	-2,6	5,1	1,0	5,5	16,7	M
Belgio	1959-1974	15	80,5	54,4	-26,1	-1,7	-0,6	-2,3	4,9	2,8	4,4	15,7	M
Israele	1984-2000	16	283,8	79,6	-204,2	-12,8	1,8	-11,0	2,2	9,0	32,7	304,6	I
Irlanda	1987-2006	19	109,4	23,6	-85,8	-4,5	3,8	-0,7	6,5	4,2	2,9	5,3	O
Nu. Zelanda	1992-2007	15	64,6	14,5	-50,1	-3,3	4,5	1,1	3,5	2,5	2,2	3,8	O
Belgio	1993-2007	14	134,4	87,0	-47,4	-3,4	4,9	1,5	2,4	6,4	1,8	2,7	O
Danimarca	1993-2007	14	80,5	27,3	-53,2	-3,8	4,4	0,6	2,4	3,8	1,9	2,7	O
Paesi Bassi	1993-2007	14	74,8	43,0	-31,9	-2,3	2,1	-0,2	2,9	3,7	2,2	5,1	O
Norvegia	1993-1998	5	52,4	22,8	-29,6	-5,9	6,3	0,4	4,5	2,5	2,0	2,6	O
Finlandia	1994-2008	14	56,1	32,7	-23,5	-1,7	4,6	2,9	3,7	2,6	1,6	3,9	O
Islanda	1995-2005	10	58,2	24,5	-33,7	-3,4	2,7	-0,6	5,1	3,1	3,5	6,4	O
Canada	1996-2007	11	100,6	66,8	-33,7	-3,1	3,4	0,4	3,3	6,1	2,1	2,7	O
Spagna	1996-2007	11	65,6	35,6	-30,0	-2,7	2,2	-0,5	3,8	2,8	2,9	3,6	O
Svezia	1996-2008	12	70,2	37,7	-32,4	-2,7	3,7	1,0	3,2	2,8	1,7	3,3	O
Islanda	2011-2017	6	92,0	42,5	-49,5	-8,3	5,4	-2,8	3,9	4,3	2,7	5,2	O
Irlanda	2012-2017	5	119,9	68,5	-51,4	-10,3	0,5	-9,8	9,4	3,0	0,2	0,6	O
Media		13,3	104,3	38,6	-65,7	-6,9	1,8	-5,1	5,9	2,7	10,8	30,5	

<sup>1</sup> Il periodo inizia quando si raggiunge il massimo del rapporto debito/PIL e finisce nell'ultimo anno di riduzione del debito pubblico.

<sup>2</sup> "i-g e altre componenti" è calcolato come differenza tra la riduzione annuale media del rapporto debito/PIL e l'avanzo primario medio.

<sup>3</sup> Consumer Price Index.

<sup>4</sup> I=inflazione; M=Mix di repressione finanziaria, crescita economica sostenuta ed inflazione moderata; O=aggiustamento fiscale ortodosso.

\* Questi dati sono espressi in percentuale di PIL.

Fonte: nostre elaborazioni su dati FMI e AMECO.

Fonte: ‘La riduzione del debito pubblico: l’esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni’ di Bernardini, Cottarelli, Galli e Valdes, 2019 pag. 74.

È infine utile un commento all’applicabilità, nei giorni nostri, dei quattro approcci.

Un’inflazione estremamente elevata ed improvvisa sarebbe altamente improbabile per due ragioni: la prima è il motivo scatenante della Seconda guerra mondiale (situazione, per certi versi, analoga a quella odierna con il conflitto russo-ucraino), la seconda è la presenza di una banca centrale dotata di piena autonomia di scelta che ha l’obiettivo esplicito di combattere l’inflazione.

Anche la seconda strategia sarebbe difficilmente replicabile, sia perché i tassi di crescita dei paesi europei si sono abbassati rispetto al passato, sia perché una repressione finanziaria che obblighi gli investitori ad accettare tassi d'interesse reali negativi è alquanto improbabile da realizzare (in virtù della vastità di mezzi con cui investire negli strumenti finanziari più disparati) e da controllare (l'avvento della tecnologia ha facilitato di molto le possibilità di investire in altre parti del mondo).

Sul fronte dell'*asset-liability management* tutti i Paesi ormai hanno agenzie di gestione del debito che lavorano per minimizzare i costi di emissione. I risultati conseguiti da attività come queste, o dalle privatizzazioni, hanno tuttavia migliorato nel complesso la sostenibilità dei conti pubblici, ma senza mai fare miracoli. Anche l'ipotesi di una mutualizzazione del debito è oggi improbabile, seppur, come abbiamo visto, con il *NGUE* siano stati fatti passi avanti.

La ristrutturazione del debito greco ha insegnato invece tre lezioni: innanzitutto che una ristrutturazione causa effetti recessivi sulla domanda interna; che anche grandi tagli del debito possono impattare poco sul rapporto debito/Pil finale e che una scelta di questo genere lascia strascichi sulla fiducia degli investitori nei confronti del Paese.

Resta quindi la strada dell'aggiustamento fiscale, che oltre ad essere quella che si è verificata più volte nei trenta casi precedenti (ben tredici) è ancora oggi la più percorribile. Di questi tredici casi, undici si sono verificati prima della crisi del 2008 e tutti sono accomunati da "un rafforzamento significativo del saldo primario attraverso misure di aggiustamento fiscale (aumento delle entrate e/o riduzione della spesa).

Inoltre, l'avanzo primario fu mantenuto a livelli piuttosto elevati per tutta la durata del periodo di riduzione del debito". Il risultato è particolarmente sorprendente "alla luce delle affermazioni che le politiche di aggiustamento ortodosso (o politiche di "austerità") danneggiano l'economia e possono essere controproducenti" perché questi Paesi hanno mantenuto un avanzo primario a lungo nel tempo conseguendo un effettivo abbassamento del rapporto debito/Pil, e "non sembra che la crescita del PIL risenti negativamente della stretta fiscale e della riduzione del rapporto debito/PIL. La crescita più bassa fu osservata in Belgio e Danimarca, ma tuttavia rimase sopra il 2%. Il tasso di crescita medio fu un notevole 3,8%. Possiamo quindi concludere che l'aggiustamento fiscale ortodosso non implica necessariamente un collasso delle attività economiche, come invece suggeriscono alcuni critici dell'aggiustamento ortodosso." Leggermente diversi sono i due casi di riduzione del debito dopo la crisi. Il caso dell'Islanda è molto

simile a quelli avvenuti prima della crisi con un avanzo primario medio nel periodo del 5,4% del Pil. Per contro l'Irlanda nel periodo di riduzione ha fatto registrare un avanzo medio relativamente basso (0,5% del Pil), ma ha sfruttato al meglio i bassi tassi d'interesse presenti nell'eurozona nel periodo in oggetto (2012-2017) a cui si è aggiunta una crescita del Pil incredibile (9,4% di media annua) grazie ad una speciale politica atta ad attrarre le multinazionali.

## CONCLUSIONI

Il capitolo guarda inizialmente all'impatto del Covid sui conti pubblici, riportando i provvedimenti assunti di politica monetaria dall'Europa e di politica fiscale dal Governo. Subito dopo c'è un'analisi delle prospettive di crescita del Paese, le quali sono indissolubilmente legate alla piena e oculata attuazione del *PNRR* che, nel caso auspicato, dovrebbe portare ad un aumento della crescita del Pil maggiore di 3,6 punti percentuali rispetto allo scenario base. In seguito, c'è una trattazione specifica sull'inflazione che è tornata a soffiare prepotentemente sull'andamento dei prezzi a partire dall'ultimo trimestre del 2021 proseguendo incessantemente fino a giorni in cui si scrive questo elaborato. Vengono spiegate le motivazioni sottostanti l'aumento dei prezzi e l'impatto, per ora positivo, che l'inflazione ha avuto sui conti pubblici. Prima di elencare una serie di possibili soluzioni viene posta l'attenzione sul rapporto tra debito pubblico e crescita del Pil, si guarda al modo in cui la letteratura ha spiegato come questi si influenzino vicendevolmente e si cerca empiricamente di trovare una dipendenza tra il primo ed il secondo, che, seppur debolmente, viene trovata. Infine sono elencate le otto soluzioni a disposizione di uno Stato per ridurre il rapporto debito pubblico/Pil. Il paper "La riduzione del debito pubblico: l'esperienza delle economie avanzate degli ultimi 70 anni" individua 30 esempi di riduzione drastica del rapporto, ne vengono spiegate le ragioni e viene mostrato perché la strada dell'aggiustamento fiscale sia tutt'ora quella più percorribile.



## CONCLUSIONE

Si sono quindi passati in rassegna debito pubblico, crescita economica ed inflazione, inizialmente dal punto di vista teorico, salvo poi entrare in merito circa le evoluzioni passate, presenti e future.

Il debito pubblico si conferma decisamente un problema per l'Italia. Nonostante ciò, il Covid, congiuntamente ai modi in cui sono state affrontate le crisi precedenti, ha fatto cambiare radicalmente l'approccio alle stringenti regole di bilancio adottate all'interno dell'area-EU. Per la prima volta dalla loro entrata in vigore, sono state attivate le clausole di salvaguardia che hanno permesso la sospensione delle norme del Patto di stabilità e di crescita. Questa volta, all'avvento della crisi economica e al successivo scoppio dei debiti pubblici, non si è risposto con l'*austerità*, ma con sostegno incondizionato all'economia, consci che una crisi economica avrebbe aggravato ulteriormente i problemi.

Si è presa consapevolezza che sia necessaria crescita economica per ricondurre gli alti debiti sulla strada della sostenibilità. Da qui la scelta dell'UE di lanciare un piano di sostegno all'economia (il NGUE) che non ha precedenti per portata economica e per risultati attesi. Oltre ad essere utile per il presente, segna anche un netto punto di discontinuità con il passato: l'Europa ha risposto in modo corale alla crisi, facendo un primo passo verso l'agognata mutualizzazione del debito pubblico unico a livello europeo e verso i tanto decantati eurobond. Questo percorso è solo all'inizio, gli Stati europei costudiscono gelosamente la gestione nazionale del fisco e, come si è visto, compiere altri passi in questa direzione significherebbe dare maggiore possibilità di spesa all'Europa stessa, aggiungendo all'unione monetaria quella fiscale.

È stato trattato il processo di creazione del debito pubblico, mostrando come questo sia figlio di scelte di politica fiscale e monetaria scellerate risalenti al secolo scorso. Il percorso di redenzione intrapreso dall'Italia, per e con l'entrata nell'euro, è stato fermato dallo scoppio della crisi del 2008 e del 2011.

Successivamente il Paese ha vissuto due decenni di crescita anemica che ha fossilizzato il problema ed è possibile affermare che proprio l'alto debito pubblico sia stato una delle cause di questi ritmi di crescita molto bassi.

Senza compiere voli pindarici e tornando alla situazione attuale, oltreché agli scenari futuri più probabili, la soluzione all'annoso problema non è certamente semplice, ma è

comunque identificabile in virtù degli esempi e dei dati riportati nel capitolo conclusivo dell'elaborato: un aggiustamento fiscale unito all'aumento del tasso di crescita del Pil auspicato grazie all'attuazione del *PNRR*.

## BIBLIOGRAFIA

Bernardini Sofia, Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli e Carlo Valdes (2019), “La riduzione del debito pubblico: l’esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni” RIVISTA DI POLITICA ECONOMICA, IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA: PERCHÉ È UN PROBLEMA E COME SE NE ESCE, Confindustria

Bernardini Sofia (2018), “Surplus nei conti con l'estero: la Germania viola i trattati?”. Osservatorio CPI

Blanchard Olivier, Alessia Amighini e Francesco Giavazzi (2021), “Macroeconomia: una prospettiva europea”. Il Mulino

Caselli Stefano (2019), “Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese”. RIVISTA DI POLITICA ECONOMICA, IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA: PERCHÉ È UN PROBLEMA E COME SE NE ESCE, Confindustria

Celentano Roberto e Di Nardo Tommaso (2021), “IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO E IL COVID-19”. Documento di ricerca, Fondazione Nazionale dei Commercialisti

Chudik Alexander, Kamiar Mohaddes, M. Hashem Pesaran, and Mehdi Raissi (2018), “Rising public debt-to-GDP can harm economic growth”. Economic Letter, DALLASFED

Ciani Scarnicci Manuela (2012), “Il PIL: un problema di valutazione. Dai primi tentativi di calcolo ai giorni nostri”. FrancoAngeli

Cottarelli Carlo (2016), “Il macigno”. Feltrinelli

Cottarelli Carlo (2018), “I sette peccati capitali dell’economia italiana”. Feltrinelli

Felice Emanuele (2015), “Ascesa e declino”. Il Mulino

Italia Domani (2022), “Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza”

Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh e Raphael Espinoza (2015), “When Should Public Debt Be Reduced?”. IMF

Manmohan S. Kumar e Jaejoon Woo (2010), “Public Debt and Growth”. IMF Working Paper

Maura Francese e Angelo Pace (2008), Il debito pubblico italiano dall’Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica. Questioni di Economia e Finanza BANCA D’ITALIA

MEF (2022), “Documento di Economia e Finanza, 2022”.

Osservatorio CPI (2018), “Si può ridurre il debito aumentando il deficit?”. Pachidermi&Pappagalli rubrica dell'Osservatorio sui Conti Pubblici

Osservatorio CPI (2018), “Si può finanziare il debito stampando moneta?”. Pachidermi&Pappagalli rubrica dell'Osservatorio sui Conti Pubblici

Pira Mariangela (2020), “anno zero d.C.”

Presbitero F. Andrea (2019), “Debito pubblico e crescita economia). RIVISTA DI POLITICA ECONOMICA, IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA: PERCHÉ È UN PROBLEMA E COME SE NE ESCE, Confindustria

Rossi Salvatore (2020), “La politica economica italiana dal 1968 a oggi”. Laterza

Seminario Mario (2012), “La cura letale”. BUR Rizzoli

Silva Francesco (2021), “MONETA E DEBITO PUBBLICO. IL GOVERNO DELL’ECONOMICA TRA TEORIA E PRATICA”.

Tedoldi Leonida e Volpi Alessandro (2021), “Storia del debito pubblico in Italia. Dall’unità a oggi”. Laterza

Trevisan Lucia (2021), “Economia dei mercati valutari e finanziari” dispensa, materiale didattico fornito per l’omonimo corso universitario tenuto a Ca’ Foscari

## SITOGRAFIA

<https://www.borsaitaliana.it>

<https://www.confindustria.it/home>

<https://www.dt.mef.gov.it/it/index.html>

[https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Main\\_Page](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Main_Page)

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.it.html>

<https://www.econopoly.ilsole24ore.com>

<https://www.euribor.it>

<https://www.federalreserve.gov/default.htm>

<https://fred.stlouisfed.org>

<https://www.ft.com>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.imf.org/en/Home>

<https://www.inflation.eu/en/>

<https://www.inps.it>

<https://www.istat.it/it/>

<https://italiadomani.gov.it/it/home.html>

<https://www.oecd.org>

<https://osservatoriocpi.unicatt.it>

<https://www.repubblica.it>

<https://www.treccani.it>