

**UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE MILANO**

**Facoltà di Economia**

**Corso di Laurea in Economia delle Imprese e dei Mercati**



**TESI DI LAUREA TRIENNALE**

**IL DEBITO PUBBLICO: MODELLI E CONFRONTI INTERNAZIONALI**

Relatore: Chiar.mo Prof. Paolo Balduzzi

Tesi di Laurea di:

Stefano Grancini

Matr. 4602673

**Anno Accademico 2018 / 2019**

## **Indice**

Introduzione	4
1 Capitolo primo. Modelli economici del debito pubblico	5
1.1 Che cos'è il debito pubblico?	5
1.2 Perché è diventato rilevante negli ultimi anni?	5
1.3 Perché gli stati si indebitano?	6
1.3.1 Effetti sulla distribuzione del reddito	6
1.3.2 Relazione tra debito pubblico, risparmio e crescita	6
1.4 La teoria macroeconomica keynesiana	7
1.5 La dinamica generale del debito pubblico	8
1.6 L'analisi di Ricardo	9
1.6.1 Il problema dell'accumulazione del capitale	10
1.6.2 Il problema della sottoscrizione estera	10
1.7 Debito pubblico e PIL	11
1.8 Il modello di Domar	11
1.8.1 Il modello principale, disavanzo complessivo costante	12
1.8.2 Disavanzo primario costante	13
1.8.3 Le dinamiche del debito con disavanzo pari a 0	15
1.8.4 Le dinamiche del debito con disavanzo diverso da 0	17
1.8.5 Come azzerare il rapporto debito/PIL	20
2 Capitolo secondo. Il debito pubblico italiano: un mix di errori ed eccessivo ottimismo	22
2.1 La storia del debito pubblico in Italia	23
2.1.1 Dagli anni 60 ad oggi	26
2.2 Il trattato di Maastricht	29
2.3 Il Fiscal Compact	31
2.4 Possibili soluzioni per ridurre il debito	31
2.4.1 Italexit	31
2.4.2 Ripudio e ristrutturazione del debito	33
2.4.3 La condivisione del debito nell'Eurosistema	34

2.4.4 La ricchezza dello Stato	35
2.4.5 L'austerità	35
2.5 L'impatto dell'evasione fiscale	36
2.6 La situazione politica economica attuale	36
2.7 Previsioni future	39
3 Capitolo terzo. Confronti e ipotesi di sostenibilità futura dei debiti pubblici internazionali	40
3.1 Dai grafici dei rendimenti a scadenza alla realtà	40
3.2 Confronto dei vari costi del servizio del debito	43
3.3 Debito pubblico e demografia utilizzando la contabilità generazionale	44
3.4 La crisi greca: analisi e impatto internazionale	48
3.5 Confronto tra Italia e Belgio	50
3.6 Una situazione favorevole: il caso australiano	50
3.7 Il debito pubblico giapponese	53
3.8 Ipotesi conclusive sulla sostenibilità dei debiti pubblici internazionali	55
Conclusione	56
Bibliografia	57

## **Introduzione**

L'obiettivo della tesi è esaminare i modelli con cui si può analizzare il debito pubblico, le sue dinamiche, la crescita e la stabilizzazione partendo dall'analisi di Ricardo fino ad arrivare a quella di Keynes e di altri pensatori dell'economia moderna, per poter poi esaminare il debito pubblico italiano e confrontarlo con quello di altri paesi.

Lo scopo è capire quali siano le condizioni economiche che possono portare all'accumulazione di debito pubblico e applicarle alla realtà.

Viene analizzato il percorso dell'Italia dal 1861 ad oggi, cercando di capire quali siano state le cause della crescita del debito e i periodi in cui questo si è sviluppato maggiormente. L'analisi più dettagliata riguarda l'ultimo cinquantennio ed evidenzia quali siano state le premesse che hanno portato l'Italia ad entrare nell'Unione Europea e le condizioni a cui è dovuta sottostare. L'Italia non fece tutti gli sforzi che vennero richiesti dall'Europa, e questo portò a una debolezza strutturale e a un debito troppo alto per poter affrontare la crisi del 2008.

Successivamente viene fatta una analisi delle possibili soluzioni che l'Italia avrebbe per poter risolvere il problema del debito.

Nell'ultimo capitolo vengono confrontati la storia e lo sviluppo di debiti pubblici di paesi diversi dall'Italia, alcuni dei quali hanno affrontato la crisi con livelli di debito più bassi, uscendone in condizioni migliori.

La crisi della Grecia ha rappresentato un momento storico ed esemplare nella storia europea di come un paese con elevati livelli di disavanzo possa andare in default ed è un monito per tutti gli altri paesi: lo sforzo nel controllo dei conti pubblici è fondamentale per la sopravvivenza di uno Stato e della sua credibilità.

In conclusione, si tracciano delle ipotesi di sostenibilità dei debiti pubblici internazionali, argomento sempre più di attualità. Lo sforzo di aggiustamento dei conti pubblici servirà per migliorare la stabilità economica di molti paesi e, in un mondo ormai completamente globalizzato, dell'intera economia internazionale.

## **Capitolo primo. Modelli economici del debito pubblico**

In questo primo capitolo si vuole cercare di spiegare quali sono i meccanismi che regolano il debito pubblico e il suo processo di crescita, anche con l'utilizzo di modelli economici. Saranno poste a confronto le differenti teorie di due economisti che hanno assegnato al debito pubblico due ruoli del tutto opposti. Se da un lato David Ricardo, vissuto tra il 1772 e il 1823 in Inghilterra, sostenne la totale neutralità del debito pubblico sui comportamenti degli individui, John Maynard Keynes, vissuto nel secolo successivo nello stesso Stato, sostenne una certa influenza del debito sul sentiero di crescita dell'economia.

Verranno inoltre analizzati i principali modelli che studiano la teoria del debito pubblico, partendo da quello di Domar fino ad arrivare alle dinamiche che regolano la crescita e la stabilizzazione del rapporto debito/PIL.

### **1.1 Che cos'è il debito pubblico?**

Il debito pubblico è uno stock variabile, che consiste nei saldi di bilancio, positivi o negativi, accumulati da uno Stato nel corso degli anni. Lo stato può indebitarsi con sottoscrittori privati, pubblici, banche e imprese.

Può essere visto anche come l'ammontare di denaro che il governo deve ai risparmiatori dai quali lo Stato stesso lo ha preso a prestito. I risparmiatori possono essere privati, pubblici, nazionali e internazionali.

### **1.2 Perché è diventato rilevante negli ultimi anni?**

La crisi del 2008, unitamente alla nota crisi economico - finanziaria della Grecia, ha portato a conoscenza anche della gente comune, la tematica del debito pubblico, in quanto determinante per i provvedimenti restrittivi di natura fiscale e pensionistica assunti dai vari stati europei al fine di contenere lo stesso nei limiti previsti.

I provvedimenti assunti dall'Unione Europa con l'imposizione agli stati aderenti di una serie di limiti legislativi e di rapporti di bilancio a cui attenersi, hanno pertanto dato luogo ad un intenso dibattito, che prosegue tuttora, sull'impatto derivante dagli stessi sulla crescita dell'economia.

Analizzando differenti teorie economiche si cercherà di fare chiarezza su questo argomento.

In generale, è fondamentale non trascurare gli effetti che un elevato debito ha sui conti pubblici di un paese.

A livello economico non risulta difficile dimostrare quanto un elevato debito incida sulla spesa pubblica in considerazione degli interessi che devono essere corrisposti ai sottoscrittori dei Titoli di Stato emessi per finanziarsi.

Oltre ad un significativo impatto sulla pressione fiscale, ulteriore conseguenza è la probabile crescita dei tassi di interesse applicati dalle banche nella concessione di finanziamenti a privati ed imprese con potenziale ridimensionamento dei consumi e degli investimenti produttivi.

I limiti imposti dall'UE il 2 Marzo 2012, attraverso la firma di 25 Stati del '*Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'unione economica e monetaria*', conosciuto come Fiscal Compact, possono essere visti anche come cautela per prevenire l'insorgenza di nuove crisi finanziarie: se anche soltanto uno dei paesi membri dovesse trovarsi nella situazione di non sostenere il suo debito pubblico, le conseguenze negative si potrebbero estendere a tutta l'Eurozona.

### **1.3 Perché gli stati si indebitano e qual è l'effetto sulla distribuzione del reddito?**

Un quesito ricorrente nel dibattito pubblico, è per quale motivo gli Stati non si possano autofinanziare, in caso di necessità, attraverso la stampa di propria moneta.

Astraendoci dal caso Europeo, in cui evidentemente le banche devono sottostare alle decisioni della Banca Centrale, in generale bisogna distinguere tra la concessione di un prestito, cioè il debito e l'emissione della moneta.

Nel caso in cui lo Stato emetta moneta per finanziare le spese pubbliche, non dovrà pagare gli interessi ai sottoscrittori dei titoli di debito pubblico. Nel corso degli anni tuttavia il ricorso al debito è uno strumento divenuto essenziale, in quanto l'emissione di moneta ha anche risvolti macroeconomici negativi, come l'inflazione, poiché un eccesso di moneta in circolazione comporta l'aumento generalizzato dei prezzi.

All'interno del calcolo del debito pubblico, non vengono considerate 3 componenti del debito pubblico, che hanno una certa importanza:

- Debito commerciale: costituito dai debiti commerciali contratti dalle singole amministrazioni pubbliche che ancora non sono state ripagate
- Debito pensionistico: è una stima complessa del livello delle pensioni e quindi delle spese che lo Stato dovrà sostenere per le pensioni nei decenni successivi
- Derivati: sono contratti che lo Stato sottoscrive per coprirsi da eventuali variazioni dei tassi sui mercati finanziari. L'esito finale sarà una riduzione delle perdite nel caso in cui la variazione sia stata sfavorevole allo Stato e, nel caso opposto, una riduzione dei guadagni.

#### **1.3.1 Effetti sulla distribuzione del reddito**

In generale quando i cittadini pagano le imposte, danno un contributo anche a ripagare lo stock di debito e gli interessi sul debito stesso.

Dal momento che tendenzialmente il debito è detenuto in misura maggiore da privati con livelli di reddito più elevati, i cittadini con livelli di reddito più bassi vanno a eseguire un trasferimento del reddito a chi già ne possiede un livello maggiore. Si verifica cioè un trasferimento del reddito dalla parte meno abbiente a quella più abbiente della popolazione.

#### **1.3.2 Relazione tra Debito pubblico, risparmio e crescita**

Se lo Stato si indebita si verifica un aumento generale del reddito disponibile. Bisogna poi analizzare quale parte di questo sia destinata al consumo o al risparmio, e in che modo questa incida sulla traiettoria di crescita dell'economia.

Come può quindi una decisione di indebitamento dello Stato impattare sulle decisioni economiche degli agenti?

Esistono differenti teorie di vari studiosi riguardanti queste dinamiche, derivanti dal fatto che gli agenti si comportano in modo differente e quindi l'impatto di un aumento del debito può avere conseguenze differenti.

## 1.4 La Teoria Macroeconomica Keynesiana

Il debito pubblico nella teoria Macroeconomica Keynesiana è una delle componenti che ha influenza sulla ricchezza, che viene denominata  $W$ .

Avendo a mente il modello classico macroeconomico dell'incrocio tra domanda e offerta, e quello IS-LM, la ricchezza ha generalmente effetto su due componenti:

- La domanda aggregata (i consumi)
- La domanda di attività Finanziarie (modello IS-LM)

Se la ricchezza aumenta queste aumentano, e viceversa.

Analizzando una politica fiscale, un aumento di spesa pubblica, finanziata attraverso lo stanziamento di titoli di debito pubblico, comporta un incremento della  $W$  e uno slittamento della IS verso destra e della LM verso l'alto.

Non tutti gli studiosi concordano nell'inserire il debito pubblico come elemento della ricchezza totale.

Keynes, a differenza di Ricardo, ritiene che una manovra di politica fiscale finanziata con debito pubblico, abbia un certo impatto a seconda della fase che il ciclo economico sta affrontando.

Più precisamente, bisogna avere in mente la logica del moltiplicatore keynesiano per cui per verificare l'impatto sul reddito della variazione della spesa pubblica questa va moltiplicata al moltiplicatore, che è il reciproco di 1 meno la propensione al consumo ( $1-c$ ). Se il denominatore del moltiplicatore è maggiore di 1, ad un aumento della spesa pubblica ci sarà un aumento più che proporzionale del reddito.

Dal momento che il valore del moltiplicatore varia con le fasi del ciclo economico, Keynes sostiene l'esistenza di una 'non neutralità del debito pubblico'.

In presenza di fase recessiva, quando il PIL è negativo o sta decrescendo, per consumare come prima è necessario aumentare la quota di reddito che è destinata al consumo. Il moltiplicatore è tanto più elevato quanto più è maggiore la propensione al consumo ( $c$ ) e quindi è possibile aspettarsi che sarà tanto maggiore quanto è peggiore la fase del ciclo.

In una situazione di peggioramento del ciclo economico una mossa di politica fiscale e di aumento del debito pubblico è maggiormente giustificata per risollevare la situazione di crisi.

Per questo motivo si possono ricondurre le direttive della BCE per il mantenimento di un livello massimo di debito pubblico, in particolare in situazioni di stabilità e crescita economica. L'obiettivo sarebbe quello di percorrere una strada di riduzione nel momento in cui il PIL è positivo e cresce (questo argomento verrà trattato più ampiamente nel secondo capitolo).

## 1.5 La dinamica generale del debito pubblico

Per studiare la dinamica del debito pubblico va considerata questa terminologia:

- $D_t$  = deficit di bilancio
- $B_{t-1}$  = Debito pubblico alla fine dell'anno  $t-1$
- $i$  = tasso di interesse sul debito pubblico
- $iB_{t-1}$  = spesa per interessi
- $G_t$  = spesa pubblica
- $T_t$  = imposte al netto dei trasferimenti

Il deficit di bilancio si può sintetizzare con la funzione  $D_t = iB_{t-1} + G_t - T_t$

Le uscite sono costituite dagli interessi pagati e dalla spesa pubblica,  $iB_{t-1} + G_t$ , mentre le uscite dalle tasse  $T_t$ .

Il debito di quest'anno corrisponde allo stock di debito raggiunto nell'anno precedente a cui va sommato il deficit:

$$B_t = B_{t-1} + D_t$$

Basta sostituire il deficit ottenuto prima per ottenere:

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

Identificando il valore del disavanzo primario  $G_t - T_t$  si può capire come si modifica il debito:

- Quando  $G_t - T_t$  è positivo, il debito pubblico cresce più del tasso di interesse
- Quando  $G_t - T_t$  è negativo, il debito pubblico cresce meno del tasso di interesse
- Quando  $G_t - T_t$  vale zero, il debito pubblico cresce alla stessa velocità del tasso di interesse

Solo quando la spesa pubblica è sufficientemente più bassa delle entrate il debito inizierà un processo di riduzione.

Per capire la sostenibilità e, successivamente (dopo aver compreso i concetti chiave di Ricardo) l'evoluzione del debito, è necessario analizzare il rapporto del debito con il pil ( $Y$ ), il quale si suppone cresca al tasso  $g$ .

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

Il rapporto debito pil è  $b_t = \frac{B_t}{Y_t}$ , che, sostituendo lo stock di debito nell'anno  $t$ , ottenuto prima, diventa:

$$b_t = \frac{(1+i)B_{t-1} + (G_t - T_t)}{Y_t} = \frac{(1+i) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{(G_t - T_t)}{Y_t}}{(1+g)}$$

Prima di analizzare che cosa succede effettivamente alla evoluzione del debito, si presentano le teorie economiche di due economisti che hanno trattato a lungo la tematica, Ricardo e Domar.



## 1.6 L'analisi di Ricardo

La domanda fondamentale da cui parte la ricerca ricardiana e di altri studiosi è: come lo Stato può finanziare delle spese straordinarie, che dovessero sorgere in seguito ad eventi eccezionali?

E' indifferente finanziare spese straordinarie con debito pubblico o attraverso una tassa sul patrimonio?

Ricardo non ha dubbi e lo dimostra chiaramente: finanziarsi attraverso un prestito o con una tassa straordinaria è del tutto equivalente. E' il cosiddetto Teorema dell'Equivalenza Ricardiana. Nei *Principles* e in *Funding System*, Ricardo evidenzia come una spesa straordinaria possa essere finanziata dallo Stato attraverso:

- Emissione di titoli di debito pubblico
- Imporre una tassa straordinaria

Il valore che entrambe apporterebbero allo Stato sarebbe lo stesso, con la differenza che nel primo caso lo Stato dovrebbe corrispondere degli interessi ai sottoscrittori, che andrebbero a gonfiare la voce della Spesa pubblica. A loro volta questi andrebbero finanziati nuovamente con una imposta di tipo ordinario.

La differenza tra i due sistemi di finanziamento è quella che c'è tra una imposta ordinaria e una imposta straordinaria.

Attraverso il debito pubblico si paga meno oggi per pagare domani. E' evidente che una obiezione potrebbe essere rivolta a questa visione: indebitandosi lo Stato non fa ricadere il costo della spesa sulle generazioni future?

La risposta di Ricardo è negativa: in un ottica a lungo termine, supponendo che le generazioni presenti lasceranno l'eredità ai successori, il problema non si pone, dal momento che l'esborso mancato dalla generazione precedente, che quindi non ha diminuito il valore totale dell'eredità, verrà pagato da quella successiva.

A livello analitico è possibile partire da una situazione di pareggio di bilancio, in cui, nell'anno zero, lo stock di debito è uguale a zero. Dal momento che non ci sono interessi da pagare è presumibile che la tassazione diminuirà. Questo però non modifica il comportamento degli individui, perché sono consapevoli che la tassazione tornerà ad aumentare in quanto sarà necessario ripagare completamente il debito. Quindi i cittadini si comportano come se non ci fosse una variazione del reddito permanente e accantonano risorse per poter poi successivamente pagare le imposte al fine di ripagare il debito.

Gli agenti fanno riferimento solo al reddito permanente, che non varia, ma si ha solo una variazione del reddito temporanea.

Dato il vincolo di bilancio del settore pubblico:

$$G_t + \frac{iB_{t-1}}{P} = \frac{T_t}{P} + \frac{B_t - B_{t-1}}{P}$$

- ANNO ZERO. Nell'anno zero si ha:

$G_0 = \frac{T_0}{P}$ . Non c'è stock di debito, e non vengono accesi nuovi debiti.

- ANNO UNO. Nell'anno uno si ha:

$G_1 + \frac{iB_0}{P} = \frac{T_1}{P} + \frac{B_1 - B_0}{P}$  cioè  $G_1 = \frac{T_1}{P} + \frac{B_1}{P}$  perché  $B_0$  è zero siccome lo stock del periodo precedente è zero. Lo stato sta quindi aumentando la spesa pubblica indebitandosi. Il disavanzo è pari a 1.

L'ipotesi iniziale prevede che i consumatori si basano sul reddito permanente che però non varia perché questo eccesso di possibilità di spesa (=1) dovrà essere rimborsato.

- ANNO DUE. Nell'anno due si verifica un aumento della tassazione per ripagare lo stock del debito in 1 ( $B_1$ ), a cui si sommano gli interessi da ripagare  $(1+i)$ .

A questo punto si può effettuare il confronto:

$+1$  (anno 1)  $- (1+i) B_1$  (anno 2)

Se tutto viene attualizzato all'anno 1 si nota come in realtà i valori si annullino. Data l'elevata razionalità degli individui, che si basano solo sul reddito permanente, valutando tutto al periodo 1 si annulla ogni possibilità di spesa aggiuntiva.

A differenza di Keynes, Ricardo sostiene la '*Neutralità del debito pubblico*': il debito pubblico non influenza le scelte di consumo degli individui, perché non modifica la sensazione di ricchezza degli individui. Accendere debito pubblico non comporta effetti reali. Non cambia il sentiero di crescita dell'economia.

### 1.6.1 Il problema dell'accumulazione del capitale

Una problematica che verrà sottolineata da Modigliani nel 1963 è quella dell'accumulazione del capitale. C'è una divergenza nell'utilizzo di una imposta straordinaria e quella del debito pubblico, perché quest'ultimo comporta una riduzione della propensione al risparmio. Finanziarsi attraverso il debito implicherebbe quindi un rallentamento del ritmo di accumulazione. In realtà già Ricardo nel XVII capitolo dei *Principles* Ricardo affermava: "Il prestito è un sistema che tende a renderci meno parsimoniosi e a non farci vedere la nostra situazione" e nel *Funding System*: "Se ad un individuo si chiede di pagare 1000 di imposta, è probabile che si dia da fare per risparmiare un'eguale somma del proprio reddito; forse non si comporterebbe nello stesso modo [...] se lo Stato fosse ricorso al prestito per il quale l'individuo sarebbe chiamato a pagare solo 50 di imposte sul reddito. Le imposte di guerra sono quindi più convenienti, perché una volta pagate stimolano il risparmio e non lasciano quindi impoverire il capitale della nazione."

Questa problematica viene solo accennata da Ricardo, ma verrà ripresa più diffusamente da Modigliani.

### 1.6.2 Il problema della sottoscrizione estera

*"E' interesse di ogni contribuente togliersi questo peso dalle spalle e trasferirne il pagamento su qualche altra persona, sicché la tentazione di trasferirsi in un altro paese in cui il capitale sia esentato da tali oneri diventa irresistibile".*

Ricardo non si esprime esplicitamente riguardo a quali sarebbero le conseguenze nel caso in cui i sottoscrittori del debito fossero abitanti esteri. In questo caso i rischi sono maggiori, perché lo Stato non può imporre imposte nei confronti dei sottoscrittori stranieri.

## 1.7 Debito pubblico e PIL

Se si analizza solo la dinamica esposta da Ricardo, il problema del debito pubblico potrebbe essere sminuito. In realtà esiste un fattore determinante che permette di capire il reale valore del debito e il suo impatto con l'economia di una nazione: il PIL. Il debito deve essere analizzato in rapporto al Pil.

Un concetto da chiarire è il significato di saldo primario (surplus primario), il quale misura la differenza tra entrate e spesa pubblica, al netto degli interessi pagati ai sottoscrittori di titoli di debito pubblico. E' evidente che più questo valore è grande più il debito di uno Stato è sostenibile.

Generalmente, in una fase di crescita economica, quando il PIL cresce, un aumento di debito pubblico può essere sostenuto più agevolmente, a patto che cresca di pari passo o più lentamente dell'economia. Inoltre bisognerebbe distinguere tra paesi avanzati e paesi emergenti. Un paese emergente deve tenere il livello del debito in percentuale al PIL più basso rispetto a un paese avanzato.

Un teorico di questo rapporto è stato Domar, che ha formulato il suo modello nel 1944, dato l'enorme exploit del debito durante la seconda guerra mondiale.

## 1.8 Il modello di Domar

Per spiegare il modello di Domar devono essere introdotti degli elementi che vengono utilizzati per formulare la teoria.

Le variabili considerate nel modello sono il deficit di bilancio, il tasso di interesse, lo stock di debito pubblico e il reddito. E' una analisi semplificata, per cui bisogna assumere dati come costanti e fissi la dinamica del reddito, il livello dei tassi di interesse, e la tasso di crescita del pil.

Le variabili possono essere formalizzate in questo modo:

- $i$ : tasso di interesse (costante)
- $B_t$ : stock di debito pubblico in  $t$
- $g$ : tasso di crescita del PIL (costante) (oppure si usa anche  $n$ )
- $Y_t$ : pil nel periodo  $t$
- $INT_t$ : interessi posticipati corrisposti ai sottoscrittori
- $D_t$ : disavanzo del bilancio in  $t$
- $ht$ : onere del debito in  $t$
- $G_t$ : spese pubbliche in  $t$
- $T_t$ : entrate pubbliche in  $t$  (imposte)

A questo punto si possono fare delle ipotesi che vanno considerate durante l'analisi:

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

Il PIL dell'anno in corso corrisponde al PIL dell'anno precedente moltiplicato per un certo tasso di crescita del PIL, che si suppone costante

2. Il tasso di interesse,  $i$ , è sempre tenuto costante

3.  $INT_t = i(B_{t-1})$

Gli interessi pagati ai sottoscrittori vengono pagati posticipati e il tasso di interesse costante va applicato allo stock di debito pubblico nell'anno  $t-1$ .

Si possono analizzare due casi differenti di politica fiscale:

- Il primo coincide esattamente con l'analisi compiuta da Domar stesso
- Il secondo è una estensione dell'analisi di Domar

### 1.8.1 Il modello principale, disavanzo complessivo costante

Questo primo modello nasce dallo studio fatto da Domar, il quale aveva l'obiettivo di sottolineare come, per tentare di far crescere il reddito di una nazione, non fosse sempre una giusta soluzione ridurre la spesa pubblica e aumentare la tassazione, dal momento che questo avrebbe in realtà comportato un effetto opposto rispetto quello desiderato: un rallentamento della crescita.

A livello analitico il punto a cui si vuole arrivare è una situazione di disavanzo complessivo costante, con un tasso di crescita  $n$  che moltiplica il livello del PIL, cioè:

$$D_t/Y_t = \alpha \quad D_t = \alpha Y_t$$

Per arrivare a questa condizione, si deve partire dall'equazione che mostra la crescita del debito nel corso del tempo:

$$B_t = B_{t-1} + D_t$$

Ovvero il debito di quest'anno equivale a quello dell'anno precedente sommato al disavanzo che si è formato nello stesso periodo considerato.

Sostituendo il valore di  $D_t$ , si trova che:

$$B_t = B_{t-1} + \alpha Y_t$$

L'equazione costruita mostra chiaramente la crescita del debito nel tempo, che però deve essere analizzata in rapporto alla crescita dell'economia. La crescita del debito dipende dal fattore  $\alpha$  che moltiplica il PIL, mentre il fattore che moltiplica il PIL è  $g$ . Se  $g$  è più grande di  $\alpha$  il peso del debito è sostenibile.

Per capirlo basta analizzare questo rapporto:

$$b_t = \frac{B_t}{Y_t}$$

$$b_t = \frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1} + \alpha Y_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \alpha = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} (1 + g) + \alpha$$

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

Questa equazione è una equazione alle differenze finite del primo ordine, perché se  $\frac{1}{1+g}$  è maggiore di 1, il rapporto debito PIL potenzialmente cresce all'infinito; se invece  $\frac{1}{1+g}$  è minore di 1, bisogna distinguere due casi.

Il primo caso è con  $\alpha$  pari a 0. Il rapporto  $b_t$  tenderà a zero, perché in ogni periodo il valore  $b_t$  sarà sempre più piccolo di  $b_{t-1}$  fino a raggiungere zero.

Quando  $\alpha$  è invece positivo, nel tempo questo il rapporto debito PIL tenderà a stabilizzarsi intorno a un valore stabile e positivo, il quale può essere chiamato punto di equilibrio di steady state ( che

verrà spiegato più analiticamente nel paragrafo successivo). Quindi con  $\frac{1}{1+g}$  minore di 1 e, supponendo che  $n$  sia positivo, questo equilibrio stazionario comporta  $b_t - 1 = b_t = b$ .

Cioè:

1. se  $\frac{1}{1+g} < 1$  allora  $b = \frac{(1+g)\alpha}{n}$
2. se  $h_t = \frac{iB_{t-1}}{Y_t} = \frac{iB_{t-1}}{1+g}$  diventa  $h = \frac{ib}{1+g} = \frac{i\alpha}{g}$
1. Una volta raggiunto quindi l'equilibrio di steady state, pur essendo il bilancio dello Stato negativo, il debito pubblico non potrà 'esplodere' bensì avrà un certo valore positivo (supponendo che il reddito cresca sempre).
2. Inoltre, il peso del debito pubblico sarà più elevato all'aumentare del tasso di interesse e del parametro  $\alpha$  e diminuirà all'aumentare del tasso di crescita del prodotto nazionale.

Supponendo che  $\alpha$  sia una mossa di politica fiscale da parte del governo, consistente nell'aumento delle imposte o nella diminuzione della spesa, questo è esattamente quello che Domar aveva intenzione di dimostrare.

### 1.8.2 Disavanzo primario costante

Domar si è limitato a dimostrare come la crescita del debito non 'esploda', bensì tenda ad un valore finito, presupponendo la crescita del Pil.

I governatori però hanno bisogno di certezze ulteriori per poter prendere decisioni di politica economica. Il problema più grande da affrontare è come sostenere il pagamento di interessi che sono più elevati quanto più il debito cresce. A questo proposito si può ottenere un risultato focalizzandosi non più sull'intero valore del disavanzo, bensì solo sul disavanzo primario, che viene tenuto costante.

Il deficit primario  $D_t = G_t + iB_{t-1} - T_t$  per essere mantenuto costante, cioè

$D_t = G_t + iB_{t-1} - T_t = \alpha Y_t$ , deve essere ridotto nel caso in cui dovessero aumentare gli interessi.

Si suppone che il rapporto tra debito e PIL sia  $\frac{D_t - iB_{t-1}}{Y_t} = \alpha$ ,  $D_t = \alpha' Y_t + iB_{t-1}$ .

Se si è a conoscenza dei parametri  $i, g, \alpha$  è possibile costruire un grafico che mostra la relazione tra debito e reddito tra 2 periodi successivi.

La funzione ottenuta  $\frac{(1+i)}{(1+g)} b_{t-1} + \alpha'$ , nel grafico viene chiamata L.

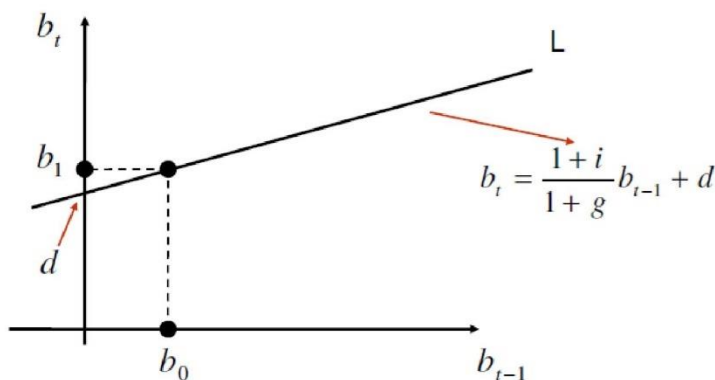


Figura 1: LA DINAMICA DI BASE

L'equazione dinamica, ottenuta attraverso la dimostrazione,  $\frac{(1+i)}{(1+g)} b_{t-1} + \alpha'$ , mostra che se nel periodo t-1 il rapporto è  $b_0$ , il medesimo rapporto del periodo t è  $b_1$ .

In questo caso per raggiungere l'equilibrio di steady state si sta considerando anche il tasso di crescita dell'interesse, che sta al numeratore, e il rapporto deve assumere ancora una volta un valore inferiore all'unità.

Se  $\frac{1+i}{1+g} < 1$ , l'equilibrio di steady state è  $b = \frac{1+g}{g-1} \alpha'$ .

Se a livello grafico viene aggiunta una semiretta a 45 gradi, può essere meglio analizzata la dinamica dell'evoluzione del debito pubblico, collegando tutti i punti per cui  $b_t = b_{t-1}$ .

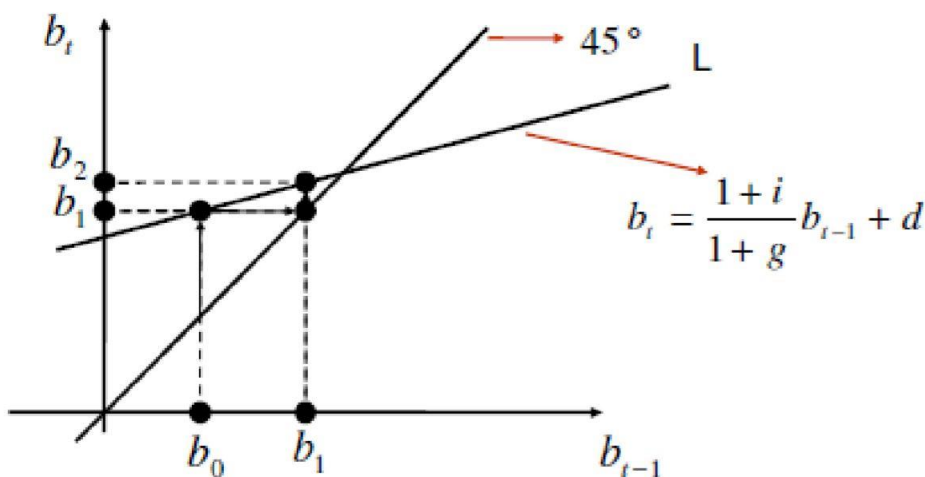


Figura 2: EQUILIBRIO STAZIONARIO

Partendo dal periodo 0, in cui il rapporto debito/PIL è pari a  $b_0$ , la retta L mostra che

$b_1 = \frac{(1+i)}{(1+g)} b_0 + d$ ; se ci si sposta di un periodo, t-1 diventa il periodo 1, e muovendosi lungo la semiretta a 45 gradi, si può facilmente raggiungere  $b_1$  sull'asse delle ascisse. Partendo ora da  $b_1$  si può ottenere  $b_2$ , attraverso la retta L

$$b_2 = \frac{(1+i)}{(1+g)} b_1 + d$$

Continuando nello stesso modo si raggiunge una situazione di steady state, di stato stazionario, che è definito come 'il rapporto debito / pil tale per cui il rapporto debito/pil rimane costante nel tempo', cioè  $b_t = b_{t-1}$ . In questo caso, a differenza del modello di Domar, per raggiungere l'equilibrio di steady state si sta considerando anche il tasso di crescita dell'interesse, che sta al denominatore, e il rapporto deve assumere ancora una volta un valore inferiore all'unità.

Date, le ipotesi iniziali, a livello analitico si ha che:

$$B_t = B_{t-1} + \alpha' Y_t + i B_{t-1} = (1+i) B_{t-1} + \alpha' Y_t$$

$$b_t = \frac{B_t}{Y_t} = \frac{(1+i)B_{t-1} + \alpha' Y_t}{Y_t} = \frac{(1+i)B_{t-1}}{Y_t} + \frac{\alpha' Y_t}{Y_t} = (1+i) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \alpha' = (1+i) \frac{B_{t-1}}{(1+g)Y_{t-1}} + \alpha'$$

$$= (1+i) \frac{1}{(1+g)} \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \alpha' = \frac{(1+i)}{(1+g)} b_{t-1} + \alpha'$$

Se  $\frac{1+i}{1+g} < 1$ , l'equilibrio di steady state è  $b = \frac{1+g}{g-1} \alpha'$ .

A differenza del modello principale di Domar, la validità di questo stato si verifica solo se il tasso di crescita del PIL è superiore al tasso di interesse. Se questo è valido, la condizione è sempre vera; al contrario, qualora non fosse valido, il debito tenderebbe ad 'esplodere', allargando quindi plausibilmente le possibilità in cui ci posso essere una crisi rispetto alle possibilità originarie presentate da Domar.

Per potere analizzare quale sia il peso degli interessi sul prodotto interno lordo bisogna sciogliere una delle ipotesi fatte in precedenza da Domar, cioè che il tasso di interesse  $i$  rimanesse costante. L'onere sul debito  $h_t = \frac{INT_t}{Y_t} = \frac{iB_{t-1}}{Y_t} = \frac{ib_{t-1}}{1+g}$  in steady state diventa

$$h_t = \frac{ib}{1+g} = \frac{i\alpha'}{g-1}$$

Questo equilibrio è molto più efficace nello spiegare la dinamica dei mercati, che riguarda anche l'Italia al giorno d'oggi.

Esso mostra quanto sia rilevante l'impatto dei tassi di interesse, perché all'aumentare del livello totale di debito, siccome aumenterebbero i rischi, le aspettative degli investitori internazionali diventerebbero sempre più negative, tanto da richiedere dei tassi più alti in concomitanza ad una concessione di prestito. Per questo motivo una soluzione di politica fiscale può essere la riduzione del disavanzo primario, la quale avrà un impatto negativo sulla crescita dell'economia dello Stato, ma dall'altra parte avrebbe come obiettivo quello di accaparrarsi la fiducia degli investitori, con una conseguente riduzione dei tassi. Se quindi il tasso di interesse cresce meno della crescita economica del paese, l'onere del debito diminuisce.

### 1.8.3 Le dinamiche del debito con disavanzo pari a 0

Una volta costruito il modello, è possibile costruire delle dinamiche per capire effettivamente come cresce il debito e, successivamente, si possono trovare delle soluzioni per tentare di azzerarlo o, almeno, di stabilizzarlo.

Quando il disavanzo primario è pari a 0, cioè quando  $\alpha = 0$ , si ottiene la dinamica di base.

La retta  $L \quad b_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} b_{t-1} + d$  diventa  $b_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} b_{t-1}$  e quindi passa dall'origine degli assi.

In caso di steady state  $b = 0$ .

Partendo dalla dinamica di base, possono essere identificate due ulteriori dinamiche di base:

- Dinamica di base divergente
- Dinamica di base convergente

Entrambe le dinamiche partono dalla situazione di base normale  $b_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} b_{t-1}$ .

La dinamica di base divergente si verifica quando  $i > g$ , cioè il tasso di interesse è più alto del tasso di crescita del PIL.

Questa dinamica può essere chiamata anche esplosiva; nel rapporto  $\frac{B}{Y_n}$  lo stock di debito, a causa del livello più alto del tasso di interesse, cresce più velocemente rispetto al reddito della nazione. Quindi, supponendo di avere una situazione iniziale in cui  $b$  sia positivo, il debito tende a crescere all'infinito.

La retta L diventa più ripida rispetto alla situazione iniziale, e va a posizionarsi con una pendenza tra 0 e 45°.

Il primo punto in cui si arriva graficamente, dal momento che la retta L è costruita in questo modo, è un punto stazionario instabile, che, di conseguenza, conduce ad una esplosività del debito fino ad un valore infinito.

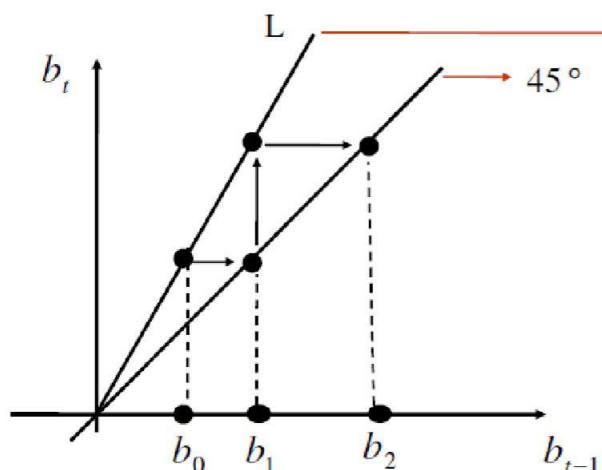


Figura 3: DINAMICA DIVERGENTE

La dinamica di base convergente si verifica quando  $g > i$ , cioè il tasso di interesse è più basso del tasso di crescita del PIL.

Questa dinamica implica un risultato opposto, che permette di far convergere il debito al suo livello stazionario; nel rapporto  $\frac{B}{Y_n}$  lo stock di debito, cresce più lentamente rispetto al reddito della nazione, grazie al basso livello del tasso di interesse rispetto al tasso di crescita del PIL. Quindi, supponendo di avere una situazione iniziale in cui  $b$  sia positivo, il debito tende a diminuire, fino a convergere al suo valore di steady state.

La retta L diventa meno ripida rispetto alla situazione iniziale, e va a posizionarsi con una pendenza tra i 45° e i 90°.

Graficamente è possibile notare come il punto di arrivo del processo di decrescita sia  $b_0$ , che diventa in questo caso un punto di steady state stabile.



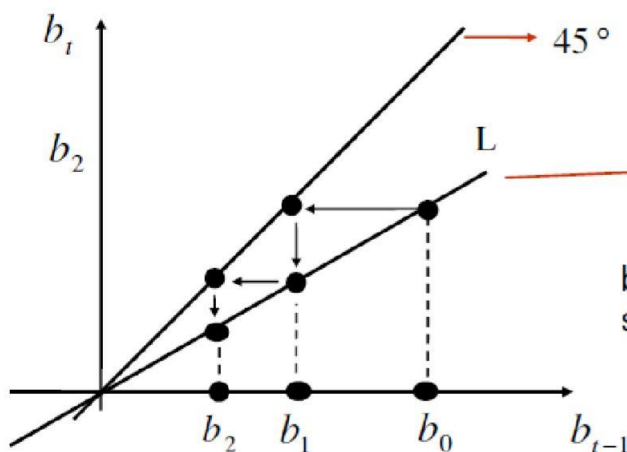


Figura 4: DINAMICA CONVERGENTE

#### 1.8.4 Le dinamiche del debito con disavanzo diverso da 0

Anche quando il disavanzo primario non risulta essere pari a 0, possono essere identificate delle situazioni di esplosione o contrazione del debito. Il fatto che il disavanzo sia positivo o negativo deve essere analizzato in concomitanza ai valori del tasso di interesse e del tasso di crescita del PIL.

Possono quindi essere identificate 4 differenti situazioni:

- Dinamica di base convergente in una situazione di deficit primario
- Dinamica di base divergente in una situazione di deficit primario
- Dinamica di base convergente in una situazione di surplus primario
- Dinamica di base divergente in una situazione di surplus primario

La situazione appena vista di dinamica convergente, pur in una situazione in cui sia presente deficit primario, permette al debito di convergere in un punto stabile  $b$ , positivo.

L'effetto del deficit quindi è solo quello di arrivare a una situazione finale in cui il rapporto debito/PIL è positivo; tuttavia, siccome il tasso di interesse è più basso, il debito non tende ad esplodere, bensì a rimanere stabile in  $b$ .

Graficamente, la retta  $L$  va ad intersecare la semiretta a  $45^\circ$ : da qualsiasi punto si parta ( $b_0$  oppure  $b_1$ ) il livello del rapporto debito/PIL si stabilizza intorno a  $b$ .

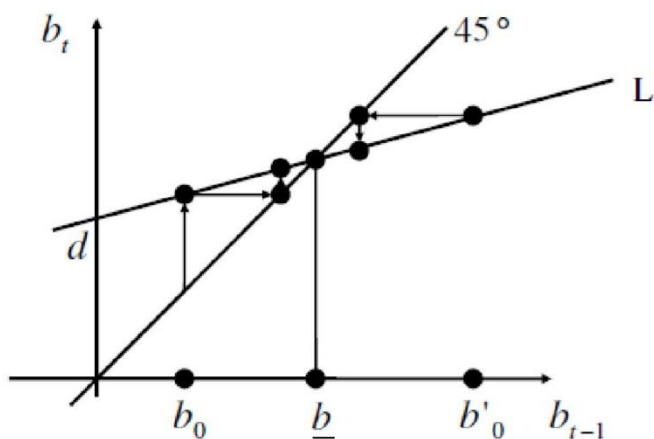


Figura 5: DINAMICA DIVERGENTE CON DEFICIT

Se invece si parte da una situazione in deficit con la dinamica di base divergente, il debito tenderà ancora di più ad esplodere.

Graficamente si nota il doppio impatto divergente dovuto non soltanto dal tasso di interesse più elevato, ma anche dal disavanzo iniziale.

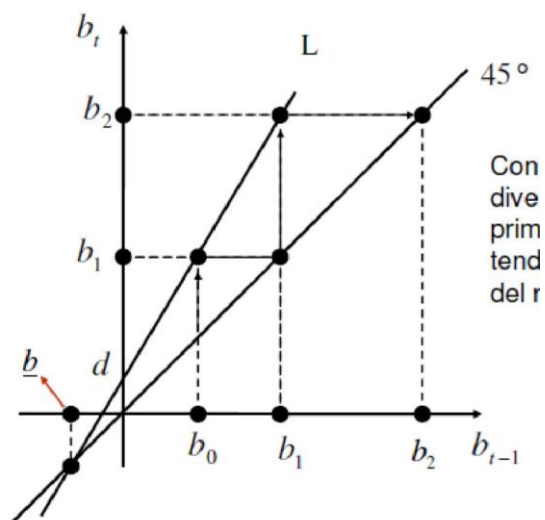


Figura 6: DINAMICA DIVERGENTE SENZA DEFICIT

Qualora invece lo Stato si trovi in una situazione di surplus, con tasso di interesse più basso del tasso di crescita del PIL, il rapporto debito/PIL convergerà ad uno steady state negativo: il debito diminuisce.

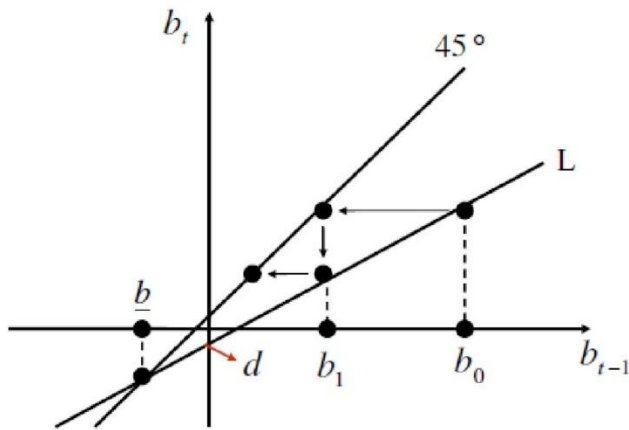


Figura 7: DINAMICA CONVERGENTE CON SURPLUS

Qualora si parta da una situazione di surplus, il tasso di interesse superiore al tasso di crescita del PIL potrebbe portare ad una divergenza e quindi ad una esplosione del debito.

Il punto  $b$  è instabile.

Intuitivamente, si può ottenere lo steady state se il livello del surplus primario compensa il livello maggiore del tasso di interesse sulla crescita del reddito.

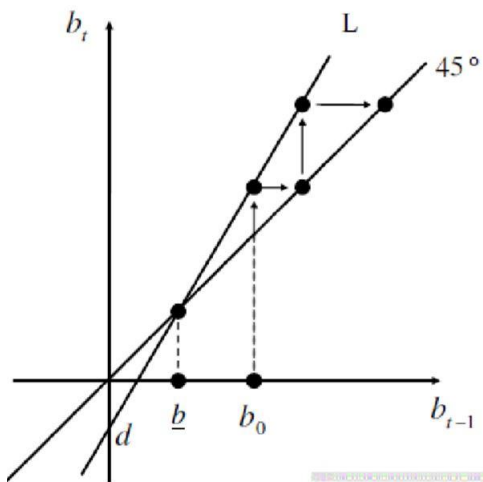


Figura 8: DINAMICA DIVERGENTE CON SURPLUS

### 1.8.5 Come azzerare il rapporto debito/Pil?

Si è già visto che esistono 3 indicatori che possono essere controllati per non fare 'esplodere' il rapporto debito/PIL:

- La crescita del PIL
  - Tasso di crescita del PIL reale
  - Tasso di inflazione
- I tassi di interesse
- Il disavanzo primario

Se i governatori non possono in poco tempo modificare le sorti dei primi due, possono invece, soprattutto in caso di immediata urgenza, agire sul disavanzo primario. La sua riduzione, come già visto, in generale, tranquillizza gli operatori finanziari e permette di concedere dei premi al rischio inferiori.

E' possibile stimare esattamente quel valore del disavanzo primario che deve essere posto come obiettivo da parte degli agenti di politica economica per poter bloccare la crescita del rapporto debito/PIL.

A livello analitico una modalità per azzerare  $b_t$  nel lungo periodo è cercare  $\alpha$  che azzeri  $b_t - b_{t-1}$ , cioè  $\Delta b = b_t - b_{t-1} = 0$ .

$$b_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} b_{t-1} + \alpha'$$

$$b_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} b_{t-1} + \alpha' - b_{t-1} = \left(\frac{(1+i)}{(1+g)} - 1\right) b_{t-1} + \alpha' = \frac{(1-n)}{(1+g)} b_{t-1} + \alpha'$$

La crescita del rapporto debito/PIL è azzerata quando  $\alpha' = -\frac{(1-g)}{(1+g)} b_{t-1}$ .

Il valore del disavanzo avrà un valore e un certo impatto a seconda delle differenti dinamiche di base.

A livello grafico, se la dinamica di base è convergente il rapporto debito/PIL nel tempo tende a un livello stazionario. Per poter stabilizzare ancora di più il livello si può ridurre il deficit o creare surplus, in modo non soltanto da raggiungere una stabilità, ma anche da ridurre il rapporto debito/PIL.

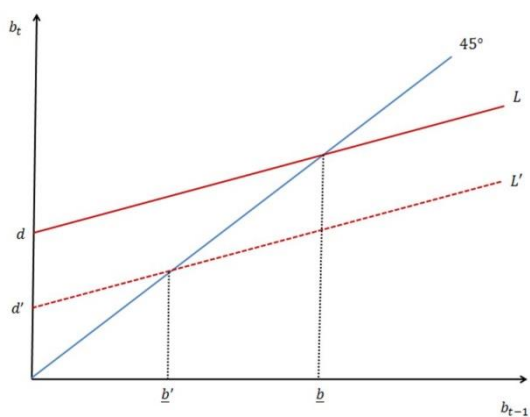


Figura 9: DINAMICA CONVERGENTE CON RIDUZIONE DEL DEFICIT

Se la dinamica di base è divergente il surplus primario può essere usato come strumento per invertire la rotta esplosiva del debito, tramite la traslazione della retta  $L$  verso il basso.

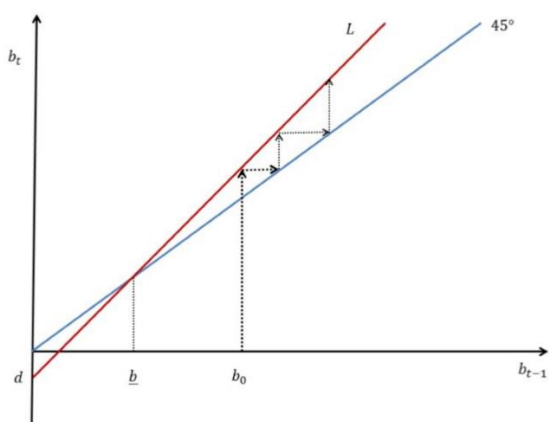


Figura 10: DINAMICA DIVERGENTE

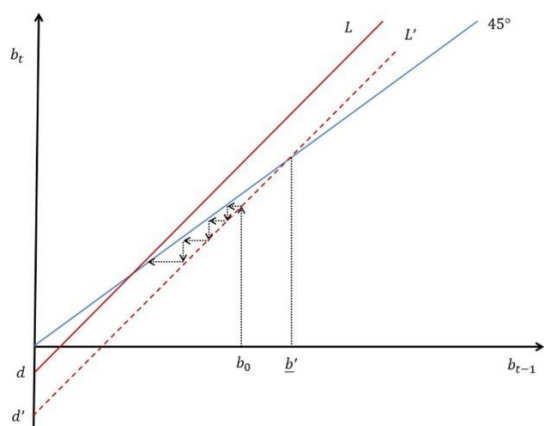


Figura 11: DINAMICA DIVERGENTE CON RIDUZIONE DEL DEFICIT

## **Capitolo secondo. Il debito pubblico italiano: un mix di errori ed eccessivo ottimismo**

In questo capitolo viene descritta la storia del debito pubblico italiano, i fattori che ne hanno determinato la crescita e viene analizzato come si sono evolute le determinanti della creazione di deficit pubblico in Italia dal 1861 ad oggi.

Si cerca di capire anche come sono stati affrontati gli anni successivi al Trattato di Maastricht e come questa evoluzione abbia modellato lo sviluppo di nuove riforme di Finanza pubblica.

In Italia le determinanti più importanti dei deficit pubblici sono principalmente stati fattori di deviazione degli indicatori economici (come produzione, spesa pubblica e livello di disoccupazione) dalle normali dinamiche, i governi di coesione interna che affrontano shock fiscali avversi, le controversie tra i vari Ministri delle Finanze che si sono succeduti, la forza più o meno vincolante del bilancio, le varie procedure di approvazione, le richieste di redistribuzione intra e intergenerazionale innescate da sviluppi demografici e la partecipazione ad accordi internazionali che soprattutto negli ultimi anni hanno limitato le politiche monetarie e fiscali del Paese.

In Italia, tutti questi fattori hanno subito cambiamenti radicali negli anni successivi a Maastricht.

La crescita del PIL si è arrestata in modo sostanziale negli anni '90. La disoccupazione ha raggiunto un picco nella seconda metà degli anni '90 e poi ha iniziato a diminuire per la prima volta dopo diversi anni.

Equilibri politici e istituzionali, erano stati più o meno immutati dalla fine della seconda guerra mondiale, ma poi furono sconvolti dalla combinazione degli effetti del cambiamento del sistema elettorale, dalla rappresentanza proporzionale alla regola della maggioranza e dalle inchieste giudiziarie che hanno portato alla scomparsa dei vecchi partiti e alla nascita di nuovi; col tempo, queste alleanze nuove o rinnovate si aggregarono lentamente in due coalizioni che, per la prima volta nella storia del paese, si alternano nel governo.

Più recentemente, una serie di riforme istituzionali ha più che dimezzato il numero dei ministri della spesa (da 25 a 10) e ha concentrato le scelte finanziarie del governo nelle mani di un solo Ministro dell'economia.

Le Regole di bilancio divennero molto più severe dopo la "costituzionalizzazione" delle disposizioni fiscali del Trattato di Maastricht e l'adozione di una riforma di bilancio che limitasse le possibilità nel modificare le proposte del governo. D'altra parte, richieste di entrate, di redistribuzione e spesa pubblica derivanti dall'evoluzione demografica del paese sono probabilmente diventati più pressanti negli anni, come gli effetti combinati di un bilancio negativo tra nascite e morti e il livellamento dell'impatto sociale della ristrutturazione delle imprese attraverso i regimi di prepensionamento.

Infine, lo stesso Trattato di Maastricht ha rafforzato il "vincolo esterno" che storicamente ha guidato tutte le principali scelte politiche in Italia negli ultimi decenni.

## 2.1 La storia del debito pubblico in Italia

Il debito pubblico italiano è in continua crescita. Sul sito dell'Istituto Bruno Leoni è possibile visualizzare un contatore in tempo reale, e la cifra è davvero esorbitante. Come già visto, il valore in sé è da considerare in rapporto al PIL, per poterlo comparare a quello degli altri paesi.

Molti anni di deficit accumulati dallo Stato hanno contribuito ad accumulare una somma ingente.

In seguito all'unificazione italiana del 1861 fu creato il 'Gran libro del debito pubblico', all'interno del quale venne fatta, nel corso degli anni, la ricostruzione del valore del debito pubblico. In particolare raccoglie registri in cui all'inizio erano riportati i singoli debiti dello Stato e successivamente vennero confluiti tutti i debiti derivanti dai bilanci dei vari Stati del Regno.

E' possibile notare la divisione di quattro fasi nelle quali il debito è stato accumulato, che tendenzialmente sono state fatte coincidere con l'ultima parte del diciannovesimo secolo e le due guerre mondiali.

La soglia del 130 per cento è stata superata solo nel 1897, in seguito alla sconfitta italiana nella battaglia di Adua, e tra il 1919 e i 1924 in seguito alla prima guerra mondiale. Successivamente però ci fu un crollo del debito, grazie al condono sul debito estero prebellico che fu concesso all'Italia. Una riduzione simile si verificò anche in seguito alla seconda guerra mondiale, in quel caso più che altro per motivi legati ad una elevata inflazione.

Dopo l'unificazione italiana nel 1861, il livello debito/PIL era molto basso, intorno al 40%, ma la costruzione di una identità nazionale e le conseguenti spese per unificare il paese furono determinanti nell'alzare il valore del debito. Ingenti spese per le grandi opere, unite alle spese per la guerra in Abissinia, comportarono un rialzo del debito fino a superare per la prima volta il 130 per cento.

Soltanto negli anni 70 del diciannovesimo secolo il bolognese Marco Minghetti, due volte presidente del consiglio dei ministri e tre volte ministro delle Finanze del Regno d'Italia, riuscì a ottenere il pareggio di bilancio. Aiutato dalle politiche di risanamento del debito di Quintino Sella, ex ministro delle Finanze, nel 1875 riuscì a ottenere un avanzo di 14 milioni. Queste furono le principali misure approvate dalla Camera:

- Un aumento della tassa sui trasporti ferroviari ad alta velocità
- L'introduzione di una tassa del 2 per cento sui trasporti ferroviari a bassa velocità
- L'aumento della tassa di fabbricazione dell'alcool e della birra
- Modificazioni alle tasse di registro e di bollo, e l'imposizione di un diritto sulle assicurazioni e sui contratti vitalizi (legge 8/6/1874)
- Una nuova tassa sui contratti di borsa (legge 14/6/1874)

I risultati furono soddisfacenti, ma le richieste fatte ai cittadini erano pesanti e non poterono durare a lungo.

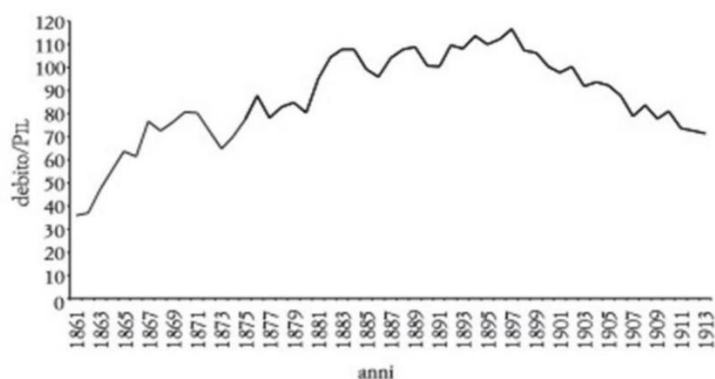


FIG. 1. Andamento del rapporto debito/PIL 1861-1913.

In seguito il deficit continuò quindi a crescere per tutto il resto del secolo, a causa degli ulteriori impegni presi dal governo in spese per infrastrutture, che portò alla crescita delle ferrovie, degli uffici postali e della rete telegrafica.

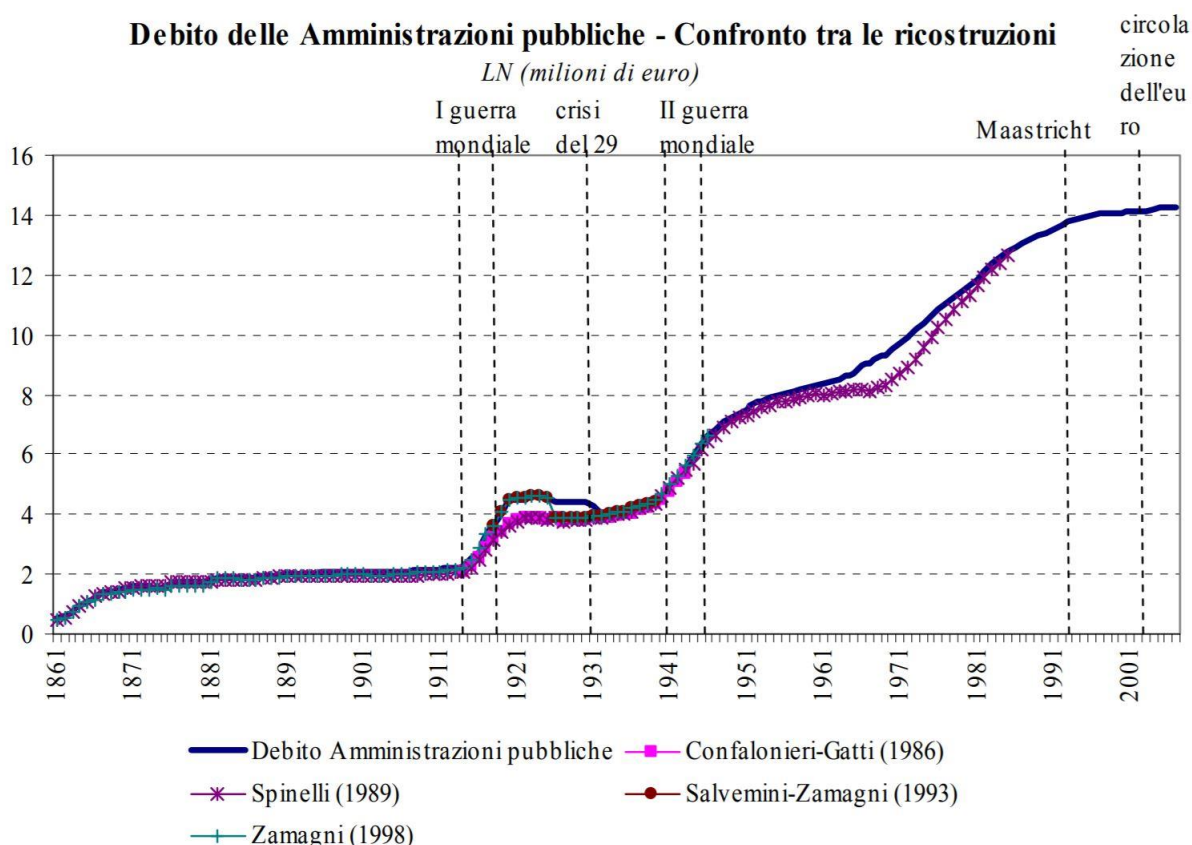
Con Giolitti, nei primi anni del ventesimo secolo l'Italia riuscì a usufruire del periodo di prospero dell'economia mondiale, la crescita generalizzata dell'industria e il miglioramento dei dati sull'occupazione. Il bilancio restò in pareggio per alcuni anni, fino all'arrivo del primo conflitto mondiale. Già negli anni precedenti la guerra la corsa agli armamenti, che caratterizzò l'Europa, contagiò anche l'Italia, che aumentò la spesa militare dal 14,3 per cento della spesa totale sino al 22 per cento.

La prima guerra mondiale impegnò le casse del Regno in maniera molto esaustiva; i tre metodi per finanziarsi più utilizzati furono i tributi, la circolazione della moneta, e ovviamente, un grosso indebitamento, soprattutto all'estero.

Infatti la Gran Bretagna e gli Stati Uniti aiutarono molto il Regno d'Italia, con la vendita di contratti lire-oro che contribuirono ad aumentare il valore del debito/PIL, anche a causa della svalutazione della lira.



Il carico fiscale non fu aumentato, a differenza di altri paesi e furono messe delle imposte sul patrimonio e sui profitti di guerra solo alla fine della guerra stessa.



1

Il primo conflitto più grande della storia dell'umanità costò parecchio all'Italia: se prima dello scoppio della guerra il rapporto era pari all'81 per cento, nel 1920 divenne del 125%, aumentando più o meno di cento miliardi. E se si considera anche il debito estero, utilizzato in maniera massiccia, si arrivò a superare il 160 per cento.

In seguito a un impatto così grosso e devastante, gli anni a seguire furono di miglioramento.

Ci fu un grosso acquisto di titoli ed emissione di moneta, che contribuì ad abbassare i tassi e ad alzare il livello dell'inflazione in maniera determinante.

In seguito alla crisi del 1929 il rapporto debito/PIL tornò a salire intorno al 60 per cento, e fino all'inizio della seconda guerra mondiale restò basso.

In realtà, anche in seguito alla guerra, l'inflazione contribuì a tenere il livello del debito piuttosto basso, intorno al 40 per cento. Fu l'inizio di un periodo in cui il debito non si alzò, e fino alla fine degli anni sessanta il problema del debito divenne relativamente meno importante rispetto ad altri argomenti di finanza pubblica.

La spinta data alla crescita industriale e alla creazione di grandi infrastrutture portò a grandi spese, che però ebbero comunque un impatto minimo sul debito.

In seguito agli anni del miracolo economico, il debito iniziò a salire senza più fermarsi.

Il macigno più grosso di debito pubblico che ancora oggi pesa sugli italiani iniziò proprio a formarsi all'inizio degli anni ottanta, in seguito a una gestione disattenta delle finanze dello Stato.

<sup>1</sup> <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni>, Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica, Maura Francese e Angelo Pace, Ottobre 2008

Il dato più interessante è che il disavanzo primario rimase sempre intorno all'8 per cento durante gli anni ottanta e i tassi aumentarono in seguito all'abbassamento dell'inflazione. Questo comportò un aumento del servizio sul debito, ovvero l'ammontare che serve allo stato per pagare gli interessi sul debito, dal 5 al 10 per cento del PIL. Tra le cause più importanti in quegli anni ci fu l'evasione fiscale e il fatto che la banca centrale faticasse a mantenere i tassi bassi rispetto agli altri paesi europei.

La situazione continuò in questa direzione, con una lieve ripresa che però fu bloccata dalla crisi del 2008, che portò a superare il tetto del 130 per cento.

### **2.1.1 Dagli anni 60 ad oggi**

Se tra gli anni cinquanta e sessanta il rapporto debito/PIL raggiunse il minimo storico, negli anni sessanta ci furono delle spese ingenti in sanità e pensioni che portarono ad un aumento, che non si sarebbe più arrestato.

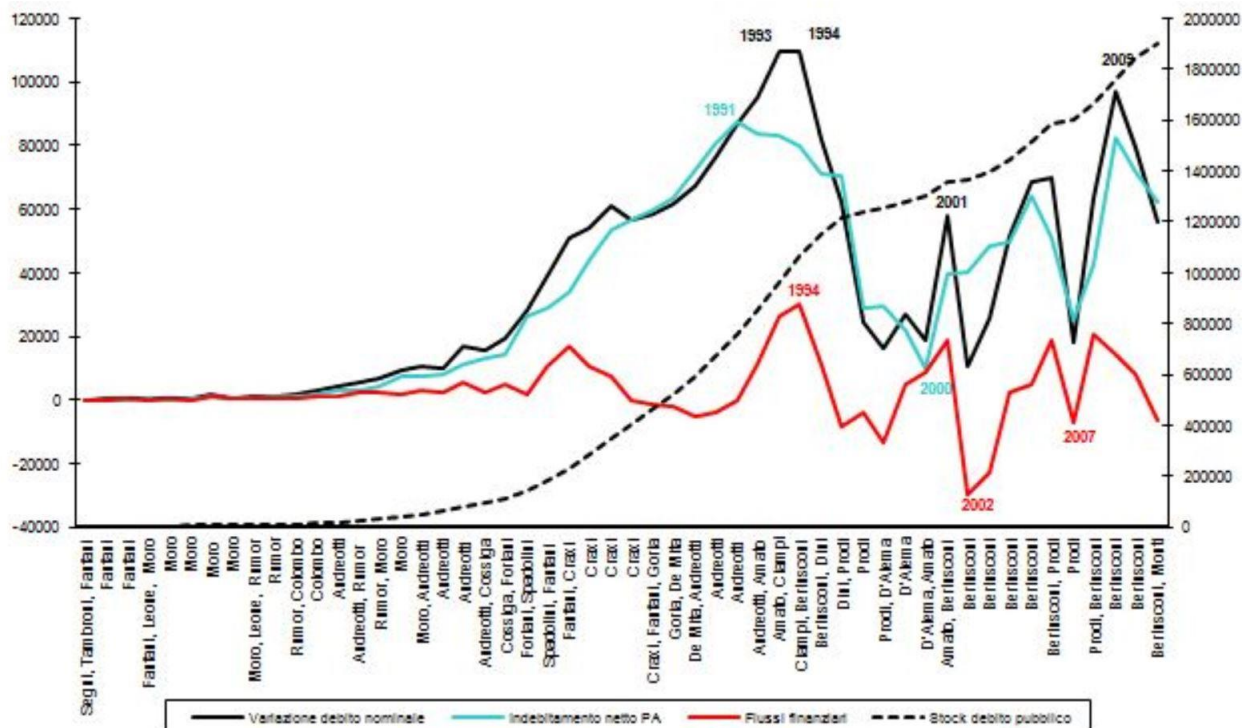
Dagli anni sessanta in poi il debito aumentò di 4 miliardi, ma in rapporto al PIL la crescita fu moderata per poi esplodere solo in seguito agli anni Ottanta. Di fatto anche negli anni Settanta il debito subì una crescita, ma rispetto al PIL fu lieve rispetto a quello che accadde dopo.

Varie motivazioni, tra cui tensioni sociali presenti in quegli anni, portarono i governi a fare alcune concessioni e quindi ad aumentare la spesa pubblica, ma questa non fu compensata da una adeguata tassazione. Per questo motivo il disavanzo primario fu abbondante, e continuò ad aumentare anche durante gli anni settanta, passando dal 2 per cento del PIL sino all'11 per cento.

Di solito un deficit primario così alto avrebbe dovuto portare ad un aumento del debito, ma l'aumento della circolazione della moneta sostenuta dalla Banca d'Italia permise di mantenere il livello dell'inflazione più alto e di conseguenza questo ha permesso di mantenere relativamente più basso il debito, dal momento che l'alto disavanzo primario veniva compensato da un basso livello della spesa pagata sugli interessi.

Successivamente, la separazione tra Banca d'Italia e governo portò a una impossibilità ad acquistare titoli e quindi ad emettere moneta: di conseguenza il livello dell'inflazione tornò ad abbassarsi e il valore reale del debito impennò, a causa della spesa per interessi.

Dagli anni ottanta lo stock di debito accumulato non ha mai smesso di crescere, aumentando di quasi 2000 miliardi.



Fonte: presidenza del Consiglio dei ministri, Banca d'Italia, Istat – Contabilità nazionale

2

Lo stock di debito pubblico è esploso dopo gli anni ottanta, rallentando solo alla fine del ventesimo secolo. La sua crescita era già partita negli anni precedenti, ma il peso della spesa sugli interessi divenne sempre più alto in questi anni.

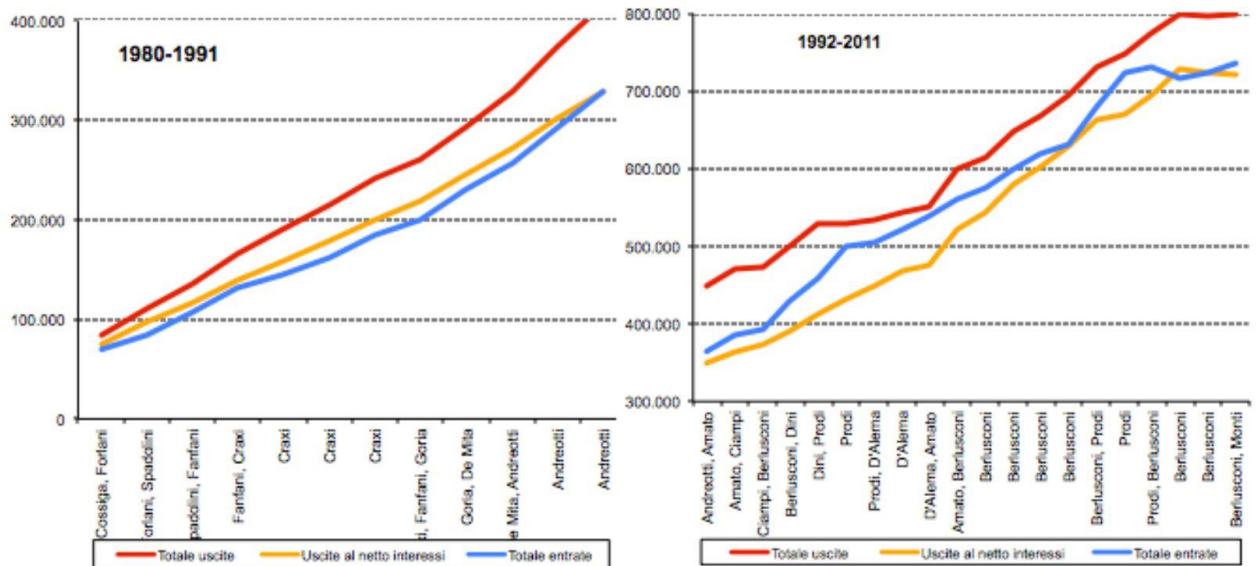
L'aumento fu di 110 miliardi tra il 1993 e il 1994, in seguito alla crisi economica che colpì l'Italia nel 1992; dopo aver sperimentato una piccola decrescita nel 1996, dal 1997 fino al 2000 ci furono delle entrate che fecero quasi raggiungere il pareggio di bilancio nel 2000. Il deficit si trasformò in avanzo primario, grazie all'aumento della tassazione e la riduzione delle spese. Queste nuove riforme furono prese sulla spinta delle nuovi criteri internazionali stabiliti dal trattato di Maastricht del 1992, il quale stabilì precisi criteri per l'ammissione degli Stati membri all'unione economica e monetaria.

Possono essere distinti due fattori che hanno avuto un impatto differente in questi anni:

- I flussi di natura finanziaria incrementarono il debito nel 1990 di circa 30 miliardi per poi invece portare ad un effetto di segno opposto negli anni duemila
- Le dismissioni mobiliari (111 miliardi dal 1991) e le operazioni di cartolarizzazione non hanno avuto alcun effetto benefico sul debito

Prima si era evidenziato come l'onere degli interessi avesse impattato in modo cospicuo in questo periodo. Dal grafico si evidenzia che dal 1980 al 1991 l'effetto netto fu dato dalla spesa pubblica maggiore delle entrate (disavanzo primario), mentre in seguito le uscite al netto degli interessi sono sempre rimaste più basse rispetto al totale delle entrate (avanzo primario). Questo perché la spesa per interessi divenne sempre più alta, senza mai arrestarsi.

<sup>2</sup> <https://www.lavoce.info>, Dal passato un debito pubblico insostenibile, Monica Montella e Franco Mostacci (6/09/2012)



Negli anni novanta aumentarono gli sforzi in termini di conti pubblici per far sì che l'Italia potesse rientrare nei parametri dettati dal trattato di Maastricht, anche se in maniera lieve. Dal 2000 ci furono maggiori entrate che ridussero il valore assoluto del debito.

Gli ultimi anni del ventesimo secolo possono quindi essere definiti come anni di grandi sforzi dello Stato e dei cittadini, che furono anche seguiti da un abbassamento dei tassi. La concomitanza di una politica fiscale adeguata e dei tassi bassi avrebbe potuto migliorare ulteriormente la situazione, ma in realtà sia il governo di centrosinistra prima e quello di centrodestra dopo, ridussero gli sforzi e le spese aumentarono nuovamente.

Questo portò l'Italia ad avere un rapporto debito/PIL troppo elevato per affrontare la crisi del 2008, che quindi creò dei danni ancora più gravi. Questo anche perché durante i primi anni del nuovo secolo la crescita dell'economia fu piuttosto lenta, e questo contribuì a rallentare l'intero sistema di crescita e ad aumentare ulteriormente il rapporto debito/PIL.

Secondo alcuni economisti, come Carlo Cottarelli, questo è stato il periodo dell'«occasione perduta»: gli sforzi fatti in tanti anni, non furono ripagati per un eccesso di ottimismo degli ultimi governi, i quali hanno portato l'Italia ad affrontare la crisi con un rapporto debito/PIL superiore al 100 per cento, mentre un valore dell'80 per cento avrebbe aiutato considerevolmente il paese.

Per questi motivi l'Italia si trovò impreparata ad affrontare la crisi e a sostenere la decrescita con delle manovre espansionistiche, dato l'eccessivo livello del debito.

La spesa fu ridotta ulteriormente per poter cercare di mantenere l'Italia in una situazione tale da affrontare la crisi e non uscire dall'Euro. Le politiche di austerità inserirono dei vincoli in termini di spesa, ma dall'altro lato ci fu un grosso aiuto da parte della Banca Centrale Europea con acquisti di natura strutturale di titoli che permise di abbassare i tassi e di trasformare il sistema monetario da un sistema a corridoio a un sistema a pavimento. In questo modo il tasso con cui le banche si sarebbero finanziate non sarebbe più stato quello compreso tra il rifinanziamento marginale dalle BCE e quello sulle remunerazioni dei saldi in eccesso, ma sarebbe stato direttamente quest'ultimo molto basso. Questo consentì di ridurre i volumi di attività sui mercati bancari e di ridurre i costi di gestione della liquidità. Per questo motivo, con tassi piuttosto bassi, la crescita del rapporto debito/PIL fu rallentata e si assesta intorno al 132 per cento.

## 2.2 Il trattato di Maastricht

<sup>3</sup>Il trattato di Maastricht è ufficialmente conosciuto come il Trattato sull'Unione Europea. Ha segnato l'inizio di un nuovo periodo nel processo di creazione di una unione sempre più forte tra i popoli dell'Unione Europea. Permise la creazione della moneta unica europea, l'euro, e questo ha significativamente allargato la cooperazione tra paesi Europei. Il trattato ha permesso:

- La creazione di una cittadinanza Europea, permettendo ai cittadini di risiedere e di muoversi liberamente tra gli Stati Membri
- L'istituzione di una politica estera e di sicurezza comune
- Una più stretta cooperazione tra polizia e magistratura in materia penale

Il trattato è stato firmato da 12 nazioni il 7 Febbraio 1992, Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Portogallo, Olanda, Spagna e Regno Unito. Da allora, altri 16 paesi hanno aderito all'UE e hanno adottato le norme stabilite nel trattato di Maastricht e nei trattati successivi.

Il trattato di Maastricht ha aperto la strada alla creazione di una moneta unica europea: l'euro. È stato il punto di arrivo che ha permesso di migliorare il livello di cooperazione economica europea. Con il trattato è nata la BCE. L'obiettivo principale della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi, ossia la salvaguardia del valore dell'euro.

L'idea di una moneta unica per l'Europa è stata proposta per la prima volta all'inizio degli anni '60 dalla Commissione europea. Tuttavia, un paesaggio economico instabile negli anni '70 ha comportato il blocco del progetto.

Già nel 1986 fu concordata da vari politici europei la nascita dell'Unione dell'Euro. Si è poi verificato, dal 1989, un processo di transizione che può essere diviso in tre fasi. Il trattato di Maastricht ha formalmente stabilito queste fasi:

1. Dal 1° Luglio 1990 al 31 dicembre 1993: viene introdotta la libera circolazione dei capitali tra gli Stati membri
2. Dal 1° gennaio 1994 al 31 dicembre 1998: viene ufficializzato un tentativo di cooperazione tra le banche centrali nazionali e un maggiore allineamento delle politiche economiche degli Stati membri
3. Dal 1° gennaio 1999 ad oggi: viene gradualmente introdotto l'Euro. La Bce è responsabile del suo controllo e della sua stabilità.

Oltre a stabilire il calendario per l'introduzione della moneta unica, il trattato ha anche stabilito norme su come l'euro funzionerebbe nella pratica. Questo ha incluso come determinare se i paesi erano pronti ad aderire all'euro.

Lo scopo di queste regole particolari, a volte indicato come 'I criteri di Maastricht' o 'I criteri di convergenza', è garantire che la stabilità dei prezzi sia mantenuta nell'area dell'euro anche quando nuovi paesi aderiscono alla valuta. Le regole operano per garantire che i paesi che aderiscono siano stabili nelle seguenti aree:

- <sup>4</sup>Inflazione. La stabilità dei prezzi viene controllata utilizzando come indicatore un indice armonizzato dei prezzi al consumo, che permette di tenere traccia del tasso di inflazione. Il

---

<sup>3</sup> <https://www.ecb.europa.eu>, 5 things you need to know about the Maastricht Treaty

<sup>4</sup> <https://www.ilsole24ore.com/fc?cmd=art&codid=22.0.1241727701&chId=14>, I valori dei parametri di Maastricht

valore di accettabilità non deve superare l'1,5% del tasso medio di inflazione dei 3 paesi con minore inflazione

- Tasso di cambio. Il cambio deve essere stabile e oscillare all'interno di un livello deciso dallo Sme
- Tassi di interesse. La stabilità dei tassi di interesse viene controllata analizzando l'andamento dei tassi applicati alle obbligazioni dello Stato a 10 anni, i quali non devono essere superiori al 2% della media dei tassi praticati dai 3 paesi con un livello di inflazione inferiore
- Debito pubblico. La sanità della finanza pubblica viene controllata analizzando ogni anno il deficit annuale e il debito totale accumulato. Il deficit deve essere minore del 3 per cento del PIL e il debito totale minore del 60 per cento, o perlomeno deve essere ridotto per avvicinarsi a questo livello

La politica di bilancio deve portare tutti i paesi aderenti a raggiungere questi criteri, e continuare a rispettarli. I programmi di stabilità devono rispettare queste condizioni, altrimenti si incorre in sanzioni. La sanzione principale è un deposito infruttifero, il quale dopo 2 anni dalla sanzione viene trasformato in una ammenda se il deficit eccessivo permane ancora. La sanzione viene calcolata applicando lo 0,2 per cento al PIL, a cui va sommata una variabile pari ad un decimo dello scostamento del disavanzo. Inoltre è presente un limite massimo all'ammontare delle sanzioni dello 0,5 per cento del PIL, ma si possono evitare queste sanzioni con l'impegno da parte del paese sanzionato a intraprendere delle misure correttive.

Dalla firma del trattato di Maastricht, i paesi europei si sono avvicinati, mentre alcuni settori politici come le politiche economiche e fiscali sono rimasti a livello nazionale. I leader europei hanno concordato ulteriori misure per promuovere l'ulteriore integrazione tra gli stati europei:

- il patto di stabilità e crescita è stato concordato nel 1997 per garantire che i paesi seguissero sane politiche di bilancio
- il Meccanismo europeo di stabilità è stato istituito per fornire assistenza finanziaria ai paesi dell'area dell'euro che hanno subito o minacciato da gravi problemi di finanziamento
- il Single Supervisory Mechanism e il Single Resolution Board nacquero in seguito alla crisi del 2008, cercando di risolvere i problemi nel sistema interbancario

Nel 2019 più di 500 milioni di cittadini utilizzano ogni giorno l'Euro e godono dei suoi benefici e della sua versatilità: l'euro è attualmente la seconda valuta maggiormente utilizzata al mondo.

Tra le disposizioni più importanti da analizzare ci sono:

- le disposizioni al fine di creare la BCE
- la clausola di *no bail out*: la BCE non può acquistare titoli emessi dal settore pubblico dei singoli Stati nazionali, in modo da dover evitare i rischi di un aiuto eccessivo in caso di crisi finanziaria
- le procedure riguardanti la mutua sorveglianza e i deficit eccessivi



## 2.3 Il fiscal compact

<sup>5</sup>Il *Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'unione economia e monetaria*, detto anche Fiscal Compact, è stato firmato il 2 marzo 2012 da 25 Stati membri dell'Unione Europea.

Tutti gli stati membri dell'Unione Europea lo hanno firmato, ad eccezione del Regno Unito e della Repubblica Ceca.

Esso contiene una serie di regole relative all'equilibrio di bilancio. Queste regole sono chiamate anche 'Regole d'oro' e sono vincolanti per tutti i paesi membri aderenti dell'Unione Europea.

Il 1° gennaio 2013, dopo essere stato ratificato, fino a quel momento da dodici paesi, entrò formalmente in vigore.

Le nuove regole, nel momento in cui un paese ratifica l'accordo, devono essere inserite in norme costituzionali o all'interno della legislazione della nazione. Successivamente, la Corte Europea di Giustizia si occupa di controllare se gli stati effettivamente abbiano portato a termine l'inserimento nella legislazione nazionale.

Di solito, ogni anno hanno luogo almeno due vertici dei 19 leader dei paesi che hanno adottato l'euro.

Le regole più importanti del Fiscal Compact sono:

- L'impegno delle parti è coordinare al meglio la collocazione dei titoli di debito pubblico
- L'impegno ad avere un deficit strutturale che non deve superare lo 0,5 per cento del PIL (per i paesi il cui debito è inferiore al 60 per cento del PIL, l'1 per cento)
- L'impegno a mantenere il deficit pubblico complessivo annuale al di sotto del 3 per cento del PIL
- Qualora il debito superasse il 60 per cento del PIL, esso dovrà essere ridotto ogni anno del 5 per cento in eccesso, tenendo in considerazione fattori quali la sostenibilità dei sistemi pensionistici e l'indebitamento del settore privato

## 2.4 Possibili soluzioni per ridurre il debito italiano

Come evidenziato da Carlo Cottarelli nel suo libro 'Il macigno'<sup>6</sup> potrebbero essere cinque le soluzioni per ridurre il debito italiano

- Uscire dall'Euro
- Non ripagare il debito
- Mutualizzare il debito
- Utilizzare i gioielli della corona
- L'austerità

### 2.4.1 Italexit

La crisi economica del 2008 ha suscitato numerose critiche verso l'Euro. Secondo alcuni questo è stato uno dei motivi per cui l'Italia ha fatto fatica ad uscire dalla crisi, per il fatto di non possedere la propria moneta. Quando nel 2011 la Spagna pagava molto più di interessi rispetto alla Gran Bretagna pur avendo il medesimo rapporto debito/PIL, questo ha portato alcuni politici ed opinionisti

---

<sup>5</sup><https://temi.camera.it/> , Il Fiscal Compact

<sup>6</sup> Cottarelli C., Il Macigno: perché il debito pubblico ci schiaccia, Feltrinelli, 2016

ad affermare importanza dell'indipendenza della Banca di ogni paese affinché possa imporre liberamente, per superare momenti di difficoltà, i propri tassi.

Si può analizzare l'impatto dell'Euro sull'economia italiana sotto due punti di vista:

- Inflazione e tassi di interesse.

Il fatto è che nessuna banca centrale può da sola risolvere completamente il problema del debito pubblico, e quindi, pur in una situazione di crisi, il debito avrebbe comunque gravato anche se la banca centrale fosse stata indipendente, dal momento che l'inflazione sarebbe aumentata molto e questa avrebbe tolto credibilità alla moneta, ovvero i debiti sarebbero stati ripagati con una moneta che vale meno.

A conferma di ciò si può dimostrare il fatto che l'aumento del livello dei prezzi non porta a grandi risultati.

Secondo alcuni l'effetto dei limiti imposti dall'UE hanno un impatto più negativo rispetto all'effetto che avrebbe un aumento dell'inflazione, che una banca centrale di un paese potrebbe sostenere. Per questo motivo sarebbe conveniente avere una banca centrale indipendente che possa ottenere una inflazione più alta. In realtà si è dimostrato che l'inflazione dovrebbe arrivare addirittura al 25 per cento per poter erodere il valore del debito, e questo avrebbe dei contraccolpi ben più gravi sull'economia. Ci sarebbero delle elevate perdite a causa del fatto che molti salari, pensioni e prezzi non sono indicizzati. Inoltre si verificherebbe un aumento dei tassi sia reali sia nominali, dal momento che i mercati finanziari chiederebbero un maggiore premio per il rischio che compensi le aspettative e le incertezze sulla inflazione futura.

L'ingresso nell'Euro permise all'Italia di ridurre i tassi di interesse, che erano piuttosto elevati. Una eventuale uscita porterebbe invece ad un rialzo dei tassi stessi, con un risultato controproducente rispetto all'obiettivo sperato.

- Crescita dell'Economia.

La crescita italiana in seguito all'unione monetaria non è stata molto forte. E' frutto della coincidenza o ci sono delle fondamenta economiche? Infatti, la lenta crescita prima degli anni duemila potrebbe essere spiegata dalla lenta crescita della popolazione. Ma con l'introduzione dell'Euro il PIL smette di crescere. L'aumento del prezzo del petrolio e di altre materie prime potrebbero avere inciso. Ma alcune critiche sono state mosse verso il sistema Euro. Innanzitutto, secondo la teoria delle *optimum currency areas* i paesi che fanno parte della stessa area monetaria dovrebbero avere lo stesso ciclo economico, cioè la crescita delle economie dovrebbe essere perlomeno simile. Questo implica che ogni paese dovrà avere una politica monetaria propria e non ce ne possa essere una comune.

Inoltre, l'industria italiana si è sempre agganciata a una valuta debole, quale era la lira. Con l'avvento dell'Euro, valuta forte, le imprese, che in Italia sono per la maggior parte medio-piccole, sono entrate in difficoltà, poiché meno produttive delle maggiori potenze europee.

Siccome in economia la produttività dipende proporzionalmente dai salari, anche secondo il modello Ricardiano quanto più migliora la tecnologia di un paese quanto più possono aumentare i salari. Altrimenti si potrebbe verificare una incapacità di affrontare il commercio internazionale che porterebbe a una crisi (si veda la crisi della Grecia nel terzo Capitolo). In particolare Ricardo dimostra che il salario relativo, ovvero l'ammontare ricevuto dai lavoratori per ora lavorata rispetto all'ammontare ricevuto per ora lavorata dai lavoratori dell'altro paese, deve essere compreso tra il rapporto della produttività relativa tra i due paesi nei due settori.



Anche in Italia il costo delle retribuzioni è aumentato e questo ha portato a un rallentamento rispetto ad altri paesi. Dal momento che il salario relativo italiano è aumentato, l'Italia fa fatica a stringere accordi commerciali: è in sostanza più debole dal punto di vista contrattuale nell'import/export rispetto a prima. Le soluzioni sarebbero due: la prima sarebbe ottenibile solo nel lungo termine, ovvero migliorare la tecnologia e innovare per aumentare la produttività. La seconda è ridurre i salari e allinearli il più possibile con il livello di produzione. Se invece i salari fossero troppo alti, dal momento che si suppone che la tecnologia possa essere migliorata solo nel lungo termine, il meccanismo di aggiustamento tradizionale passerebbe attraverso una svalutazione interna: all'interno della moneta unica, senza svalutare il tasso di cambio, i salari verrebbero in automatico abbassati. Infatti la crescente disoccupazione provocherebbe una adeguata riduzione dei livelli salariali.

Negli ultimi anni i prezzi delle materie prime si sono riabbassati, ma questo non basta. E' importante che venga rispettata la condizione ricardiana, ovvero che i salari vadano di pari passo con la crescita della produttività. Bisognerebbe lavorare sulla crescita tecnologica e sulle innovazioni per poter aumentare la produttività e di conseguenza aumentare i salari, ridurre la disoccupazione, abbattere la spesa pubblica e quindi far decrescere il debito.

Secondo i favorevoli all'uscita dall'Euro l'aumento della competitività potrebbe essere ottenuto proprio con l'abbandono dell'Euro perché questo comporterebbe un incremento dei margini di profitto rispetto ai salari reali. Ma come appena visto, una riduzione sbilanciata dei salari rispetto alla produttività porterebbe al risultato opposto, per cui si verificherebbe quel meccanismo di riaggiustamento fino al pareggiamento di salario e produttività. La competitività molto probabilmente non aumenterebbe.

Inoltre bisogna considerare i problemi amministrativi e burocratici di una eventuale uscita dall'Euro. In economia, il concetto di 'path dependence' limita gli agenti a guardare il passato, ma a rivolgersi al futuro senza poter tornare indietro. Le decisioni che possono essere prese dipendono dalle scelte compiute in passato e dagli eventi che sono stati sperimentati, anche se quelle situazioni passate sembrano non avere più nulla a che fare con quelle presenti.

La scelta più difficile riguardante il debito pubblico sarebbe la denominazione del debito stesso. Sarebbe meglio denominarlo in euro o in lire?

## **2.4.2 Ripudio e ristrutturazione del debito**

Esiste una cerchia di pensatori ed economisti che ritiene opportuno ristrutturare il debito. La cancellazione del debito sarebbe l'unica soluzione per far sì che l'Italia torni a crescere in maniera organica, senza dover sottostare a politiche di austerità che disincentivano la crescita.

Inoltre, a loro parere, la ristrutturazione porterebbe a un miglioramento delle condizioni dei più poveri, dal momento che si potrebbe aumentare la spesa pubblica e ridurre la tassazione, tornando a creare deficit senza alcun tipo di restrizione, in modo da sostenere più fortemente la crescita.

Il ripudio del debito però si è verificato raramente nel corso della storia, in particolare per gli elevati costi che si dovrebbero sostenere. La perdita di credibilità dello Stato che ripudia il debito è molto elevato, dal momento che i prestatori in futuro potrebbero chiedere dei premi molto più alti, o smettere di prestare. In generale si nota che in media i paesi che hanno ripudiato il debito sono riusciti a ottenere nuovamente capitali sui mercati finanziari abbastanza rapidamente.

Il problema è che la ristrutturazione avrebbe lo stesso effetto di austerità che ha una tassa. Non viene tassata la ricchezza dei cittadini, bensì i titoli di Stato. Questo non sarebbe un problema se gli investitori fossero per la maggior parte stranieri, come in altri paesi. In Italia la gran parte dei titoli sono detenuti da risparmiatori e banche italiane, oppure da paesi dell'area Euro. Un eventuale ripudio del debito andrebbe a colpire tutti questi soggetti, dal momento che il peso delle sottoscrizioni estere è meno rilevante.

Il punto quindi da tenere in considerazione è proprio questo: un ripudio del debito porterebbe a un aggiustamento fiscale molto simile a quello che le politiche di austerità comportano. Questo implica che anche in questo caso verrebbe svantaggiato il ceto più basso della popolazione. Anche questa soluzione quindi non sembra essere ideale per la situazione del debito italiano, e potrebbe essere al limite utilizzato solo come ultima risorsa in caso di una grave recessione.

### **2.4.3 La condivisione del debito nell'Eurosistema**

Una ulteriore soluzione potrebbe essere la mutualizzazione del debito. Paesi all'interno della stessa unione monetaria potrebbero creare una forma di debito comune, che permetta la solidarizzazione e la distribuzione dei debiti dei vari paesi all'interno di una Unione. Nel caso europeo, la proposta fu avanzata per la prima volta dal presidente dell'Eurogruppo, Jean-Claude Juncker e, in Italia, dal Ministro dell'Economia e delle Finanze Giulio Tremonti, nel 2010. La logica è quella di avere un bilancio europeo comune, e si spiega in seguito alla crisi del 2008 e alla crisi greca. Nel momento del bisogno gli Stati dell'Unione si aiuterebbero così a vicenda.

In realtà nella storia questo tipo di aiuto reciproco raramente ha funzionato, neppure in stati federali caratterizzati non solo da una unione monetaria, bensì anche politica.

E' chiaro che nel caso di una unione, sia essa monetaria sia essa politica, si suppone che vi sia un aiuto tra i paesi componenti, in modo da evitare che i problemi di uno di essi si propaghino nell'intera area. Gli aiuti possono consistere in prestiti di risorse a condizioni più vantaggiose, il passaggio di risorse a titolo gratuito oppure la mutualizzazione del debito.

Quest'ultimo coincide con quello che ha portato all'idea dell'Euro Bond: l'emissione di titoli del debito pubblico europei da parte dell'Eurosistema, garantiti da tutti i paesi facenti parte ad esso.

A livello giuridico questo presupporrebbe che i creditori avrebbero diritti di rivalsa su tutti i paesi, sebbene il prestito sia stato concesso all'Eurosistema.

Questi titoli verrebbero emessi a tassi inferiori rispetto a quelli per cui sarebbero a loro volta acquistati i singoli paesi europei, per cui questi ultimi avrebbero più tempo per ripagare i propri debiti.

Queste idee sono state tradotte in vari meccanismi piuttosto complicati, che non considerano, come già detto, che questo non ha funzionato neppure in stati federali come gli Stati Uniti. Non viene considerata una componente meno economica ma più strettamente sociale, lo spirito di solidarietà dei bassi. In economia questo potrebbe essere spiegato con il moral hazard, ovvero alcuni paesi potrebbero approfittare della situazione attuando una politica fiscale esageratamente espansiva, creando una situazione di tensione tra i paesi stessi.

Probabilmente la soluzione della mutualizzazione potrebbe avere senso solo in una unione dove tutti i paesi hanno la stessa identica politica a qualsiasi livello, sia monetaria, sia pubblica. Ma di fatto non ha mai funzionato neppure nei paesi più uniti. Non sembrerebbe quindi una soluzione idonea per l'Italia e l'Europa.

#### **2.4.4 La ricchezza dello Stato**

L'Italia, come ogni Stato, possiede una certa ricchezza accumulata negli anni. La ricchezza della corona, ovvero quella detenuta nelle casse del Tesoro, è però sconosciuta e può essere calcolata in modo più o meno approssimativo.

L'insieme delle attività pubbliche si aggirerebbe intorno allo stesso valore del debito italiano. Il problema quindi non sta nella quantità di attività, ma sulle eventuali conseguenze della loro vendita.

Se da un lato la cessione di attività pubbliche non crea grosse differenze dal punto di vista del bilancio dello stato, dall'altro il debito si ridurrebbe e di conseguenza verrebbero meno le criticità che esso comporta. Verrebbe meno la continua esigenza di liquidità che serve a rifinanziare il debito che sta scadendo. Inoltre le attività pubbliche hanno degli interessi netti piuttosto bassi, anche in periodi di tassi elevati.

Nel primo caso però basterebbe ridurre sia le passività sia le attività con cautela, mentre nel secondo bisognerebbe rivalorizzare le attività stesse. Entrambe procedure piuttosto complicate.

Le difficoltà nel vendere le attività pubbliche sono sostanzialmente gli interessi di una stretta cerchia di italiani, le problematiche e lentezze burocratiche, e il fatto che le attività più facilmente smobilizzabili sono quelle con rendimento elevato. In sostanza non conviene.

#### **2.4.5 L'austerità**

L'austerità in politica economica è l'insieme di procedimenti volti a ridurre la spesa pubblica e ad alzare le tasse in maniera rigorosa, al fine di ridurre il debito dello Stato. Viene spesso utilizzato in maniera dispregiativa, come un antidoto malvagio e troppo rigoroso. In realtà in parte, le politiche di austerità hanno aiutato i paesi europei e non solo ad uscire dalla crisi. Dall'altra però hanno ridotto la crescita potenziale del PIL.

L'aumento delle tasse si ottiene con l'aumento dell'aliquota oppure con la modifica della base imponibile rispetto all'anno prima.

La restrizione fiscale è ottenibile anche con l'aumento della spesa pubblica, nei vari settori dell'economia, inferiore rispetto alla crescita del PIL potenziale.

E' dimostrabile che queste politiche dovrebbero portare negli anni a una riduzione del rapporto debito/PIL, in seguito a un iniziale riduzione del PIL, dovuto a una riduzione della domanda e dei consumi sulla base del moltiplicatore keynesiano. Esistono delle eccezioni: la reazione dei mercati nel breve periodo può essere negativa rispetto all'iniziale riduzione del PIL e di conseguenza alzare i tassi, con un effetto controproducente. Inoltre, non solo la domanda e i consumi si ridurranno, ma anche gli investimenti, rallentando gravosamente la crescita dell'economia. Questo è più o meno quello che è successo in Italia.

In Italia non si raggiunge il pareggio di bilancio dagli anni settanta. Questo è un obiettivo che sembra ancora lontano: la ricetta potrebbe essere quella di tenere la spesa pubblica il più basso possibile, andando a ridurre quelle spese che hanno un impatto poco positivo sulla domanda nel medio periodo. Secondo una cerchia ristretta di economisti la più equa redistribuzione dei redditi porterebbe a una crescita più elevata.

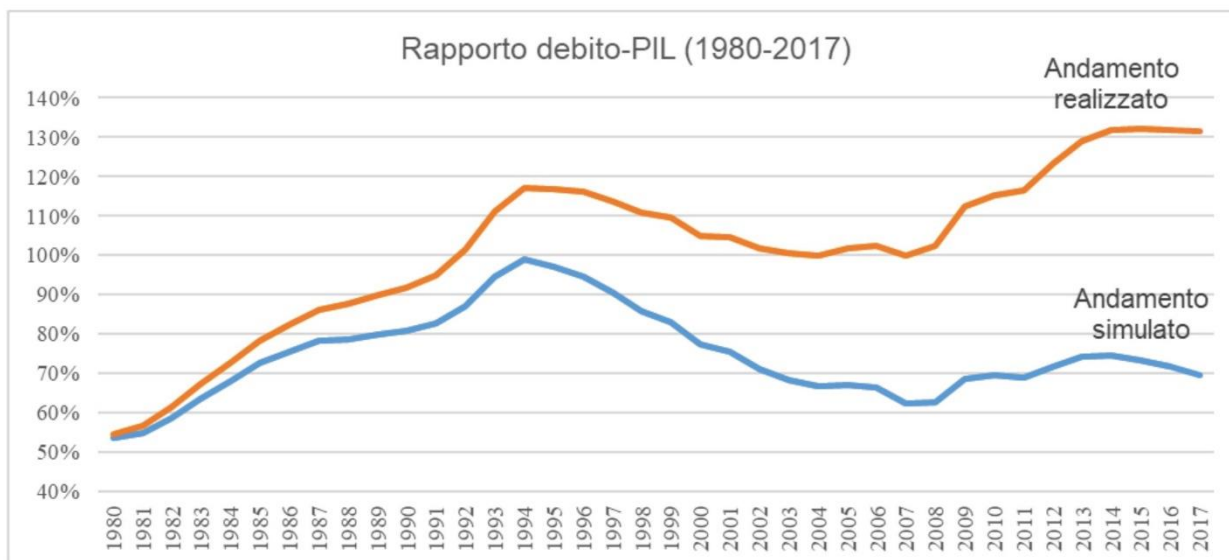
La difficoltà più grande per gli economisti sta nel capire quali siano le manovre di restrizione fiscali più efficienti per l'Italia nel breve e nel medio termine.

Un fattore che in Italia ha sempre contribuito a peggiorare la situazione è stata l'evasione fiscale.

## 2.5 L'impatto dell'evasione fiscale

L'impatto dell'evasione fiscale sul debito pubblico italiano è sempre stato piuttosto considerevole. In media si stima che il valore di tasse evase e non pagate in Italia si aggiri intorno ai 130 miliardi di euro all'anno. Una cifra enorme, che se incassata negli anni avrebbe inciso in parte sulla riduzione del debito pubblico in valori assoluti e relativi al PIL. Sarebbe impensabile l'eliminazione totale di essa, ma in parte avrebbe migliorato una situazione già grave.

Ma soprattutto il danneggiamento causato dall'evasione fiscale sui bilanci pubblici è uno dei fattori che ha reso l'Italia più debole nell'affrontare la crisi del 2008. Un debito più elevato ha comportato tassi più elevati e di conseguenza un minore afflusso di capitali negli anni.



Fonte: elaborazione Osservatorio CPI – Unicatt su dati Banca d'Italia e MEF.

<sup>7</sup>Nel grafico si mostra una stima del potenziale rapporto debito/PIL nel caso ci fosse stato anche solo l'1% in più di entrate sul PIL ogni anno. Ovvero una cifra piuttosto bassa rispetto al totale del valore evaso. Eppure i dati mostrano che il disavanzo sarebbe stato minore ogni anno e quindi la il debito sarebbe cresciuto a una velocità più moderata. Il rapporto debito/Pil si sarebbe aggirato intorno al 70 per cento, contro il 132 per cento attuale.

## 2.6 La situazione politica economica attuale

La politica fiscale ha normalmente un ruolo nella gestione della domanda aggregata ciclicamente attraverso stabilizzatori automatici (come i sussidi di disoccupazione o le tasse progressiste), ma questo ruolo aumenta ancora di più nelle trappole di liquidità (con una politica monetaria limitata a zero) quando è garantito anche un certo stimolo fiscale.

In altre parole, ogniqualvolta la domanda aggregata (PIL attuale) è più debole del potenziale di offerta dell'economia, si verifica un divario produttivo negativo che dovrebbe essere chiuso dallo stimolo della politica macroeconomica. Bisogna capire se sia maggiore la domanda o l'offerta aggregata, in termini di livello della produttività.

L'idea alla base del "deficit di bilancio strutturale" è che filtra questi effetti delle fluttuazioni del ciclo economico sul bilancio, quindi un deficit del titolo più elevato dovuto, ad esempio, a una più alta indennità di disoccupazione non si rifletterà nel numero strutturale. Il fatto che l'obiettivo di medio

<sup>7</sup> <https://osservatoriocpi.unicatt.it>, Il peso dell'evasione fiscale sul debito pubblico, Silvia Gatteschi

termine del Fiscal Compact è stato definito in termini di equilibrio strutturale dovrebbe fornire flessibilità all'Italia nel perseguire questo tipo di politica fiscale anticiclica keynesiana.

Se si stima che il potenziale di offerta sia più elevato, la domanda aggregata debole attualmente osservata, per semplicità misurata dal PIL, indica un rallentamento dell'economia, giustificando un maggiore stimolo fiscale (anche il saldo di bilancio strutturale è espresso in percentuale del PIL potenziale, il che significa che una maggiore produzione potenziale abbasserebbe il numero di deficit strutturale).

Dal 2019 al 2022, in seguito alle politiche intraprese dal nuovo governo, la crescita della spesa per interessi stimata passerà dai 64 miliardi di euro del 2019 ai 74 del 2022, ovvero il servizio del debito costerà il 9,2 per cento in più rispetto al 2019.

La pressione fiscale, calcolata rispetto al PIL toccherà il 42,7 per cento nel 2021 per poi scendere al 42,5 per cento.



Nell'ultimo Def non sono mostrati solo i dati numerici riguardanti la crescita del costo del debito e sull'andamento della pressione fiscale, ma sono anche riportate le cause di questa situazione: 'Ad allargare il differenziale di rendimento rispetto ai principali Paesi dell'area euro sono state le forti tensioni sul mercato dei titoli di Stato alimentate dalle vicende politiche che hanno caratterizzato la formazione del governo italiano e l'elaborazione del programma del nuovo governo. Il debito toglie risorse importanti alla finanza pubblica, in quanto allocate al pagamento degli interessi, e rappresenta un fardello per le generazioni future'<sup>8</sup>.

Questa visione, ammessa dal governo italiano, è ancora più drammatica se si tengono conto delle ipotesi di crescita del PIL, stimata intorno allo 0,2 per cento.

Anche la Commissione europea, in tempi recenti, ha analizzato la situazione italiana, proponendo delle soluzioni. Secondo le stime della Commissione europea, l'Italia ha ora un divario di produzione leggermente positivo (corrispondente a un PIL potenziale basso e danneggiato), e questa è la fonte dell'ampia stima del deficit strutturale. Questo significa che la Commissione ritiene che i problemi

di crescita dell'Italia abbiano a che fare di più con problemi strutturali nel lato dell'offerta piuttosto che con una debole domanda aggregata. A suo giudizio, quindi, è improbabile che lo stimolo della domanda macroeconomica promuova la crescita, ma porterebbe solo a una maggiore inflazione.

A sentire questi pareri, l'Italia dovrebbe concentrarsi più sulle riforme strutturali per riparare il lato dell'offerta anziché su una maggiore spesa fiscale, per aumentare la domanda aggregata.

Tuttavia, il problema è che la produzione potenziale dell'economia, non è direttamente osservabile: può solo essere stimata ed è soggetta a sostanziale incertezza, specialmente in tempo reale. Secondo alcuni analisti, le stime della Commissione sono nel migliore dei casi imprecise.

Le stime della Commissione Europea sul rendimento potenziale sembrano tenere traccia del PIL reale troppo da vicino, come se gran parte delle fluttuazioni economiche fossero legate all'offerta, il che è piuttosto improbabile dato l'enorme shock negativo della domanda causato dalla crisi finanziaria. Il PIL dell'Italia è ancora del 5 per cento al di sotto del picco pre-crisi (mentre l'area dell'euro nel suo insieme è del 7 per cento sopra). Il tasso di disoccupazione è ancora superiore al 10 per cento, ancora superiore al tasso del 2008 in tutto il paese, con una disoccupazione giovanile intorno al 30 per cento.

Questi dati fanno capire che non è ancora stato recuperato il potenziale di offerta del paese.

Ovviamente, il punto di riferimento appropriato non è necessariamente il "picco pre-crisi" in cui l'economia era probabilmente già surriscaldata con un divario di produzione positivo, ma l'ammontare del deficit rispetto alla tendenza pre-crisi è ancora troppo grande. Inoltre, potrebbe benissimo essere che il prolungato periodo di debolezza della domanda abbia danneggiato il potenziale dell'economia italiana. Questo è il cosiddetto effetto isteresi, un effetto memoria: la domanda debole prima si protrae anche dopo. Nel tempo il capitale inattivo si esaurisce, i lavoratori disoccupati di lungo periodo perdono le competenze e abbandonano la forza lavoro, e l'innovazione che potrebbe potenziare la tecnologia viene posticipata. È molto probabile che l'Italia soffra del danno provocato dall'isteresi sul suo potenziale.

Inoltre, se la domanda debole può danneggiare la produzione potenziale, allora una forte domanda (o addirittura il surriscaldamento dell'economia) può anche aiutare a ripararla. In effetti, contrariamente a quanto ipotizzato nel quadro della Commissione Europea, è improbabile che il lato dell'offerta sia completamente indipendente dalla domanda aggregata: maggiori investimenti in capitale, infrastrutture, tecnologia e competenze, da un lato aumentano la domanda e dall'altro contribuiscono anche ad aumentare il PIL potenziale. Quindi una delle possibili soluzioni potrebbe essere aumentare proprio questi ultimi.

Purtroppo la piccola media impresa italiana non aiuta la crescita in termini di investimenti, e neppure lo Stato stesso negli ultimi anni si è dimostrato volenteroso ad effettuare grandi opere di rinnovamento, con la costruzione di nuove infrastrutture. Questo sia per i vincoli di bilancio a cui l'Italia è sottoposta, sia per scelte politiche che hanno indirizzato la spesa pubblica verso trasferimenti e sostegno diretto alla popolazione, piuttosto che verso ingenti investimenti in infrastrutture e costruzioni.

Un aiuto potrebbe arrivare dalle grandi multinazionali internazionali, che potrebbero portare nuovi capitali, tecnologie, innovazioni. Maggiori investimenti diretti esteri delle multinazionali potrebbero sostenere la domanda aggregata, aumentare la produttività e di conseguenza i salari. Ma quali sono i limiti che le multinazionali incontrano quando devono fare una scelta di investimento in Italia. I fattori che vengono considerati generalmente sono, oltre ai costi fissi di impianto, i costi del commercio e il costo unitario del lavoro, la stabilità macroeconomica, il rispetto della legge e la dotazione di infrastrutture. Probabilmente questi ultimi hanno un impatto sulle decisioni degli investitori stranieri. Tanto più l'economia di destinazione è instabile tanto più è il livello di incertezza. E, se le regole

vengono disattese e il rischio di entrare in complicati, lunghi e costosi processi burocratici è elevato, gli investitori guarderanno altrove per le loro scelte di business.

## 2.7 Previsioni future

Si può sostenere che, anche se l'Italia potrebbe aver bisogno di una spinta fiscale, semplicemente non ha più lo spazio fiscale per farlo, visto il già ingente onere del debito pubblico: aumentare ulteriormente le spese metterebbe in discussione la sostenibilità del debito.

Come visto più volte, il problema di questo argomento è che il rapporto debito / PIL dipende molto da come il PIL cresce. Tuttavia, quest'ultimo non è invariante rispetto alla posizione fiscale.

Un'austerità più dura potrebbe invece essere controproducente se la crescita del PIL venisse danneggiata più della crescita del debito. Basti pensare al paradosso di Keynes: l'economia è un intero, cioè non è come una singola famiglia: cercare di spendere di meno e risparmiare di più può effettivamente portare a un risparmio minore con la caduta dei redditi.

Se uno stimolo fiscale riuscisse a riportare l'economia al suo trend di crescita, o meglio ancora, a migliorare il potenziale di crescita a lungo termine del paese, migliorerebbe effettivamente la sostenibilità del debito. Questo è il motivo per cui i bassi tassi di crescita italiani non sono un argomento di austerità, sulla base del fatto che un paese a bassa crescita può solo sostenere un debito minore.

Sono piuttosto un argomento di stimolo, perché il debito non può essere sostenuto con una crescita bassa. Come si vedrà nel terzo capitolo, l'esempio in questione è la Grecia, che dopo anni di severa austerità ha perso un quarto del suo PIL, e il suo rapporto debito / PIL è ora più alto di prima, anche dopo una sostanziale cancellazione del debito.

I tassi di interesse sono importanti anche per la sostenibilità del debito. L'emissione del debito in un contesto di tassi di interesse prossimi allo zero dovrebbe autofinanziarsi, anche se contribuisce a una crescita del PIL nominale solo leggermente positiva. Naturalmente, l'Italia paga sulle obbligazioni un premio considerevole rispetto al tasso di interesse della BCE, ma una buona parte di tale spread potrebbe essere eliminata con una rivisitazione delle regole riguardanti l'euro e i paesi membri.

Diversi commentatori sollevano anche la questione dell'equità intergenerazionale, affermando che spendere di più oggi indebitando le generazioni future è immorale. Anche se il debito pubblico non dovesse mai essere rimborsato per intero, il costo degli interessi per la manutenzione di una così grande fetta del debito può essere un onere considerevole per il futuro.

Mentre questo può essere vero, questo costo deve essere scambiato contro gli enormi costi della continua austerità attuale. Va anche notato che una larga parte del debito italiano è detenuta a livello nazionale, quindi i pagamenti degli interessi non sono un grosso onere per l'economia nel suo complesso (anche se portano a una redistribuzione).

Inoltre, come sottolineato sopra, lo stimolo fiscale oggi può effettivamente migliorare la sostenibilità del debito per le generazioni future, ponendo una fine più rapida a un periodo di crescita debole. Inoltre, è piuttosto un'austerità continua che è intergenerazionalmente ingiusta: mantenendo il tasso di disoccupazione giovanile del 30% e contribuendo all'effetto di isteresi, una generazione di giovani italiani avrà difficoltà a passare dalla scuola alla vita lavorativa, perdendo l'opportunità di acquisire abilità e danni permanenti alla carriera e alle prospettive di guadagno. Gli effetti dannosi dell'austerità potranno risuonare nei decenni a venire.

## ***Capitolo Terzo. Confronti e ipotesi di sostenibilità futura dei debiti pubblici internazionali***

In questo capitolo viene presa in considerazione la condizione economica di alcuni paesi, che sono stati selezionati in base ad alcune particolarità rispetto ai loro dati di finanza pubblica che li caratterizzano rispetto agli altri.

Viene sempre tenuto come punto di riferimento il caso italiano, per poter capire più a fondo quali sono state le differenze che hanno portato altri paesi ad affrontare alcuni periodi storici in maniera più cauta, saggia ed efficiente. Ci sono stati paesi come il Regno Unito, la Svezia, il Canada e il Belgio che, nonostante avessero un livello di debito molto alto, sono riusciti a ridurlo nel corso degli anni. In questo capitolo verranno messi a confronto diretto Italia e Belgio.

Non si può fare a meno di prendere in considerazione la crisi della Grecia, per poter meglio comprendere i confronti con gli altri paesi.

Il giudizio è che non solo per l'Italia, ma per tutti i paesi più in difficoltà, come Grecia e Spagna, sarebbe preferibile aumentare la crescita della produzione in modo da facilitare la procedura di riduzione del debito. E questo deve essere fatto nel lungo periodo. Spesso la politica fiscale è condizionata dall'agenda elettorale, con effetti distorsivi e, nel passato, inflazionistici. E' infatti tendenza della maggior parte della classe politica focalizzarsi solo su promesse e concessioni che poco impattano sulla crescita a lungo termine.

### **3.1 Dai grafici dei rendimenti a scadenza alla realtà**

Nei seguenti grafici vengono rappresentati i tassi di policy e dei titoli di debito pubblico di quattro paesi europei a confronto: Italia, Francia, Germania e Spagna. Questi paesi sono stati presi a titolo esemplificativo, perché rappresentano in linea di massima quello che è accaduto in tutta Europa.

Per capire questi grafici bisogna tenere in considerazione che a parità di altre caratteristiche, la durata residua di un titolo influenza il prezzo e quindi anche il rendimento: i rendimenti di titoli pubblici con scadenze residue diverse sono generalmente diverse. Esiste quindi una correlazione tra il tasso di policy e il rendimento dei titoli federali: tanto più elevata quanto più breve è la scadenza. Il rendimento dei titoli 'più lunghi' è più spesso al di sopra del rendimento dei titoli più corti. Al variare del rendimento dei titoli più 'corti', le variazioni del rendimento dei titoli più 'lunghi' sono generalmente meno ampie. Quando il rendimento dei titoli più 'corti' è a lungo stabile, le variazioni dei titoli più lunghi sono generalmente meno contenute.

Lo spread tra titoli privati e titoli di stato è spiegato dal diverso rischio di credito e dalla differente liquidità dei mercati secondari.

E' interessante dividere i grafici in due parti: quello che è successo sui mercati dell'Area dell'Euro prima e dopo la crisi del 2008.

Prima del 2008 la struttura per scadenza dei rendimenti dei titoli pubblici dei diversi paesi si sono comportati in maniera molto simile, seguendo anche in maniera regolare il tasso di riferimento fissato dalla Banca Centrale Europea. Prima della crisi, i rendimenti dei titoli degli Stati erano fortemente allineati. Vi è una forte correlazione tra tasso di policy e tasso dei titoli degli Stati: i tassi sono tanto più elevati quanto più è breve è la scadenza.



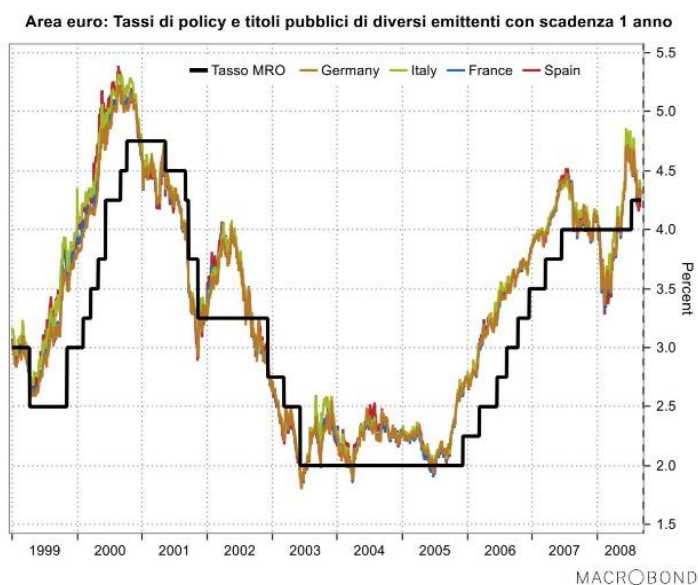


Figura 12: Tassi Eurozona

Il terremoto economico finanziario che si scatenò dopo la crisi del 2008 portò allo scostamento e alla fluttuazione dei rendimenti. Si verificò un allargamento dello spread tra strumenti del mercato monetario e finanziario, spiegato da una rivalutazione del rischio.

In particolare si verificò uno scostamento di tutti i titoli pubblici con scadenza a 1 anno dal tasso di policy. In seguito a una crisi si verifica il fenomeno della cosiddetta 'flight to quality', ovvero volare verso la qualità. Gli investitori disinvestono i propri capitali dai titoli più insicuri, i cui prezzi si abbassano e il cui rendimento aumenta, spostandosi verso titoli pubblici più sicuri, in questo caso coincidenti con i paesi che mostravano maggiori stabilità.

Si nota quindi una differenziazione di rendimenti, che diede vita a spread sempre più ampi tra i paesi che avevano delle condizioni economiche migliori e quelli con condizioni peggiori.

I titoli che venivano considerati più sicuri videro aumentare il proprio prezzo e ridursi il rendimento. Diventarono più appetibili durante la crisi. Si venne a creare un prezzo di equilibrio nuovo. Ci sono quindi delle nuove caratteristiche che spiegano la differenza dei vari prezzi di equilibrio. La media del mercato che si osserva dalla serie grafica, ovvero la media delle aspettative, aumentò. Cambiò quindi il premio per il rischio e di conseguenza i differenziali si allargarono.

In sostanza si può notare che tra il 2008 e il 2012 si verificò un allargamento degli spread tra i titoli degli stati, a parità di scadenza. Cresceva il rischio di una ridenominazione dei debiti pubblici in valuta nazionale, a causa della insostenibilità del debito, che mise in discussione la credibilità dell'UE e in particolare della permanenza di alcuni paesi all'interno dell'unione monetaria europea. Per questo motivo i paesi più a rischio dovettero scontare un maggiore premio per il rischio e i prezzi dei titoli abbassarsi a seguito dell'aumento continuo dei tassi.

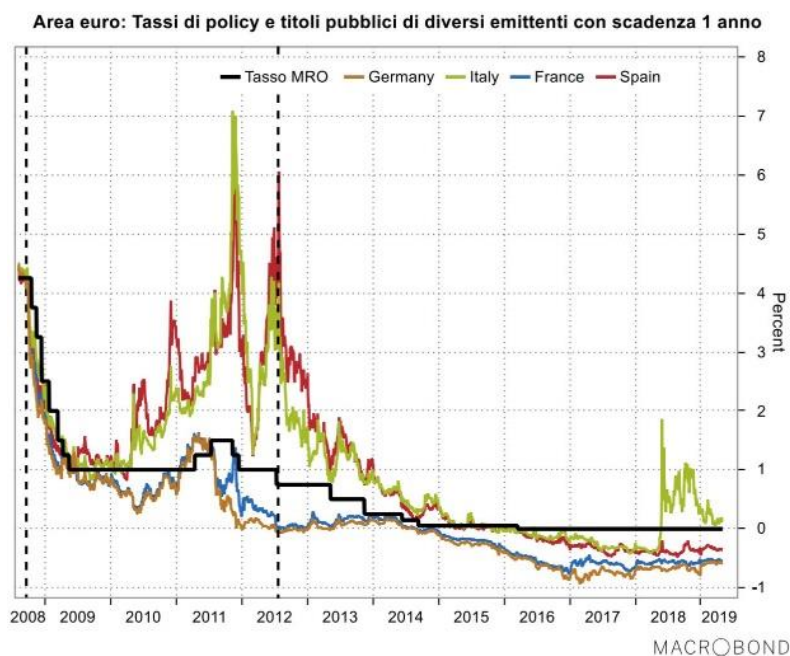


Figura 13: Tassi Eurozona

Dal 2012 gli spread in generale iniziarono a ridursi, grazie alla introduzione di politica monetaria della BCE, in particolare delle OMT. Rimase comunque per un certo tempo il rischio di ridenominazione.

Nei due grafici seguenti si nota come i rendimenti dei titoli pubblici a più lunga scadenza furono molto compatti e seguirono un preciso andamento prima della crisi, per poi prendere un andamento molto confusionario. Prima del 2008, i rendimenti a 1 anno e a 10 anni dei vari paesi combaciavano tra di loro. Il tasso a 10 anni rendeva sempre di più di quello a 1 anno. Capì che i rendimenti fossero molto simili, ma i due non si incontrarono mai.

Dopo il 2008, l'aumento del rischio di ridenominazione complica la situazione, creando incroci e sovrapposizioni. Giocò molto il ruolo negativo delle aspettative e l'aumento dei premi per il rischio.

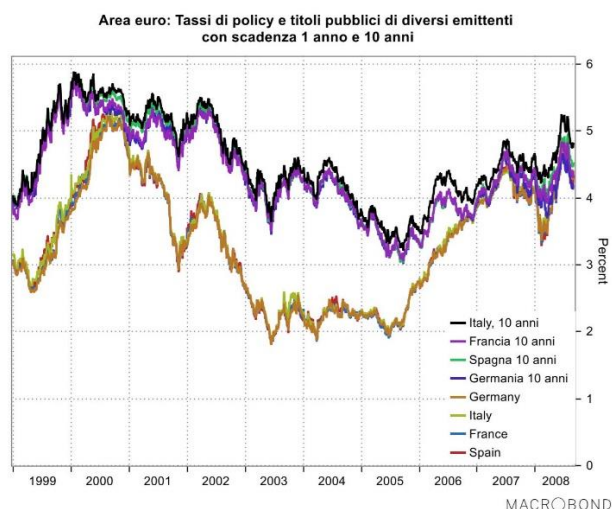


Figura 14: Tassi Eurozona 1999-2008

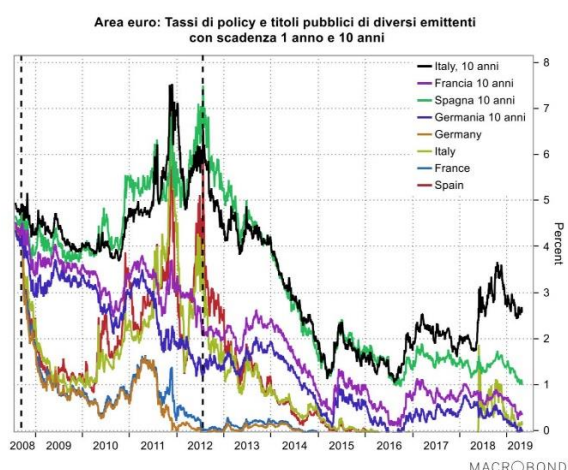


Figura 15: Tassi Eurozona 2008 - 2019

### 3.2 Confronto dei vari costi del servizio del debito

In questo grafico viene rappresentato un confronto tra i costi del servizio del debito di alcuni paesi.

La metrica utilizzata da questo studio è il divario tra il tasso di interesse reale sul debito e il tasso di crescita del PIL reale. I paesi sono USA, Germania, Italia, Giappone e Regno Unito. Questo mix è interessante perché l'Italia e il Giappone hanno un elevato rapporto debito pubblico / PIL, mentre Germania e Regno Unito hanno rapporti più moderati.

La linea tratteggiata rappresenta il segno del 100%. A partire dal 2017, tre paesi all'interno del campione hanno rapporti debito / PIL superiori al 100% del PIL: Italia, Giappone e Stati Uniti.

Il rapporto debito / PIL USA ha iniziato a salire con l'inizio della grande recessione nel 2007, mentre i rapporti per Giappone e Italia hanno iniziato a salire negli anni '90.

E' stato calcolato il costo del servizio del debito per questi paesi come la differenza tra il tasso di interesse reale (misurato come la differenza tra il tasso di interesse sui titoli di stato decennali e il tasso di inflazione CPI) e il tasso di crescita del PIL reale (misurato come la somma della crescita

del PIL reale pro capite e della crescita della popolazione). Il secondo grafico mostra che, nel 2017, l'Italia ha avuto il costo più alto del servizio del debito, seguita dal Giappone e dagli Stati Uniti. Tuttavia, tutti questi paesi hanno un costo negativo per il servizio del debito, il che implica che hanno un basso onere del debito, poiché il tasso di crescita dell'economia è superiore al tasso di interesse reale per ciascuno di questi paesi.

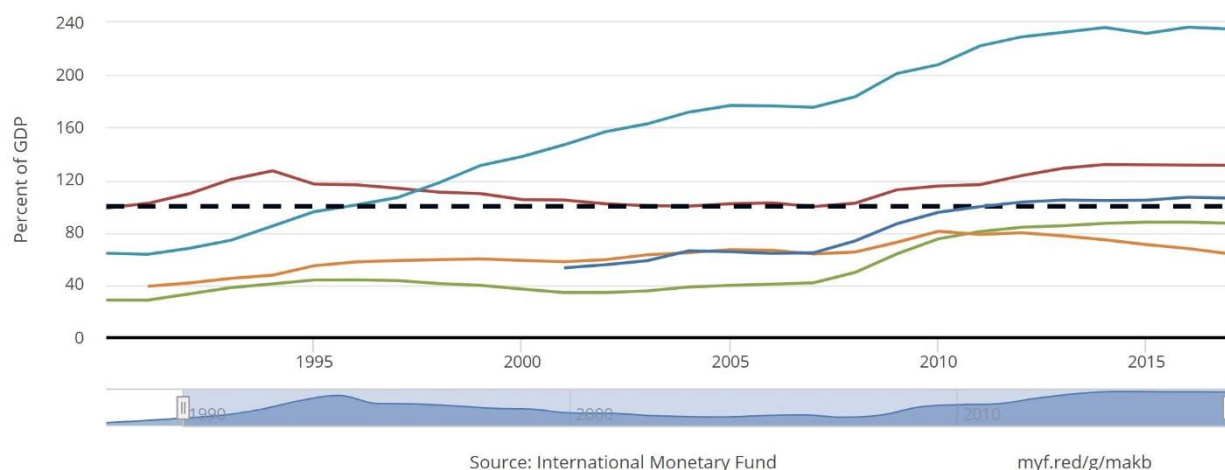


Figura 16: Costo del debito

Vale anche la pena notare che nel periodo di ripresa dopo la Grande Recessione, solo l'Italia e il Giappone hanno avuto costi positivi per il servizio del debito. La crescita demografica in questi paesi è sempre molto bassa o addirittura negativa, il che aumenta il costo del servizio del debito a causa di questa situazione stagnante.

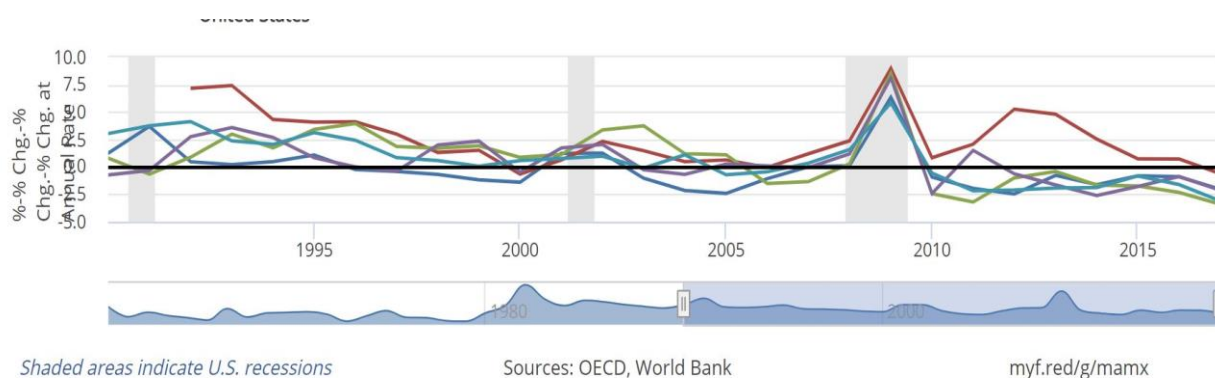


Figura 17: Costo del debito

### 3.3 Debito pubblico e demografia utilizzando la contabilità generazionale

In questo studio<sup>9</sup> svolto da alcuni ricercatori nel 2004 viene utilizzata la teoria della contabilità intergenerazionale per capire i legami di alcuni paesi tra debito pubblico e demografia.

La contabilità generazionale si basa sul vincolo di bilancio intertemporale, catturando sia il presente sia il futuro: contrariamente ai classici indicatori di budget come il debito nominale o i deficit di bilancio, la contabilità generazionale rende possibile derivare il debito implicito della politica fiscale

<sup>9</sup> PUBLIC DEBT AND DEMOGRAPHY – AN INTERNATIONAL COMPARISON USING GENERATIONAL ACCOUNTING, Christian Hagist, Stefan Moog, Bernd Raffelhyschen and Johannes Vatter

di un paese attraverso programmi giuridici di previdenza sociale o assicurazione sociale. Pertanto, dichiarazioni sulle implicazioni a lungo termine o, anche più semplicemente, la sostenibilità di una politica attuale possono essere confermate quantitativamente.

Usando questo concetto, una politica fiscale può essere definita sostenibile se il vincolo di bilancio intertemporale regge, cioè, se la somma di tutti i pagamenti delle imposte nette di tutte le generazioni viventi e future più il debito pubblico esplicito corrisponde a zero.

Se questo non è il caso la situazione fiscale del paese diventa squilibrata o, addirittura, insostenibile e il settore pubblico è quindi confrontato con un cosiddetto divario fiscale, ovvero la somma del debito esplicito e implicito.

Oltre al divario fiscale, è possibile ricavare numerosi indicatori per confrontare la situazione fiscale tra paesi o tra diversi scenari. Il divario delle entrate, ad esempio, indica quanto un paese dovrebbe aumentare le tasse e i contributi di sicurezza sociale per colmare il suo divario fiscale. Pertanto, aggiungendo il divario delle entrate all'attuale quota fiscale si ottiene la cosiddetta quota di imposta sostenibile. Per calcolare gli indicatori per ottenere il modello, è stata fatta una proiezione, su 8 paesi differenti, delle spese e delle entrate del settore pubblico come indicato nei loro conti nazionali in un anno base, svolgendo una analisi specifica per età, sesso e per i diversi tipi di spesa e di reddito. Per far sì che le statistiche fossero comparabili è stato scelto il 2004 come anno base.

<b>Budget and primary deficit and public debt in 2004, in % of GDP</b>								
	ESP	CH	AUT	NOR	GER	FR	US	UK
Budget deficit	0.4	1.1	1.3	-11.1	3.8	3.6	4.2	3.4
Primary deficit	-1.6	-0.5	-1.7	-12.5	1.0	0.8	1.7	1.4
Public debt	45.4	55.3	62.8	40.6	62.5	60.4	57.1	37.2

Sources: OECD (2008a,b); Eurostat; own calculations.

*Figura 18: Disavanzo primario e debito pubblico*

La tabella riporta lo status quo fiscale nel 2004 di questi 8 paesi. Come è evidente, ogni paese, con la notevole eccezione della Norvegia, ha avuto un deficit di bilancio nel 2004 compreso tra lo 0,4 per cento del PIL (Spagna) al 4,2 per cento (gli Stati Uniti). A causa della sua ricchezza di petrolio e le cospicue entrate, la Norvegia aveva un avanzo di bilancio dell'11,1% del PIL. In termini di criteri di Maastricht il campione è stato suddiviso in due gruppi. Un gruppo (Austria, Norvegia, Spagna e Svizzera) soddisfaceva facilmente il criterio di Maastricht, con un disavanzo di bilancio inferiore al 3% del PIL; gli altri quattro (Francia, Germania, Regno Unito e Stati Uniti) – ovvero le quattro economie più grandi considerate - hanno soddisfatto questo vincolo. La stessa conclusione vale sostanzialmente per quanto riguarda i deficit primari, con i grandi quattro con deficit strutturali significativi. Rispetto al debito pubblico nel 2004, il quadro è leggermente diverso, con il Regno Unito al livello più basso e l'Austria e la Germania al massimo.

La prossima tabella mostra la struttura delle entrate e delle spesa in percentuale rispetto al PIL.



Public expenses and revenues in 2004, in % of GDP								
	ESP	CH	AUT	NOR	GER	FR	US	UK
<b>Expenses</b>	<b>38.9</b>	<b>35.9</b>	<b>51.0</b>	<b>45.4</b>	<b>47.1</b>	<b>53.2</b>	<b>36.2</b>	<b>43.3</b>
Social security	13.0	12.7	21.3	17.7	22.1	22.1	7.0	15.8
Health	5.5	4.1	7.1	7.7	6.1	7.3	7.4	6.8
Education	4.4	5.8	6.0	6.2	4.2	6.2	6.3	5.7
General public services	4.8	4.4	7.1	4.3	6.1	7.3	4.6	4.5
Interest payments	2.0	1.6	3.0	1.4	2.8	2.8	2.6	2.0
Miscellaneous	2.7	2.8	4.2	2.9	3.2	4.5	2.1	2.6
Other expenses	11.1	9.0	9.5	9.5	8.6	10.3	10.9	10.5
<b>Revenues</b>	<b>38.5</b>	<b>34.8</b>	<b>49.6</b>	<b>56.6</b>	<b>43.3</b>	<b>49.6</b>	<b>32.0</b>	<b>40.0</b>
Taxes	22.1	21.6	28.3	33.8	21.8	26.4	18.9	28.4
Direct taxes	10.2	14.4	13.6	21.0	10.0	11.1	11.5	15.4
Indirect taxes	11.9	7.2	14.7	12.8	11.8	15.3	7.4	13.0
Social security contributions	13.0	7.0	16.3	9.4	18.0	18.0	7.1	8.2
Other revenues	3.5	6.3	5.0	13.3	3.6	5.1	5.9	3.3

Figura 19: Spesa pubblica e entrate in 2004

La Francia aveva il più grande governo per quota di attività economica con 53% del PIL , seguita da Austria e Germania, con il 51% e il 47,1% rispettivamente. Gli Stati Uniti e la Svizzera hanno i valori più bassi con il 36 per cento. Le differenze principali che si sono verificate in termini di spesa sono la sicurezza sociale e le pensioni. Mentre l'Austria, la Francia e la Germania contribuiscono col 40% dei loro budget pubblici a queste categorie (circa il 20% del PIL), per gli Stati Uniti questo rapporto ammonta solo al 20% (o al 7 per cento del PIL). Inoltre, le spese sanitarie differiscono molto tra i paesi. È interessante notare come le spese totali per l'istruzione variano notevolmente tra i paesi analizzati.

Però, questo non è correlato al totale tasso di fertilità e deve essere visto come una decisione politica. Sebbene Germania e Spagna abbiano la minima quota di spesa per l'istruzione e tassi di fertilità molto bassi (circa 1,4 bambini per donna fertile), Svizzera e Austria hanno livelli comparabili di fertilità ma spendono di più per l'istruzione. Dal lato delle entrate, è possibile individuare le differenti priorità della politica fiscale dei paesi. Mentre i contributi per la sicurezza sociale hanno un ruolo minore in paesi come gli Stati Uniti, il Regno Unito, la Norvegia e la Svizzera, hanno quasi lo stesso livello di entrate in termini di imposte dirette e indirette in Austria, Francia e Germania. Le tasse dirette sono relativamente più basse in Germania, mentre la Svizzera e gli Stati Uniti pongono i più bassi oneri fiscali indiretti sui loro cittadini. Il Regno Unito ha la più alta quota di imposte dirette, tuttavia l'onere complessivo delle tasse sui contribuenti è relativamente più basso. La Norvegia è sempre un'eccezione quando si tratta di entrate fiscali, a causa dello sfruttamento delle risorse naturali. I guadagni sulle licenze e le società petrolifere pubbliche sono responsabili per gran parte delle entrate norvegesi.

La Demografia ha un impatto rilevante sia sulle spese sia sulle entrate dei paesi. Le determinanti dello sviluppo demografico di un paese sono fondamentalmente il tasso di mortalità, il tasso di fertilità e la migrazione netta.

La tabella mostra lo sviluppo e le aspettative della fertilità totale negli otto paesi presi in considerazione.

**Table 3****Demographic assumptions**

	Year	ESP	CH	AUT	NOR	GER	FR	US	UK
Fertility rate	2004	1.4	1.4	1.4	1.9	1.3	2.0	2.0	1.8
	2060	1.6	1.6	1.6	1.9	1.5	1.9	2.0	1.8
Net migration (% of total population)	2004	1.5	0.5	0.4	0.5	0.2	0.2	0.4	0.3
	2060	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4	0.2
Life expectancy men	2004	77.1	78.7	77.5	78.4	76.1	77.0	75.3	77.0
	2060	84.5	85.8	84.9	85.2	84.9	85.1	81.5	85.0
women	2004	83.8	83.9	83.1	82.2	81.7	84.0	80.5	81.4
	2060	89.6	89.9	89.2	89.2	89.1	90.1	85.5	88.9

Sources: Eurostat; Census Bureau; National Statistical Offices.

Figura 20: Dati demografici

Il tasso di fertilità è probabilmente il più discusso delle tre determinanti, specialmente nell'Europa continentale.

Nell'esempio si nota che tutti i paesi hanno tassi di fertilità maggiori/uguali o uguali a 2.0 all'inizio del 1970. Il tasso di fertilità di sostituzione per l'intera popolazione è circa 2,1. In tutti i paesi analizzati il tasso di fertilità è diminuito progressivamente fino alla stabilizzazione che si è verificata a metà degli anni '80. Tuttavia, questa stabilizzazione ha avuto luogo a livelli molto diversi. Mentre gli Stati Uniti, la Francia e il Regno Unito hanno recuperato su un livello relativamente alto di oltre 1,8 figli per donna fertile la comunità di lingua tedesca di Austria, Germania e Svizzera si è stabilizzata a circa "soli" 1,4 bambini per donna fertile. Per quanto riguarda la mortalità, c'è una chiara tendenza in tutti i paesi analizzati: la longevità per entrambi i sessi è in aumento.

Tuttavia, il ritmo di questa tendenza è abbastanza diverso per ogni paese. Mentre le donne americane si classificano al terzo posto nel 1970, hanno la più bassa aspettativa di vita nel 2003 e anche le aspettative più basse per il 2060 da più di due anni. Inoltre le differenze tra i sessi e il loro sviluppo variano tra i paesi. Ad esempio, mentre è relativamente grande la differenza (di 7,5 anni) in Francia nel 1970 tra uomini e le donne sono scese a soli 7,0 anni su 33, è caduto da 6,2 anni nel 1970 a 5,1 anni in Svizzera anche mentre la longevità francese nel suo insieme è cresciuta più velocemente.

Svizzera e Francia hanno, tuttavia, la massima aspettativa di vita per il 2060 - 90 anni per le femmine e oltre 85 anni per i maschi, rispettivamente.

Il terzo parametro, cruciale per lo sviluppo della popolazione, è la migrazione netta. Questa può essere influenzato da decisioni politiche. Mentre tutti i paesi nell'esempio sono "importatori" di persone, ci sono differenze non solo a causa di fattori come mercati del lavoro o reddito ma anche quelli indotti dalla politica.

La Spagna, Svizzera e Norvegia sono le economie più aperte al tema dell'immigrazione nell'anno di riferimento, seguite da Austria e Stati Uniti. Tuttavia, in Spagna l'elevata migrazione netta dovrebbe diminuire in modo significativo nei prossimi cinque decenni.

Un altro fattore che viene spesso trascurato è la dipendenza della gioventù. Come abbiamo visto sopra, non solo i tassi di fertilità ma anche le spese per l'istruzione costituiscono una spesa pubblica

rilevante. Mentre alcuni paesi si trovano solo di fronte a pensionati "costosi", altri si trovano ad affrontare la sfida di finanziare molti giovani.

Ad esempio, la Germania si trova in una situazione confortevole dato il suo livello molto basso di fertilità e il suo basso livello di spesa pro capite per l'istruzione, mentre gli Stati Uniti stanno affrontando l'esatto opposto con un alto livello di spesa scolastica e una fertilità vicino al tasso di sostituzione. Date le proiezioni demografiche e le serie di dati allineati, è possibile ricavare i due indicatori di sostenibilità, il disavanzo fiscale e il divario delle entrate.

La figura 2 mostra le lacune fiscali per i paesi analizzati. Qui la classifica per il divario fiscale, cioè la somma di debito esplicito e implicito, è abbastanza diversa da quello basato sulle quote ufficiali del debito pubblico. Mentre nella prima classifica le differenze tra i paesi sono piuttosto piccole, ci sono grandi differenze considerando la classifica basata sul divario fiscale. Nel totale, la Spagna guida la classifica con un livello piuttosto basso di divario fiscale pari a 0,8 volte il PIL del 2004. Nonostante la Spagna abbia una quota piuttosto bassa di spese dedicate al sociale, alla sicurezza e alla salute questo risultato sembrerebbe sorprendente dato il previsto aumento del rapporto di dipendenza degli anziani in Spagna. Una spiegazione potrebbe essere l'attuale basso livello delle prestazioni pensionistiche per le donne spagnole.

La Svizzera è al secondo posto. Grazie alla sua riforma delle pensioni pubbliche e una contabilità speciale per il suo sistema sanitario, la Svizzera affronta passività intertemporali di circa il 65 per cento del suo PIL, dato più basso rispetto a quello degli altri paesi.

Il Regno Unito è alla base della classifica con un gap totale di quasi il 550 per cento del suo PIL. Questo è a prima vista sorprendente considerando che il deficit britannico è inferiore a quello della Francia e della Germania. Il deficit primario britannico, tuttavia, era abbastanza grande rispetto a quello di Francia e Germania. Questi dati mostrano come le differenze, non soltanto economiche ma anche culturali, abbiano portato nel corso degli anni livelli di uscite e entrate pubbliche differenti nei paesi analizzati e abbiano avuto negli anni un impatto rilevante sulle scelte di spesa pubblica. Questo ha portato i vari paesi ad affrontare la crisi del 2008 in modi variegati.

### **3.4 La crisi greca: analisi e impatto internazionale**

La crisi greca è stato uno degli eventi economici più significativi dell'ultimo ventennio. Ha creato molti dubbi sulla credibilità dell'Unione Europea e ha suscitato molte critiche per come è stata gestita.

Per capire come la Grecia arrivò ad affrontare la crisi del 2008, bisogna partire da qualche anno prima. Il PIL greco non ha mai smesso di crescere dal 1998 al 2007, sperimentando una crescita cumulata del 42 per cento e un aumento in valori reali del 4 per cento, dovuto a un crescente aumento negli anni della fiducia degli investitori e degli agenti economici del paese che era appena entrato nell'Euro. L'introito di capitali dall'estero aumentò con effetto moltiplicatore i consumi, gli investimenti e le spese. In particolare, aumentarono esponenzialmente le importazioni, più di quanto crescessero le esportazioni, che, anzi, restavano bloccate. Nel corso del tempo il saldo della bilancia commerciale divenne negativo, e in valore assoluto crebbe senza più arrestarsi.

Il rapporto deficit/PIL fu del 10 per cento nel 2008. All'alba della crisi che dall'America si stava propagando in Europa, il disavanzo della Grecia sarebbe stato insostenibile. La Grecia non rispettò i limiti in termini di rapporto deficit/PIL, perché le regole europee erano all'epoca più blande rispetto a quelle viste nel capitolo precedente, ma soprattutto perché i dati di bilancio furono truccati. La 'procedura per deficit eccessivo', che viene applicata in caso di superamento del rapporto debito/PIL del 3 per cento dalla commissione europea, fu sospesa perché secondo i dati forniti il rapporto era sceso sotto al limite. E nel 2008 risultava al 5 per cento contro il 10 per cento reale. Questo evento



suscitò molte critiche e una crisi di fiducia, che avrebbero creato molte tensioni nel programma di riassetto che si sarebbe attuato per aiutare la Grecia ad uscire dalla crisi.

Il primo programma di salvataggio ebbe un grosso difetto: il tentativo di salvare un paese stremato dalla condizione economico-finanziaria, volendolo punire contemporaneamente.

All'inizio del 2010, il primo ministro George Papandreu affermò che lo stato delle finanze pubbliche greche era così grave che il paese non poteva sperare di ottenere prestiti sui mercati finanziari.

Contrariamente alle nozioni prevalenti, i problemi della Grecia non derivavano da lavoratori greci con salari alti, né era semplicemente il risultato di uno stato che spendeva più di quanto incassasse. Piuttosto, la crisi finanziaria greca derivava dalla strategia della classe dirigente nazionale e dalla sua integrazione nella divisione internazionale del lavoro, in particolare con l'adesione della Grecia alla Comunità economica europea (CEE) nel 1981 e all'Unione monetaria europea nel 2002. Il problema non fu l'adesione alla moneta unica, ma la difficoltà della classe dirigente di amministrare la propria presenza all'interno dell'Unione.

In ogni caso, all'inizio del 2010, nella speranza di coprire i pagamenti dei prestiti alle banche francesi e tedesche che detenevano la maggior parte delle obbligazioni greche - e al fine di evitare la bancarotta, che avrebbe trasferito il problema della Grecia al cuore stesso dell'economia europea - è stato deciso che la Grecia avrebbe ottenuto un prestito dall'Unione Europea, dalla Banca Centrale Europea e dal Fondo Monetario Internazionale.

Ma prima che potesse prendere in prestito denaro, la Grecia avrebbe dovuto adottare misure di austerità. Quest'ultima, per quanto utile, richiese uno sforzo esagerato che il paese non poteva sopportare.

Tra il 2010 e il 2016 sono stati attuati tre memorandum di cooperazione economica, un programma a medio termine e otto pacchetti di misure speciali - che comprendevano, tra le altre misure, tagli ai salari dei dipendenti pubblici, tagli alle pensioni per gli anziani, riduzione dei salari minimi (da 751 euro a 586 per la maggior parte dei lavoratori greci e a 490 per quelli con meno di 25 anni), un aumento dell'IVA dal 19% al 24%, una tassazione estensiva degli immobili, nuove forme di occupazione flessibili, tagli importanti nel settore pubblico occupazione, aumenti delle tasse regressive e molto altro.

Il primo programma si basò su una forte strategia di austerità, che aveva come obiettivo la riduzione reale del debito, e non il suo ripudio o eventuale ristrutturazione.

Il PIL greco crollò a picco e la colpa fu data in particolare al forte aggiustamento fiscale imposto dalla Troika. In realtà tutti i paesi videro un rallentamento della propria economia, in seguito alla crisi. Probabilmente lo sforzo richiesto alla Grecia in termini di riduzione della spesa e aumento delle tasse fu troppo pesante da poter essere sopportato. A posteriori la scelta di non ripudiare il debito greco si rivelò azzeccata: in questo modo si evitò di creare il timore che questo potesse accadere anche in altri paesi.

Gli errori furono prestare alla Grecia penalizzandola con condizioni piuttosto difficili da sostenere e, pur non avendo ripudiato il debito, aver fatto ritenere che prima o poi questo sarebbe accaduto. I mercati internazionali non presero bene queste aspettative negative sul futuro della Grecia e le condizioni si aggravarono sempre di più. Lo spread impennò fino a 900 punti base alla fine del 2010. Il primo programma terminò nel 2012, con la Grecia paralizzata a causa della impossibilità di ottenere capitali sui mercati finanziari.

Il secondo programma invece permise l'afflusso di capitali da molti paesi europei, inclusa l'Italia, a tassi molto agevolati. Questo portò a dei costi per i paesi europei che non furono mai recuperati, ma che comunque si rivelarono minori rispetto a quelli che ci sarebbero stati in caso di uscita della Grecia dall'Euro. Tra il 2013 e il 2014 l'afflusso di capitali permise alla Grecia di sperimentare

nuovamente una timidissima crescita, che però fu bloccata da una crisi politica, ovvero la mancata elezione del nuovo presidente della repubblica. Una crisi politica che ebbe gravi effetti sulla fragile economia greca, ancora in fase di riassetto.

### **3.5 Confronto tra Italia e Belgio**

In questo paragrafo viene analizzata l'evoluzione del debito pubblico in Belgio e in Italia dagli anni novanta e ci si serve dell'equazione della dinamica del debito per spiegare l'evoluzione contrastante nei due paesi all'epoca dell'introduzione dell'euro, durante i primi anni dell'euro e dall'inizio della crisi.

Molti sostenevano che l'euro avrebbe potuto essere utilizzato anche dall'Italia per effettuare aggiustamenti fiscali sufficientemente ampi, ma questo non si verificò. Come mai il Belgio riuscì invece a ridurre il suo debito?

Durante gli anni '70 e '80, il Belgio e l'Italia accumularono enormi quantità di debito pubblico. Agli inizi degli anni '90, al tempo del trattato di Maastricht, il debito pubblico raggiunse un picco di quasi il 140 per cento del PIL in Belgio e quasi del 130 per cento in Italia. Dopo Maastricht, entrambi i paesi compirono importanti sforzi fiscali per ottenere l'adesione all'euro.

Quando fu lanciato l'euro nel 1999, il debito pubblico era stato ridotto sostanzialmente in entrambi i paesi, a circa il 110 per cento del PIL. All'epoca Belgio e Italia erano identici anche sotto un altro aspetto: il PIL pro capite.

Attualmente la situazione è invece molto diversa. Il livello del debito pubblico è pari al 130% del PIL in Italia, contro solo il 100% in Belgio. In termini di PIL pro capite, l'Italia è ora più povera del 20 per cento del Belgio.

Come mai si è verificata questa evoluzione contrastante nei due paesi in vista dell'introduzione dell'euro, durante i primi anni dell'euro e fin dall'inizio della crisi?

E' possibile notare che dopo gli sforzi sostenuti nel mantenere i limiti di bilancio durante un periodo relativamente breve prima del lancio dell'euro, gli sforzi dell'Italia si sono attenuati, mentre il Belgio ha continuato a consolidare la decrescita del debito a un ritmo impressionante. L'Italia invece ha fatto troppo poco per migliorare la sua performance di crescita, che è rimasta molto indietro rispetto a quella del Belgio e di tutti gli altri paesi dell'area dell'euro.

Quando la crisi ha colpito i due paesi, l'Italia è stata quindi molto più vulnerabile al sentimento del mercato rispetto al Belgio, soprattutto quando la crisi del debito sovrano si è estesa dalla Grecia ad altri paesi dell'area dell'euro. L'Italia ha risposto all'attacco dei mercati con misure di austerità, cosa che ha peggiorato le cose, comportando la decrescita del PIL e aumentando il rapporto debito / PIL.

La politica è stata al centro delle contrastanti dinamiche del debito nei due paesi. La cattiva politica interna prima di Maastricht è stata la causa dell'enorme accumulo di debito pubblico in Belgio e in Italia fino all'inizio degli anni '90.

Maastricht portò a una certa disciplina fiscale in entrambi i paesi, ma il vincolo si dimostrò più vincolante per il Belgio che per l'Italia una volta che i due paesi aderirono all'euro. Durante la crisi, il Belgio andò dell'Italia perché la sua classe politica mostrò un impegno assoluto al mantenimento della sostenibilità del debito e si rispettoso nei confronti dell'adesione all'euro che è mancato in Italia. La famosa occasione perduta di cui si è parlato nel secondo capitolo.

### **3.6 Una situazione favorevole: il caso australiano**

In tutto il mondo, la risposta dei bilanci dei paesi alla crisi finanziaria globale ha notevolmente aumentato il livello del debito pubblico. Il debito pubblico mondiale è diventato infatti una cifra

esorbitante. E' interessante però capire che impatto abbia avuto sull'economia mondiale e quali siano le differenze tra i paesi.

La recessione economica del 2008 ha ridotto le entrate del governo. Ad esempio, in Australia, il Tesoro ha ridotto le sue previsioni di entrate fiscali nel bilancio 2008-09 di \$ 110 miliardi.

I problemi di welfare e di disoccupazione hanno portato alla creazione di pacchetti di incentivi economici, i quali hanno aumentato notevolmente la spesa pubblica. Ciò ha comportato un aumento dei livelli di debito pubblico, che non si vedeva dagli anni quaranta.

In termini di misurazione del debito pubblico (a volte indicato come debito nazionale) ci sono due indicatori chiave su cui gli analisti si concentrano. Il primo è il debito lordo, che è essenzialmente la somma di tutti i prestiti fruttiferi con una data di rimborso specificata. In Australia questo è per lo più costituito da titoli governativi in circolazione. L'altra misura è il debito netto, che è il debito lordo meno le attività finanziarie, come le partecipazioni nel fondo australiano. Queste misure sono generalmente espresse in percentuale del prodotto interno lordo (PIL).

I confronti internazionali di solito si concentrano sul debito lordo in quanto è più facile da calcolare su base comparativa. Un confronto tra il debito netto è molto più difficile a causa del modo in cui i diversi governi definiscono le attività finanziarie. Tuttavia, gli analisti del Fondo Monetario Internazionale (FMI) hanno recentemente calcolato le stime per entrambi questi indicatori per una vasta gamma di paesi.

I dati del FMI mostrano che l'Australia ha il livello più basso di debito lordo, dopo il Cile, se confrontato con gli altri Stati membri dell'Organizzazione per lo sviluppo economico e la cooperazione (OCSE). In termini di indebitamento netto, solo Cile, Danimarca, Nuova Zelanda, Norvegia e Svezia hanno livelli inferiori.

Nel corso della crisi finanziaria, la posizione debitoria netta dell'Australia è passata da un minimo del meno 3,8 percento del PIL nel 2007-08 ad un massimo previsto del 6,0 percento nel 2012-13. A confronto, la media nei paesi del G7 (Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti) è passata da un minimo del 53,0% nel 2007 a un picco del 94,2% nel 2015.

Il FMI ha sollecitato più volte la riduzione dell'alto debito pubblico delle nazioni sviluppate a ridurre il debito netto a livelli del 60 per cento del PIL. Senza questo aggiustamento fiscale, ha avvertito che si trovano ad affrontare conseguenze macroeconomiche avverse. La ricerca dell'FMI ha rilevato che se i paesi del G7 non adottano misure per frenare i livelli del debito, i loro tassi di interesse potrebbero aumentare di due punti percentuali e la crescita potenziale potrebbe essere inferiore del mezzo punto percentuale. Ciò potrebbe anche avere un impatto negativo sull'economia mondiale e colpire anche paesi a basso debito come l'Australia.

In sintesi, l'Australia ha livelli di indebitamento trascurabili che rappresentano una piccola minaccia per le prospettive economiche del paese. Tuttavia, l'Australia potrebbe risentire delle implicazioni internazionali che si svilupperanno in futuro.

Ben 15 Stati membri dell'UE e, in particolare, tutte le principali economie dell'UE non riescono a raggiungere i propri obiettivi in termini di debito.

Mentre si poteva concedere lo sfioramento dei limiti di debito in seguito alla crisi del 2008, attualmente ancora non si trova una soluzione al superamento dei limiti.

Le ipotesi degli analisti più ottimisti prevedevano che la situazione del debito si sarebbe attenuata dopo lo scoppio della crisi finanziaria del 2008, e che ne sarebbe conseguito un riequilibrio. Tuttavia, è successo il contrario.

Il debito è solitamente registrato sul lato del passivo del bilancio. Al fine di verificare se qualcuno è sovra indebitato, i debiti sono fissati in relazione alle attività (il lato attivo del bilancio) e al patrimonio netto.

Se, relativamente al debito, ci sono attività insufficienti o insufficientemente valide, e se il capitale azionario è troppo basso per assorbire i contraccolpi da default di attività o mancati guadagni, un'entità economica è considerata eccessivamente indebitata. Le organizzazioni con uno sviluppo aziendale volatile devono attrezzare i propri bilanci "in modo più affidabile", ossia per assorbire potenziali shock devono fornire più capitale azionario rispetto alle imprese che operano in ambienti più stabili.

Il recupero dei crediti è di vitale importanza per ogni Stato. Dietro ogni debito c'è un creditore che ha bisogno di compensare le inadempienze del prestito, qualora si verificano nei loro bilanci. Ecco perché i finanziatori e gli investitori di solito spendono molto tempo ed energie per sviluppare una comprensione precisa e dettagliata dei loro debitori e, cosa più importante, dei loro bilanci. Tuttavia, queste relazioni non si applicano al debito del settore pubblico, in quanto la maggior parte dei paesi non pubblica né mantiene relazioni commerciali o rendiconti finanziari significativi.

I creditori dei titoli di stato sono quindi lasciati all'oscuro e si affidano alle agenzie di rating del credito. Queste agenzie affrontano sfide simili e sono costrette a fare affidamento su approssimazioni approssimative. La più comune e popolare di queste è il confronto tra il debito pubblico e il reddito nazionale, cioè il prodotto interno lordo (PIL), che fa parte dei conti nazionali. L'idea è che lo Stato, in teoria, potrebbe imporre tasse e scremare tutto il suo PIL per estinguere i suoi debiti.

In alternativa, si potrebbe far sì che lo stato generi eccedenze di bilancio e riduca il debito per un periodo molto lungo, anche se questo, come dimostrato negli ultimi anni, è uno scenario poco realistico.

Inoltre esistono dei problemi anche con il calcolo del PIL. E' vero che esistono delle linee guida come l'ESA, il sistema europeo di conti nazionali e regionali, le quali possono aiutare a calcolare il PIL. Tuttavia, il PIL implica innumerevoli ipotesi, stime e modelli. Non ha alcuna relazione con i conti annuali o le prestazioni dello stato. "Il PIL è semplicemente una" sintesi di statistiche "basata su varie indagini, campioni, estrapolazioni, statistiche interne. ecc. "come ha affermato un funzionario statale presso l'Ufficio nazionale di statistica della Svizzera.

Da un punto di vista economico, quindi, il confronto tra PIL e debito è semplicemente privo di senso. Ciò vale non solo per il livello del debito pubblico, ma anche per la sua crescita. Senza un riferimento al bilancio, non è accettabile tollerare la crescita del debito causata dai deficit di bilancio. Ciò vale anche se la crescita del debito è inferiore alla crescita del PIL.

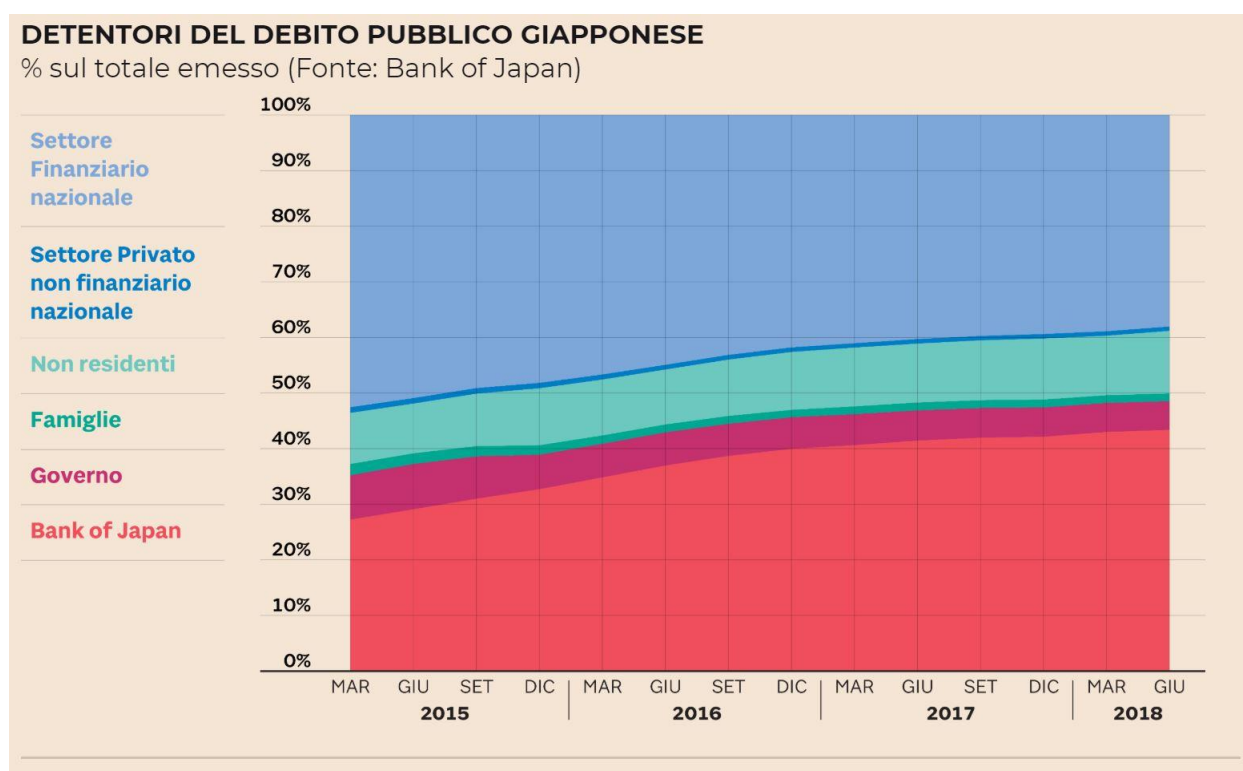
Di conseguenza, piuttosto che gestire il proprio bilancio in modo proattivo, alcuni politici sono favorevoli all'applicazione di misure di espansione fiscale per favorire la crescita e l'inflazione, indipendentemente dalle conseguenze per le generazioni future.

Quindi, come può essere risolta il problema della crisi del debito? La disciplina aziendale e i principi di gestione consolidati come i sistemi di gestione dei costi e gli incentivi per il personale ad alte prestazioni sono la chiave per un futuro sostenibile.

### 3.7 Il debito pubblico Giapponese

Il debito pubblico giapponese è molto più alto che in Italia, come percentuale del PIL. Il rapporto debito/PIL giapponese ammonta a circa il 240% rispetto al 130% italiano.

Il debito giapponese ammonta a più del doppio della produzione della economia giapponese stessa nell'arco di un anno. La storia della sua crescita è semplice e recente: cominciò ad aumentare dal 1990. L'economia stava andando piuttosto male a causa della bolla immobiliare che era esplosa in quegli anni, che portò a una grave deflazione, accompagnata da una crescita molto lenta. Il governo giapponese continuò a fare deficit per alcuni anni, nel tentativo di far ripartire la crescita del paese, con spese molto maggiori delle entate. Per anni il disavanzo non fu mai minore del 5 per cento. Non dovettero passare quindi molti anni per passare dal 50 per cento all'attuale 250 per cento. La creazione di debito per la crescita del Giappone ha quindi funzionato. Il Giappone è infatti adesso una delle maggiori economie mondiali, con un PIL in continua crescita. Chiaramente il debito è piuttosto alto, ma non sembra che sia intenzione dell'attuale governo di Shinzō Abe la sua riduzione. Perché il Giappone può permettersi di tenere un debito così alto?



10

Figura 21: Detentori debito pubblico giapponese

Le spese per l'assistenza sociale e per le pensioni sono sempre molto elevate, e la tassazione resta a un livello medio. Non c'è alcun interesse nell'abbassare il debito perché la gran parte degli investitori vede il Giappone come un luogo sicuro dove investire i capitali. Questo è dimostrato anche dal fatto che sul mercato delle valute, tutte le volte che cresce l'avversione al rischio, la yen tende ad apprezzarsi. Il Giappone emette le proprie obbligazioni a tasso quasi nullo, per rifinanziare il debito e la Banca del Giappone, così come alcuni investitori istituzionali acquistano questi titoli a prescindere dal rendimento. E' per questo motivo che quasi il 90 per cento del debito è detenuto da banche o da istituti pubblici che non hanno intenzione di vendere nuovamente questi titoli su mercati

<sup>10</sup> <https://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2018-12-23/il-paradosso-giappone-debito-enorme-rischi-minimi-095820.shtml?uuid=AE02II4G>

secondari. Siccome gli scambi sono scarsi, è raro che sul mercato giapponese entrino in gioco strategie speculative da parte di investitori internazionali. Negli ultimi anni la proprietà del debito pubblico è variata molto poco. Le famiglie hanno incrementato le proprie quote, pur avendo una parte molto piccola, e anche i trader esteri hanno una componente minuscola. La Banca Giapponese detiene una quota sempre più ampia, che ha toccato quasi il 40 per cento nel 2018.

La Bank of Japan controlla tutte le scadenze e provvede ai rinnovi: in questo modo gli interessi pagati sull'onere del debito sono piuttosto bassi.

La differenza nel debito netto tra Italia e Giappone non è molto ampia, ma comunque significativa. Eppure l'Italia deve pagare un sostanziale premio di rischio sul suo debito pubblico (il terzo più grande al mondo), mentre il Giappone (con il secondo debito pubblico più grande) paga tassi di interesse quasi pari a zero sui fondi presi a prestito.

C'è una differenza che potrebbe sembrare, a prima vista, piuttosto rilevante. Il Giappone prende in prestito la propria valuta, mentre l'Italia prende in prestito in euro. Quindi gli acquirenti di debito italiano corrono un rischio di default positivo, mentre gli acquirenti di debito giapponese affrontano un rischio di insolvenza che è teoricamente pari a zero.

Ma questo non spiega completamente la differenza. Mentre la possibilità di stampare denaro consente a un paese di evitare il default assoluto, l'effetto collaterale è spesso l'inflazione e la conseguente svalutazione della valuta (in questo caso dello Yen).

Secondo l'Effetto Fisher esiste una relazione diretta tra le variazioni del tasso di interesse nominale, l'ammontare monetario che può essere ottenuto in seguito ad un investimento di una unità di moneta e le variazioni che avvengono a livello del tasso di inflazione attesa. Sulla base di questo effetto, se gli investitori temevano che le autorità sarebbero state costrette a pagare le bollette stampando moneta, le aspettative di inflazione sarebbero dovute aumentare e ciò avrebbe dovuto incrementare i tassi di interesse nominali sulle obbligazioni a lungo termine.

In realtà, nonostante una crescita ingente della moneta in circolazione, non si è verificata una inflazione elevata e neppure una svalutazione dello Yen. L'espansione monetaria è stata attutita da una minima propensione ai consumi e agli investimenti.

Anche il Giappone sostiene dei costi per mantenere questa stabilità, ovvero la profittabilità per le banche è sempre molto bassa, soprattutto per le banche più piccole.

Ma il Giappone, a differenza di altri paesi, per esempio europei, ha piena autonomia nella gestione della propria moneta. La capacità di stampare la propria moneta non assicura, di per sé, bassi tassi di interesse sul debito pubblico, come già si era verificato negli Stati Uniti negli anni '70 e nei primi anni '80. La Turchia ha pagato tassi superiori al 50% all'anno negli anni novanta. Allora perché i tassi di interesse giapponesi sono così bassi? In altre parole, perché gli investitori non temono l'inflazione giapponese?

Esiste una differenza rilevante tra Italia e Giappone: quest'ultimo ha un sostanziale "spazio fiscale", mentre l'Italia no. Il governo italiano spende, nel 2019, circa il 49% del PIL, mentre in Giappone la spesa pubblica è pari a circa il 39% del PIL.

Il Giappone<sup>11</sup> ha più spazio fiscale dell'Italia, poiché ha un livello più basso di spesa pubblica. Lo spazio fiscale riguarda la capacità di finanziare le future spese del governo. Nella misura in cui

---

<sup>11</sup> <https://www.econlib.org/why-is-the-public-debt-situation-in-italy-worse-than-in-japan/> Why is the public debt situation in Italy worse than in Japan? Scott Sumner

l'attuale stock di debito è rilevante, questo è già raccolto dalla componente di interessi delle attuali spese del governo.

Detto ciò sembrerebbe improbabile che il Giappone vada in default, essendo un'economia sviluppata che spende il 39% del PIL per default sul suo debito pubblico e i rischi sono piuttosto bassi. Il Giappone ha però un deficit di bilancio leggermente più grande, poiché la differenza nelle tasse è ancora maggiore. Ma gli investitori sono a conoscenza del fatto che il Giappone ha ancora molto spazio per aumentare le entrate fiscali, se saranno necessarie in futuro. Non hanno invece la stessa convinzione per quanto riguarda l'Italia, che appare fragile e instabile.

Dopo essere entrato in carica nel 2013, il governo di Shinzō Abe ha saggiamente aumentato l'imposta nazionale sulle vendite dal 5% all'8%. Un altro aumento al 10% è programmato per la fine de 2019. Al contrario, l'Italia ha già un'IVA del 22%, superiore a quella di Francia, Germania e Regno Unito. Alcuni paesi nordici hanno tassi leggermente più alti, ma hanno meno problemi di evasione fiscale rispetto all'Italia. Gli investitori capiscono che l'Italia avrà difficoltà ad aumentare le aliquote fiscali molto prima di cadere sul pendio della curva di Laffer. Quest'ultima infatti mette in relazione l'aliquota di imposta con le entrate fiscali e permette di vedere graficamente che non sempre un aumento della tassazione coincide con l'aumento del gettito fiscale. Da qui si capisce il motivo per cui gli investitori ritengano ci sia un elevato rischio di insolvenza per il debito italiano e richiedano premi maggiori.

### **3.8 Ipotesi conclusive sulla sostenibilità dei debiti pubblici internazionali**

Questo capitolo ha dimostrato quello che era stato presentato nel primo capitolo, ovvero come la ricchezza finanziaria del settore privato vada a rappresentare la contropartita del disavanzo fiscale in termini di saldo finanziario e come questo abbia un impatto reale sulle scelte economiche degli agenti.

A livello empirico si è mostrato come la politica fiscale possa aiutare ad uscire da una crisi. Per Keynes la politica fiscale è l'unica vera soluzione per avere un impatto anticiclico sulla situazione economica.

Un riassunto delle principali riserve che si possono fare sull'uso della politica fiscale per poter rendere i debiti sostenibili sono:

- L'indipendenza della politica dalle scelte di economia pubblica. La politica fiscale, rispetto alla politica monetaria realizzata dalle banche centrali che sono indipendenti, è più probabilmente condizionata dalle agende elettorali, con impatti distorsivi
- Il debito pubblico emesso per finanziare il disavanzo fa crescere i tassi di interesse, e se la banca centrale dovesse intervenire per evitare che il maggiore livello del debito faccia alzare i tassi, questo porterebbe a comportamenti di dominanza fiscale
- Il debito può divenire così elevato che il settore privato non è disposto a finanziarlo
- Senza compratori di titoli pubblici, il tesoro sospende i pagamenti oppure revoca i vincoli e immette una quantità eccezionali di liquidità
- L'assenza di limiti di disavanzo delle amministrazioni regionali e locali favorisce eccessi di spesa e inflazione

## Conclusione

Questa tesi ha mostrato modelli economici e confronti dei debiti pubblici di alcuni paesi. L'intenzione è stata quella di mostrare come il debito pubblico sia molto legato al ciclo, in senso keynesiano, in cui si trova l'economia.

In alcuni momenti del ciclo economico è possibile aumentare il deficit più che in altre fasi se si riesce a sfruttare il vantaggio che deriva da tassi piuttosto bassi offerti sui mercati finanziari. Non bisogna tuttavia esagerare. Nel momento in cui i mercati dovessero modificare le proprie aspettative e i premi al rischio, i tassi potrebbero cambiare repentinamente e certi livelli di deficit non sarebbero più sostenibile nel medio termine.

L'austerità non è un male a prescindere. L'austerità è stata utile con l'Italia, così come per la Grecia. Chiaramente questo provoca una crescita più lenta di tutto il sistema economico, ma si è visto più volte come questo possa essere l'unico vero strumento efficace in tempi relativamente brevi per risollevare delle situazioni particolarmente problematiche. Non bisogna però farsi prendere la mano: nel caso greco le prime misure di austerità furono troppo grosse e quasi punitive.

Si è visto come la ristrutturazione del debito sarebbe complicata, in particolare in paesi come Italia e Grecia in cui una grossa fetta del debito pubblico è in mano a sottoscrittori esteri che vivono ai confini.

Il consiglio che si può trarre da queste trattazioni è sfruttare al meglio fasi espansive di crescita economica. E' durante le fasi di crescita che si possono fare degli sforzi ulteriori in termini di riduzione delle spese, attrazione dei capitali e degli investimenti. In questo modo il paese sarà in grado di affrontare al meglio una eventuale crisi, che nessun economista è ancora in grado di prevedere con precisione.

La speranza più grande che possiamo avere è che in vista non ci sia una nuova crisi economica globale. L'Italia può e deve ridurre il proprio debito pubblico. Ha bisogno di riforme strutturali e di investimenti che puntino alla crescita di lungo termine. La prospettiva deve essere quella di pensare oltre ai prossimi cinque anni. Solo così facendo si potrà evitare di entrare in una crisi italiana, e soprattutto di affrontare con maggiore tranquillità una eventuale futura crisi sui mercati finanziari.



## **Bibliografia**

Blanchard O.– Amighini A.– Giavazzi F., *Macroeconomia: una prospettiva europea*, Il Mulino, 2016

Bosi P., *Corso di scienza delle finanze*, Il Mulino, 2012

Campiglio L., *Mercato, prezzi e azione economica*, Il Mulino, 1997

Cottarelli C., *Il Macigno: perché il debito pubblico ci schiaccia*, Feltrinelli, 2016

Keynes J.M, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Utet, 2013

Modigliani, F., *Sostenibilità e solvibilità del debito pubblico in Italia. Il conto dei flussi e degli stock della pubblica amministrazione a livello nazionale e regionale*, Il Mulino, 1998

Ricardo D., *Principi di economia politica e dell'imposta*, Utet, 2006

Terzi A., *Il governo della moneta, Seconda parte: Economia monetaria ed economia reale*, EDUcatt, 2019