



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti

DOCUMENTO DI RICERCA

IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO E IL COVID-19

Roberto Celentano

Tommaso Di Nardo

5 FEBBRAIO 2021





ABSTRACT

L'emergenza Covid-19 ha impattato in modo straordinario sul debito pubblico italiano. Al momento, non sono ancora ben chiari gli effetti complessivi, mentre il quadro macroeconomico, insieme a quello di finanza pubblica, appare in continuo movimento, legato a previsioni e stime eccessivamente friabili. Ne deriva una sostenibilità del debito pubblico italiano, nel medio e lungo termine, piuttosto incerta, con l'economia italiana sempre più dipendente dalle decisioni europee di politica economica e monetaria.

Nel presente documento proponiamo un'analisi del debito italiano soffermandoci sia sulla sua evoluzione storica sia sull'impatto del Covid-19. In particolare, l'analisi proposta è divisa in analisi pre-pandemica ed analisi pandemica, dal momento che la pandemia da Covid-19 ha rappresentato, questa è la tesi principale del presente lavoro, una netta soluzione di continuità nella storia del debito pubblico italiano. I dati analizzati in questo documento disegnano una situazione macroeconomica e di finanza pubblica particolarmente preoccupanti e impongono una profonda riconsiderazione delle teorie sul debito pubblico, a partire dallo sviluppo e dal pieno riconoscimento di nuove prospettive nella sua analisi.

Il documento è articolato in due parti. Nella prima parte viene presentata un'analisi strutturale e poi anche evolutiva del debito pubblico italiano con particolare riguardo all'ultimo decennio e all'impatto del Covid-19. Nella seconda parte viene presentata un'analisi della letteratura sul debito pubblico con particolare riguardo agli approcci alla riduzione del debito ed una ricognizione delle principali operazioni di rientro e/o di abbattimento del debito pubblico sia a livello nazionale che internazionale. In questa parte sono presentati alcuni approcci alternativi all'analisi di un debito pubblico elevato ed una breve disamina delle operazioni di finanza straordinaria spesso evocate per abbattere il nostro debito. L'introduzione, oltre a presentare un focus sui temi principali, illustra sinteticamente l'analisi condotta sulle più recenti proiezioni del FMI da cui scaturisce una forte preoccupazione per la situazione italiana di finanza pubblica.



SINTESI

FOCUS INTRODUTTIVO. Secondo le previsioni più recenti del FMI, l'Italia nel 2020, a causa della crisi pandemica globale, avrebbe subito il terzo più pesante crollo del Pil reale a livello mondiale, mentre si collocherebbe al terz'ultimo posto in termini di incremento assoluto del debito e, nonostante ciò, risulterebbe il terzo paese al mondo, dopo il Canada e il Giappone, ad aver subito l'incremento più elevato del rapporto debito/PIL (+23%). In altre parole, l'Italia, nonostante cinque richieste di scostamento presentate per il 2020 per un totale che supera i 108 miliardi di euro, pur essendo il paese con la più grave recessione da Covid-19 non è il paese che ha fatto più ricorso al deficit e quindi alla spesa pubblica per sostenere l'economia e, in particolare le famiglie e le imprese. In termini pro-capite, il calo del Pil nominale italiano è pari a 2.371 euro, mentre l'incremento del debito, sempre a livello pro-capite, è pari a 3.049 euro, in pratica, il Covid-19 è costato a ogni italiano in media 5.420 euro. Secondo le più recenti proiezioni del FMI, il volume complessivo della politica fiscale espansiva italiana messa in campo per fronteggiare l'emergenza nel 2020 è pari al 6,8% del Pil. L'Italia si collocherebbe così al 9° posto tra i paesi del G20. A livello pro-capite, rielaborando i dati del FMI, gli aiuti statali pandemici nel 2020 sono stati pari a 1.858 euro, praticamente inferiori di 513 euro alla perdita del Pil pro-capite. L'Italia è uno dei pochi paesi nel G20 a far registrare una perdita nel saldo tra il calo del Pil e gli aiuti pro-capite. Basti considerare che per la Germania il saldo è positivo e pari a 1.841 euro, mentre per la Francia è negativo ma solo di 120 euro. Nell'update di gennaio 2021, il FMI certifica, nelle nuove stime per il biennio 2020-2021, un impatto fortemente recessivo della pandemia sul Pil reale dell'Italia. Questo, infatti, nel 2021 sarebbe inferiore del 6,5% rispetto al 2019 e farebbe registrare il calo in assoluto più pesante tra i paesi del G20. Rispetto alle previsioni ufficiali del governo contenute nell'ultima Nota di aggiornamento al DEF (5 ottobre 2020), nel 2021 mancherebbero circa 51,4 miliardi di euro al Pil nominale rispetto a quanto desumibile dalle più recenti stime del FMI.

IL DEBITO PRIMA E DOPO LA PANDEMIA. A fine 2019, il debito pubblico italiano è risultato pari a 2.410 miliardi di euro di cui l'83,4% è costituito da titoli di Stato in circolazione. A fine 2020, secondo la NadeF 2020 (5 ottobre 2020), il debito raggiungerà la cifra di 2.603 miliardi di euro passando da 138,6% a 158% del PIL. Nell'ultima Relazione al Parlamento presentata il 15 gennaio 2021, il debito 2021 è stimato pari al 157,5% del Pil. Nel 2021, i titoli in scadenza, al netto dei BOT, sono pari a 222 miliardi di euro a cui si aggiunge un fabbisogno di cassa del settore statale che, secondo le stime del DPB 2021, raggiungerà i 145 miliardi di euro per un totale di nuove emissioni programmate pari a 367 miliardi di euro. Tali dati dovranno essere aggiornati alla luce dell'ultima Relazione al Parlamento in cui è stata presentata una richiesta di scostamento pari a 32 miliardi di euro per il 2021.

IL DEBITO: COMPOSIZIONE E STRUTTURA. Al 31 dicembre 2019, il tempo medio di vita residua dei titoli in circolazione è pari a 7,3 anni. Il 96% del debito totale è delle amministrazioni centrali, mentre solo il 4% è delle amministrazioni locali. La quota di debito delle amministrazioni locali è in costante riduzione negli ultimi anni.

IL DEBITO: SOGGETTI DETENTORI. Dal 1988 ad oggi la quota di debito in mano agli investitori privati italiani non istituzionali è scesa in maniera notevole, passando dal 57% al 6%. Nel frattempo, è aumentata la percentuale in possesso della Banca d'Italia, delle banche italiane e dei fondi e delle assicurazioni italiane. La percentuale di debito pubblico in mano agli stranieri è cresciuta nel corso degli anni, passando dal minimo del 1988 (il 4%), per arrivare al massimo del 40% nel 2011. Negli anni più recenti



la quota di debito in mano agli stranieri è in calo: nel 2018 si attesta sul 32% e nel 2019 al 29% e risulta tra le più basse in Europa. A fine 2019, il 20% dello stock di titoli complessivi era in Banca d'Italia, mentre il 45% era in possesso di banche, fondi di investimento e fondi pensione o assicurativi.

L'EVOLUZIONE DEL DEBITO 1861-2019. *L'analisi dell'evoluzione del debito pubblico italiano è stata scomposta in due periodi. Il primo periodo va dal 1861 al 1968 ed è contrassegnato da un debito non particolarmente elevato. Il secondo periodo va dal 1969 al 2019 ed è rappresentato da un debito crescente ed elevato. Il 1992 è un anno particolarmente significativo nella storia del debito pubblico italiano. In quell'anno, infatti, il debito, per la prima volta, supera il PIL passando da 98,1 a 105%. Nel 1994 si verifica il primo picco di massimo del rapporto debito/PIL. Tra il 1980 e il 1994 il rapporto debito/PIL cresce senza interruzione lievitando in quattordici anni di 65,1 punti percentuali e passando dal 56,1 al 121,2%. In soli due anni, nel biennio 1993-1994, il rapporto debito/PIL cresce di 16,3 punti percentuali. Dal 1995 al 2004 si registrano dieci anni di costante calo del rapporto debito/PIL che subisce un decremento di 16,1 punti percentuali restando comunque al di sopra del 100%. Dopo tre anni di oscillazioni, dal 2008 il rapporto debito/PIL riprende a crescere in maniera significativa e in sette anni, fino al 2014, subisce un incremento di 29,3 punti percentuali fino a raggiungere il 135,4% del PIL per poi stabilizzarsi nei cinque anni successivi intorno al 134%.*

IL DEBITO ITALIANO NEL CONFRONTO INTERNAZIONALE: 2000-2019. *Nel 2019 solo quindici paesi presentano un rapporto debito/PIL superiore al 100%. L'Italia si colloca al sesto posto tra i paesi con il più alto rapporto debito/PIL. Tra i paesi del G20 è al secondo posto dopo il Giappone. Se si considera il debito pubblico pro-capite misurato in PPS, l'Italia si colloca al terzo posto al mondo con 62.278 \$ (Ocse 2018). Nel 2019, l'Italia presenta un rapporto debito/PIL di 57,1 punti percentuali superiore alla media Ue pari a 77,6%. Divario che aveva raggiunto il suo punto di minimo nel 2011 (+37,9%). Da allora il dato Ue è rientrato di 4,2 punti, mentre quello italiano è aumentato di quindici punti.*

L'ULTIMO DECENNIO: *dalla crisi dei mutui subprime alla crisi del debito sovrano in Europa. Con la crisi del debito negli Stati Uniti, provocata dalla crisi dei mutui sub-prime scoppiata nell'estate del 2007, inizia un periodo molto difficile per l'economia mondiale e, in particolare, per l'economia europea. Nel 2008, il tasso di crescita dell'economia mondiale rallenta vistosamente passando dal +5,2% al +3,1% e gli Stati Uniti entrano in recessione. Nel 2009, il Pil mondiale subisce un crollo dello 0,7%, mentre il Pil dell'economia americana fa registrare un pesante -2,7%. L'economia mondiale mostra chiari segni di una depressione economica. A fine 2009 scoppia la crisi del debito greco che in pochi mesi si allarga agli altri paesi periferici dell'Uem e cioè Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia. Nel 2009, il Pil dell'Italia crolla del 5,3% e il rapporto debito/PIL balza al 117% compiendo in un solo anno un salto di undici punti percentuali. Dal 2007, anno di minimo del rapporto debito/PIL degli ultimi anni, al 2015, anno di massimo nell'era pre-covid, il rapporto debito/PIL, in soli otto anni, sale di 32 punti percentuali. La Grecia si salva solo grazie al Fondo salva Stati che impone la Troika ed enormi sacrifici al popolo greco, mentre in Italia il governo Monti è costretto ad imporre un duro shock fiscale per il timore di dover ricorrere allo stesso fondo e subire lo smacco della Troika.*

LA DINAMICA. *La causa principale della crescita esponenziale del debito pubblico italiano è rappresentata dalla spesa per interessi e dal c.d. effetto snow-ball. In estrema sintesi, il debito cresce, principalmente, per l'autoalimentazione causata dalla spesa per interessi sullo stock di debito esistente che rappresenta, quindi, il costo per il servizio del debito o perché indotto da un disavanzo primario nel bilancio pubblico. Con un bilancio in pareggio, l'unica fonte di crescita del debito è rappresentata dalla*



spesa per interessi. Se questa supera in proporzione la crescita del Pil nominale si ha una dinamica crescente del rapporto debito/PIL. Questo fenomeno è alla base dell'esplosione del rapporto debito/PIL tra gli anni Ottanta e gli anni Novanta del secolo scorso ed è anche la causa della risalita del debito dopo la Grande recessione. La causa principale è, dunque, rappresentata dall'elevato costo del denaro che ha caratterizzato l'economia mondiale tra gli anni Ottanta e gli anni Novanta. Più recentemente, invece, la causa scatenante lo stesso fenomeno è, invece, rappresentata dalla crescita quasi nulla del Pil nominale che è risultata stabilmente inferiore al costo del denaro. Secondo le Linee guida sul debito pubblico per il 2021, nel 2020 il costo medio all'emissione dei titoli di Stato si è ridotto a 0,59%, mentre il costo medio del debito è sceso a 2,4%. Al 31 dicembre 2020 la vita media del debito, relativamente allo stock di titoli di Stato, è stata pari a 6,95 anni, in crescita rispetto al precedente 6,87.

IL DEBITO ITALIANO NELL'EURO. *Proprio mentre il debito pubblico italiano esplodeva spinto dagli alti tassi di interesse, l'Europa intraprendeva il processo di unificazione economica e monetaria che avrebbe condotto all'adozione dell'euro da parte dell'Italia e di altri paesi Ue a partire dal 1° gennaio 1999. È, infatti, del 1988 il Rapporto Delors sull'Uem, mentre il Trattato di Maastricht viene firmato proprio nell'anno, il 1992, in cui il rapporto debito/PIL in Italia supera il 100%. Il sogno dell'Euro favorisce il più imponente processo di rientro del debito pubblico italiano, associato però anche alla rapida crescita della pressione fiscale, e permette all'Italia, durante il primo decennio, di godere di un certo equilibrio finanziario. Almeno fino alla crisi finanziaria internazionale che, a partire dal 2008, invece determinerà un ulteriore irrigidimento di quei vincoli ed una eccessiva estensione della sorveglianza (sovranità) europea sull'Italia e, in particolare, sul debito pubblico.*

IL 2020 E IL COVID-19. *Il 30 gennaio l'OMS, per la prima volta, definisce il Covid-19 un'epidemia di rilevanza internazionale. Il giorno dopo, il 31 gennaio, il Governo italiano dichiara lo stato di emergenza. Il Covid-19 comincia a diffondersi in Italia nella seconda metà di febbraio. Il 9 marzo viene decretato per la prima volta il lockdown nazionale. L'impatto epidemico assume un carattere devastante. Il 12 marzo i mercati azionari subiscono un crollo di dimensioni epocali. Il 18 marzo lo spread sfiora i 300 punti base. La crisi assume proporzioni drammatiche tanto da spingere la Bce ad approvare un nuovo imponente programma di acquisto titoli (PEPP) da 750 miliardi di euro successivamente implementato fino a 1.850 miliardi di euro. Nel corso del 2020, mentre l'Unione europea applica la Clausola generale di salvaguardia per dare all'Italia e agli altri Stati membri la necessaria flessibilità fiscale per intervenire a sostegno dell'economia, il Governo italiano è costretto a presentare ben cinque richieste di scostamento dagli obiettivi programmatici di finanza pubblica per oltre 100 miliardi di nuovo indebitamento netto. Ad ottobre, il Pil viene previsto a -9%, il deficit al 10,8% del Pil e il debito pubblico al 158% del Pil. Il governo presenta un piano di rientro del debito che ne definisce la sostenibilità nell'arco di un decennio essenzialmente fondato sull'impiego esaustivo ed efficace del piano NGEU che assegna all'Italia risorse per 209 miliardi di euro dal 2021 al 2026. Nel suo Outlook autunnale il FMI presenta una serie di dati che mostrano come il Covid-19 abbia avuto un impatto devastante in Italia, certamente il più devastante tra tutti i paesi del mondo. Nel consueto aggiornamento di gennaio, il FMI corregge le proiezioni sul Pil stimando un -9,2% per il 2020 associato ad un rimbalzo molto corto per il 2021. Il rapporto debito/PIL 2020 è stimato pari a 157,5%. A inizio febbraio, l'Istat stima che il calo del Pil 2020 dell'Italia sia pari a 8,9%.*

GLI APPROCCI TEORICI ALLA RIDUZIONE DEL DEBITO. *Il quadro macroeconomico e di finanza pubblica italiano scaturito dall'emergenza presenta elevati rischi ed è in realtà una grave minaccia per l'Europa. A tal*



proposito, il documento passa in rassegna i principali approcci teorici per affrontare un eccessivo debito pubblico. Il primo approccio, quello dell'austerità, a lungo praticato in Italia e nel mondo, punta alla riduzione del numeratore del rapporto debito/PIL. Presenta l'inconveniente di esercitare indirettamente una forte pressione alla riduzione anche del denominatore vanificando gli effetti attesi. Il secondo approccio punta, invece, all'aumento del denominatore mediante interventi sull'economia reale che favoriscano una crescita sistematica. Anche questo approccio, applicato ad esempio dal programma NGEU, presenta un inconveniente e cioè la possibilità di scatenare un incremento del numeratore che vanifica l'effetto sul denominatore. Il terzo approccio punta anch'esso a far aumentare il denominatore del rapporto e cioè il Pil nominale, ma anziché agire sulla crescita reale dell'economia agisce sul livello generale dei prezzi attraverso un forte aumento della quantità di moneta in circolazione e quindi dell'inflazione. Ecco perché questo approccio è chiamato monetizzazione del debito e richiede ovviamente che lo Stato abbia la piena sovranità monetaria. Il quarto approccio si concentra invece su una attenta gestione del debito puntando a ridurre la spesa per interessi oppure direttamente lo stock di debito attraverso operazioni straordinarie. Questo approccio è molto utilizzato da tutti i paesi ed ovviamente anche dall'Italia, ma, da solo, non è in grado di risolvere il problema. Il quinto approccio è quello comunemente noto come ristrutturazione del debito. È stato utilizzato per risolvere la crisi greca del 2010-2011 che ha seriamente minacciato la tenuta dell'euro e che ha dato inizio alla crisi dei debiti sovrani che ha coinvolto anche l'Italia. È utilizzato generalmente per far fronte alle difficoltà finanziarie dei paesi arretrati. Il sesto approccio è rappresentato da tutte quelle misure di gestione del debito che si caratterizzano per azioni di repressione finanziaria in quanto impongono una serie di vincoli finanziari agli operatori privati. È un approccio utilizzato molto raramente. Il settimo approccio, foriero di molte discussioni in Italia, è quello della mutualizzazione del debito. Rientra in questo approccio l'annosa tematica degli eurobond e cioè l'emissione di titoli del debito pubblico europei dotati di un profilo finanziario molto solido e caratterizzati da un più basso livello di rischio e quindi di costo per l'emittente. L'ultimo approccio è rappresentato dalla bancarotta che fa riferimento al caso in cui uno Stato dichiara il default e si rifiuta di pagare i propri creditori. Naturalmente, il contraltare di questo approccio è la cancellazione del debito che ha luogo quando è il creditore a fare la prima mossa. A parte gli approcci più risolutivi ed estremi rappresentati dalla bancarotta o dalla cancellazione del debito, gli approcci più seguiti sono rappresentati dall'austerità, dalla monetizzazione del debito e cioè da un'inflazione molto alta oppure da un mix di repressione finanziaria, crescita elevata e inflazione moderata. In particolare, quest'ultimo approccio è generalmente associato a gravi crisi economico-finanziarie come quelle associate ad eventi bellici di particolare gravità. Nell'ultimo periodo, l'approccio più seguito è quello dell'austerità. È evidente, però, che questo approccio da solo non è efficace. Necessita di essere gestito con moderazione e di essere affiancato da altri approcci, ma soprattutto di una visione alternativa dell'intera problematica.

APPROCCI ALTERNATIVI ALLA RIDUZIONE DEL DEBITO. Negli ultimi anni stanno trovando spazio approcci alla problematica del debito pubblico di tipo alternativo basati essenzialmente su un cambio di prospettiva. In particolare, tre sono le posizioni più interessanti. La prima sostiene la necessità di includere nel calcolo del debito pubblico la capacità futura del paese di essere solvibile in funzione dell'invecchiamento della popolazione e di altri parametri. Per la seconda, il debito, e, in particolare, le statistiche sul debito, visto come un importante fattore per la crescita economica, dovrebbe comprendere anche quello privato. La terza posizione sostiene che un debito pubblico elevato non sia necessariamente un problema. In un mondo in cui i tassi di interesse sono molto bassi, livelli elevati di



debito pubblico possono non essere una complicazione se accompagnati da una buona crescita economica, con tassi di crescita superiori ai rendimenti dei titoli sovrani. L'analisi di questi approcci suggerisce che quello di debito pubblico tende ad essere un concetto piuttosto elastico tale da rendere anche difficili i confronti nel tempo e nello spazio e, in definitiva, da mettere in discussione il quadro analitico e regolamentare su cui poggiano i metodi di calcolo e di stima del debito su cui sono basati quegli stessi confronti e che, in ultima analisi, governano i meccanismi di sorveglianza europea delle finanze pubbliche nazionali.

OPERAZIONI STRAORDINARIE: IL CASO KfW E LA CDP. *Una politica straordinaria di riduzione del debito pubblico italiano chiama in gioco Cassa Depositi e Prestiti (Cdp). Nel 2003 Cdp è stata trasformata in società per azioni ed è stata classificata da Eurostat una market unit sul modello tedesco della Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) e su quello francese della Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), entità creditizie "quasi bancarie" che godono della totale garanzia dello stato e le cui operazioni non rientrano nel calcolo del debito pubblico. Dal confronto tra KfW e CdP emergono analogie ma anche significativi disallineamenti. Alla luce di quanto detto a proposito degli approcci alternativi e tenendo conto dell'evoluzione del debito nel 2020 a seguito della pandemia Covid-19, è ancora più urgente riproporre la questione delle regole contabili per la misurazione del debito pubblico anche per permettere all'Italia in futuro un adeguato margine di manovra per operazioni di finanza straordinaria necessarie anche per evitare i rischi al rialzo della pressione fiscale. Una delle ipotesi di intervento più discusse in passato è stata quella di trasferire alla Cdp una parte dei beni dello Stato come garanzia per consentire a Cdp di raccogliere nuovo debito, emettendo obbligazioni, sulla falsariga di KfW, senza che queste vengano conteggiate nel debito pubblico. D'altro canto, CdP presenta un profilo istituzionale e finanziario molto particolare e ciò la rende vulnerabile a rischi di riclassificazione del debito. Al di là del dibattito, a tratti intenso e confuso, sul tema KfW-CdP, dall'analisi emergono una serie di discrasie che è bene porre in evidenza.*

CONCLUSIONI. *L'esplosione della pandemia ha avuto conseguenze sulla percezione del debito pubblico tra le varie istituzioni europee e internazionali. C'è stata una sorta di inversione, per cui un debito elevato non è considerato necessariamente un problema o un limite. Anche il Fondo monetario internazionale è passato dall'essere intransigente sulla necessità del rigore di bilancio al promuovere le politiche fiscali espansive e a vedere le opportunità, in termini di stimolo alla crescita, dietro il debito pubblico. In questo cambio di prospettiva gioca un ruolo importante anche il costo del debito che si annulla per effetto delle politiche delle banche centrali.*

Quasi tutto l'aumento del debito dello stato italiano nel 2020 e, probabilmente, nel 2021 è nei confronti della BCE, e in minima parte verso l'UE tramite il Recovery Fund e il fondo Sure. Si tratta di debiti che, ha sostenuto Carlo Cottarelli, "non costano nulla allo Stato italiano" e che alla scadenza, inflazione permettendo, verranno senz'altro rinnovati e quindi non rappresentano più un problema e non è pertanto necessario chiederne la cancellazione. Il debito in capo a queste istituzioni, ricorrendo alla vecchia arma della riserva obbligatoria per disinnescare all'occorrenza la mina inflazionistica, potrebbe rimanere come una pura posta contabile ed essere, addirittura, escluso, secondo Cottarelli, dal conteggio per il rispetto dei vincoli europei quando saranno reintrodotti.

Si tratta, certamente, di una prospettiva interessante, oltre che affascinante, che, però, al momento non sembra venire presa in considerazione né dall'Europa né dall'Italia che, invece, continua a muoversi con ripetute richieste di scostamento, confermando il piano di rientro decennale basato su un piano di



austerità (che, secondo il governo, si presenterebbe moderata e sostenibile) e sull'efficacia del PNRR che, però, poggia, come abbiamo visto analizzando le recenti stime del FMI, su proiezioni molto fragili e, in definitiva, poco credibili.

Pertanto, crediamo che il cambio di prospettiva nell'analisi del debito pubblico, in particolare a livello italiano ed europeo, sia assolutamente indispensabile sia per evitare nuove crisi del debito sovrano sia, soprattutto, per evitare nuovi pesanti ed improvvisi shock fiscali che rischierebbero di danneggiare seriamente l'economia italiana oltre che intaccare sensibilmente la ricchezza stessa degli italiani.



SOMMARIO

1. INTRODUZIONE: IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO E IL COVID-19	10
<i>di Tommaso Di Nardo.....</i>	<i>10</i>
1.1. Il debito pubblico italiano a un punto di svolta.....	10
1.2. Un quadro finanziario piuttosto preoccupante.....	13
2. IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO: CONCETTI, DEFINIZIONI E STRUTTURA	18
<i>di Roberto Celentano.....</i>	<i>18</i>
2.1. Analisi della composizione per strumenti e per sottosettori	19
2.2. Analisi per soggetti detentori: debito interno e debito estero	24
3. L'EVOLUZIONE STORICA DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO	27
3.1. Il debito pubblico Italiano dall'Unità ai giorni nostri: 1861-2019.....	27
3.2. L'ultimo decennio, ovvero il debito pubblico dopo la crisi finanziaria del 2008.....	32
3.3. Il debito pubblico italiano nel confronto internazionale.....	34
3.4. La dinamica del debito pubblico e gli oneri di gestione	38
3.5. Il debito pubblico italiano e l'Unione economia e monetaria	40
4. IL 2020: L'IMPATTO DEL COVID-19 SUL DEBITO PUBBLICO ITALIANO	42
4.1. L'emergenza Coronavirus e la crisi dei mercati finanziari	42
4.2. La risposta dell'Europa: "European Coordinated Response on Coronavirus"	44
4.3. Dal DEF di aprile alla NADEF 2020: nuove richieste di scostamento.....	45
4.4. Il Recovery plan e il piano di rientro del debito	48
4.5. Le stime autunnali del Fondo Monetario Internazionale	50
4.6. L'impatto della seconda ondata dell'emergenza Coronavirus.....	54
4.7. Il Piano Nazionale di ripresa e resilienza	55
5. TEORIE E SOLUZIONI PER FRONTEGGIARE UN DEBITO PUBBLICO ECCESSIVO.....	57
<i>di Roberto Celentano.....</i>	<i>57</i>
6. TEORIE E APPROCCI ALTERNATIVI	61
<i>di Roberto Celentano.....</i>	<i>61</i>
7. POLITICHE STRAORDINARIE DI RIDUZIONE DEL DEBITO PUBBLICO: IL CASO KfW E LA CDP ITALIANA	66
7.1. Il Kreditanstalt für Wiederausbau in Germania.....	66
7.2. La Cassa Depositi e Prestiti in Italia	67
7.3. Le strategie di abbattimento del debito pubblico	69
8. CONCLUSIONI.....	70
BIBLIOGRAFIA	71



1. Introduzione: il debito pubblico italiano e il Covid-19

di Tommaso Di Nardo

1.1. Il debito pubblico italiano a un punto di svolta

PUNTO DI SVOLTA. Il 2020, primo anno della pandemia Covid-19, segna un profondo spartiacque nella storia del debito pubblico italiano. Dopo ventotto anni dalla firma del Trattato di Maastricht e venti anni circa dall'introduzione dell'euro, il deficit pubblico e quindi il debito sono stati sciolti, anche se solo temporaneamente, dai vincoli europei. L'Italia, che già nel 2019 non aveva rispettato la c.d. "regola del debito" prevista dai trattati europei¹, ha sospeso il piano di rientro già concordato con l'Unione europea. L'emergenza Covid-19 ha prodotto conseguenze esattamente opposte a quelle della Grande recessione 2008-2013 che, invece, portò all'adozione di importanti modifiche ai Trattati europei con un forte inasprimento dei vincoli di bilancio in seguito all'adozione del c.d. "Fiscal Compact" e del principio dell'equilibrio di bilancio.

Dopo un primo decennio di relativa tranquillità, nel quale lo spread era un fenomeno pressoché sconosciuto, la crisi economico-finanziaria del 2008 e successivamente la crisi dei debiti sovrani in Europa del 2011, provocarono le prime importanti crepe nel sistema economico e monetario europeo. In un primo momento, il sistema reagì inasprendo le regole e irrigidendo la sorveglianza sui paesi periferici e, in particolare, meridionali, che presentavano condizioni di maggiore debolezza economica e finanziaria. Iniziò quella che comunemente è conosciuta come "dittatura dello spread". Successivamente, anche per alleviare la tensione, ma, soprattutto, per permettere ai paesi in difficoltà di uscire dalla crisi e, in definitiva, per evitare una vera e propria crisi dell'euro, la Banca centrale europea modificò l'impostazione base di politica monetaria decidendo di intervenire a sostegno del debito pubblico dei paesi più esposti.

Il secondo decennio dell'euro è stato contrassegnato dallo spread. Da un lato, una sorveglianza fiscale continua, rigida e asfissiante da parte delle autorità europee e, dall'altro lato, una politica monetaria particolarmente accomodante per tenere sotto controllo le tensioni sui mercati finanziari ed alleggerire lo sforzo dei singoli paesi nei piani di rientro.

L'emergenza pandemica ha fatto praticamente saltare questo schema. Da un lato, ha spinto la politica monetaria ad essere ancora più accomodante (PEPP²), dall'altro lato, ha indotto la politica fiscale a mutare radicalmente impostazione. Non solo sospendendo il regime di sorveglianza e, di fatto, abolendo i vincoli di bilancio (General Escape Clause³), ma, ancora di più, lanciando un programma di

¹ Cfr. Nadeff 2020, pag. 86

² PEPP è il Pandemic Emergency Purchase Programme lanciato dalla BCE il 18 marzo 2020 per preservare le condizioni di finanziamento favorevoli nel periodo della pandemia. Inizialmente con una dotazione di 750 miliardi di euro, incrementata di 600 miliardi di euro il 4 giugno e di altri 500 miliardi di euro il 10 dicembre 2020 per un totale di 1.850 miliardi di euro. Gli acquisti del programma PEPP sono condotti con flessibilità e andranno avanti almeno fino al mese di marzo 2022 e, in ogni caso, finché la BCE non riterrà conclusa la fase critica legata al Coronavirus.

³ La clausola di salvaguardia generale (GEC) consente agli Stati membri di adottare misure di bilancio per affrontare adeguatamente tale situazione, nell'ambito della procedura preventiva e correttiva del patto di stabilità e crescita. In particolare, per il braccio preventivo, l'articolo 5, paragrafo 1, e l'articolo 9, paragrafo 1, del regolamento (CE) n. 1466/97 stabiliscono che "in caso di grave recessione economica della zona euro o dell'intera Unione, gli Stati membri possono essere autorizzati ad allontanarsi temporaneamente dal percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di bilancio a medio termine, a



sostegno finanziario (*Recovery Fund*⁴) per favorire una rapida ripresa dell'economia insieme ad alcuni interventi mirati di sostegno immediato (*Sure*⁵).

Ciò ha prodotto un massiccio ricorso all'indebitamento netto da parte dei singoli Stati Membri per fronteggiare l'epidemia e, soprattutto, la recessione indotta dall'adozione di imponenti misure restrittive alla circolazione. Con la conseguenza di un incremento significativo del debito pubblico dei singoli paesi ed ovviamente del rapporto debito/PIL. Ma ha prodotto anche, grazie alla tempestiva azione della BCE, una significativa riduzione dello spread associata al calo generalizzato dei tassi di interesse, al forte calo del prodotto interno lordo e dei prezzi dovuti al crollo simmetrico dell'offerta e della domanda che ha interessato la gran parte dei mercati dei beni e dei servizi per via delle misure di distanziamento sociale.

FMI. Secondo le stime dell'Outlook di ottobre 2020 e gennaio 2021 del FMI, il Pil italiano nel triennio 2020-2021, con un -6,5%, subirà il peggiore crollo a livello mondiale. Nel 2020, il Pil pro-capite italiano in termini nominali perderebbe 2.371 euro (-8%), contro i -2.797 della Francia (-7,5%) e i -2.573 della Germania (-6,2%). Il debito pubblico italiano subirà un incremento di 181 miliardi di euro nel 2020, pari all'11% del PIL. Il rapporto debito/PIL, in un solo anno, cresce di 23 punti percentuali, passando dal 134,6 al 157,5%. Questo accade perché il PIL si ridurrebbe di 145 miliardi di euro, e cioè -8,1%. Se sommiamo l'incremento del debito e il decremento del PIL raggiungiamo la ragguardevole cifra di 326 miliardi di euro. In termini pro-capite, al calo del Pil di 2.371 euro si affiancherebbe l'incremento del debito di 3.049 euro. Considerando insieme il calo del Pil e l'incremento del debito, il sacrificio imposto dalla pandemia a livello pro-capite sarebbe pari a 5.420 euro. Nell'ambito del G7, l'Italia, nonostante il forte incremento del rapporto debito/PIL, risulterebbe comunque il paese con la minore capacità di leva finanziaria per fronteggiare l'emergenza.

SPREAD. A fine febbraio, prima dello scoppio dell'epidemia in Italia, lo spread viaggiava intorno ai 150 punti, molto lontano dal precedente picco registrato a novembre 2018 (circa 314) e, soprattutto, dal grande picco registrato il 9 novembre 2011 a 574 punti. Il 9 marzo, il governo italiano impone, per la prima volta, una quarantena a livello nazionale. È la data chiave per il primo *lockdown* nazionale imposto dal Covid-19. Pochi giorni dopo, esattamente martedì 17 marzo, lo spread raggiunge i 276 punti segnalando una situazione particolarmente critica per i conti pubblici italiani. Il giorno dopo, la BCE annuncia un programma di acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP) di 750 miliardi di euro. Lo spread si blocca e pian piano comincia a scendere fino a ritornare intorno ai 150 punti a fine luglio e a raggiungere il valore minimo degli ultimi 5 anni a dicembre 2020 in prossimità di 100 punti per poi

condizione che la sostenibilità di bilancio a medio termine non ne risulti compromessa". Per il braccio correttivo, l'articolo 3, paragrafo 5, e l'articolo 5, paragrafo 2, stabiliscono che, in caso di grave recessione economica della zona euro o dell'intera Unione, il Consiglio può anche decidere, su raccomandazione della Commissione, di adottare una traiettoria di bilancio rivista.

⁴ Il 28 maggio 2020, nell'ambito dello European Coordinated Response on Coronavirus presentato il 13 marzo, la Commissione europea presenta la proposta Next Generation EU "Il momento dell'Europa: riparare i danni e preparare il futuro per la prossima generazione" contenente la proposta di un Recovery Fund per un totale di 750 miliardi di euro. La proposta viene approvata in via preliminare dal Consiglio europeo del 17-21 luglio 2020 e in via definitiva dal Consiglio europeo del 10-11 dicembre 2020.

⁵ Il Consiglio europeo del 23 aprile 2020 ha concordato un pacchetto di misure da 540 miliardi di euro comprendente il piano Sure ovvero un programma di interventi contro la disoccupazione indotta dalla pandemia insieme al "MES sanitario" e nuove garanzie per i programmi BEI.



risalire di circa 20 punti a fine gennaio 2021 in seguito alla crisi di governo. Dopo l'incarico a Mario Draghi di formare un nuovo governo, il 4 febbraio 2021 lo spread è sceso sotto i 100 punti base.

LA BCE E L'IRREVERSIBILITÀ DELL'EURO. Il mutamento di tono della politica monetaria europea, dopo il "Whatever it takes" di Mario Draghi del 26 luglio 2012 per difendere l'euro dopo la prima grande crisi dei debiti sovrani nel 2011, è diventato ormai irreversibile. Il nuovo principio guida della politica monetaria europea, un principio non scritto nei trattati, è diventato l'irreversibilità dell'euro. È evidente, infatti, che la BCE sarà costretta a fare tutto il necessario per difendere l'euro, e quindi anche ciò che non era stato previsto o che era stato esplicitamente vietato dai trattati.

UNA MONETIZZAZIONE DI FATTO. Il programma PEPP, lanciato dalla BCE a marzo per sostenere i mercati di fronte alle criticità pandemiche e ulteriormente rafforzato a giugno e a dicembre in seguito al prolungarsi della crisi sanitaria, insieme agli altri due programmi lanciati a seguito della crisi del 2011 e cioè il QE e il LTRO, rappresentano di fatto una vera e propria monetizzazione del debito sovrano dei paesi europei, ancorché attuata mediante misure non convenzionali. Si tratta di una politica non prevista e non voluta dai trattati istitutivi della moneta unica e della BCE resasi però necessaria per evitare il collasso dell'euro e la disintegrazione dell'eurozona. Ci sono volute due crisi sistemiche, una più pesante dell'altra, per spingere le autorità monetarie europee a deviare dal sentiero tracciato ed aprire la strada ad un percorso completamente nuovo e perciò anche piuttosto incerto e impervio. Infatti, per quanto la situazione attuale sia stabile grazie alla nuova politica monetaria, nessuno sa se in futuro, una volta finita del tutto l'emergenza sanitaria, le autorità monetarie potranno decidere di ritornare al sistema precedente. Molto dipenderà, ovviamente, dalla congiuntura economica, da come viaggeranno la crescita, l'inflazione e l'occupazione. Questo è il motivo principale che ha spinto l'Unione europea a lanciare un piano di ripresa (*Recovery Plan*) di 750 miliardi di euro che si affiancherà nei prossimi anni al tradizionale bilancio europeo settennale, anch'esso rivisto in funzione dell'emergenza, e che avrà il compito di sostenere la crescita e l'occupazione delle economie europee evitando al contempo una pericolosa deflazione.

ABBATTERE O CANCELLARE? Il nuovo scenario macroeconomico appena descritto cambia i termini della questione relativa al "macigno" del debito pubblico italiano (Cottarelli, 2018). Il vibrante dibattito sulla necessità di abbattere il debito pubblico con operazioni di finanza straordinaria che appassiona economisti e *policy maker* dal 2011 ad oggi è improvvisamente svanito, sostituito prevalentemente da un dibattito intorno alla cancellazione del debito e, ovviamente, al lancio del *Recovery plan*. La componente più accesa di questo dibattito e cioè il tentativo di svelare i famosi trucchetti tedeschi sul debito pubblico sembra essersi placata⁶. Ciò è dovuto, evidentemente, al cambio di politica fiscale avvenuto a luglio in seno al Consiglio europeo con l'accordo sul *Recovery plan* che, di fatto, seguendo le profonde innovazioni in tema di politica monetaria, ha aperto la strada alla più importante e straordinaria delle innovazioni in campo fiscale, vale a dire la possibilità di fare ricorso ai famosi Eurobond.

⁶ Esiste un ritornello quasi quotidiano secondo il quale la Germania nel calcolo del debito pubblico nazionale non seguirebbe pedissequamente le regole contabili europee nascondendo di fatto una parte considerevole di debito all'interno di istituzioni finanziarie pubbliche come il KfW, mentre l'Italia, diversamente dalla Germania sarebbe sottoposta a un monitoraggio molto rigido tale da impedire ogni possibile manovra di questo tipo. Ritourneremo sul punto nella parte finale del documento.



I PRIMI EUROBOND. Accanto alla monetizzazione del debito, gli eurobond rappresentano un'altra importante misura di politica economica più volte evocata per risolvere il problema del debito pubblico italiano insieme a quello dei paesi periferici dell'eurozona a maggiore rischio finanziario. Se, infatti, il programma PEPP della BCE può essere considerato alla stregua di una politica di monetizzazione (ancorché non convenzionale e, comunque, ufficialmente temporanea) del debito, gli eurobond rientrano a tutti gli effetti nell'ambito delle politiche di socializzazione o mutualizzazione del debito. Per l'attuale configurazione dell'eurozona si tratta comunque di una politica a carattere straordinario, in quanto non contemplata dai trattati, non prevista e non voluta dalla gran parte dei paesi fondatori dell'euro, in particolare dalla Germania.

MA PER L'ITALIA IL DEBITO PUBBLICO RESTA UNA SERIA MINACCIA. Purtroppo, la non convenzionalità di queste politiche e la straordinarietà della situazione emergenziale che ha caratterizzato il 2020 e che continuerà a caratterizzare anche il 2021 e, probabilmente, il prossimo decennio, non solo non ci consentono di poter affermare la risoluzione della questione del debito pubblico italiano ma ci portano ad affermare che, anzi, essa rimane una questione molto seria e che rappresenta una grave minaccia per l'economia italiana, una sorta di ipoteca sul futuro del nostro paese.

1.2. Un quadro finanziario piuttosto preoccupante

IL QUADRO MACROECONOMICO SECONDO IL FMI. A tal proposito, e per meglio comprendere la serietà del problema nel quadro economico internazionale, prima ancora di addentrarci in un'analisi dettagliata del debito pubblico italiano, ci siamo soffermati sugli ultimi dati previsionali del Fondo Monetario Internazionale (ottobre 2020 con aggiornamento a gennaio 2021). L'analisi di tali dati, anch'essi frutto di stime e proiezioni in continuo aggiornamento, fa emergere uno scenario particolarmente preoccupante poiché presenta un quadro macroeconomico per l'Italia tra i più fragili a livello mondiale, certamente il più fragile tra i paesi del G20.

L'Italia è il paese, infatti, al quale il Fondo Monetario Internazionale assegna una delle peggiori cadute del PIL nel 2020 e, soprattutto, uno dei rimbalzi più corti nel 2021. Questo forte shock sul Pil, unito all'elevato livello del debito, genera un quadro macroeconomico di particolare debolezza. L'Italia risulta, infatti, il paese che, pur avendo sfruttato ampiamente la possibilità di indebitarsi per sostenere l'economia, ha mostrato una capacità di indebitamento, soprattutto se valutata rispetto all'entità della caduta del PIL, relativamente più bassa di molti altri paesi e, soprattutto, di paesi come gli Stati Uniti, la Germania e il Regno Unito. E, nonostante ciò, risulta il paese con il più elevato incremento del rapporto debito/PIL dopo il Canada e il Giappone.

Una sintesi dei dati risultanti da questa analisi è presentata nelle tabelle seguenti. Il FMI ha previsto un crollo del PIL reale per l'Italia nel 2020 del 9,2% (molto vicino al -9% stimato dal governo ad ottobre e al -8,9% stimato dall'Istat a febbraio 2021). Fanno peggio dell'Italia solo l'Argentina (-10,4%) e il Regno Unito (-10%). Tra l'altro, nel precedente Outlook (ottobre 2020), il FMI aveva previsto una caduta molto più forte del Pil italiano nel 2020 (-10,6%). Infatti, l'Italia risulta il paese che beneficia maggiormente della revisione al rialzo delle stime 2020 dovuta al rimbalzo dell'estate. Non così, invece, le proiezioni sul 2021. Qui, al contrario, l'Italia subisce la revisione maggiore con un taglio delle stime di crescita di 2,2 punti rispetto ad ottobre. Per contro, la Germania, che rispetto al 2020 subisce una



revisione al rialzo di 0,6%, nel 2021 presenterebbe una revisione al ribasso di soli 0,7 punti. In Francia, dove la revisione al rialzo è pari a 0,8% nel 2020, quella al ribasso per il 2021 è pari a 0,5%. Se consideriamo l'effetto cumulato delle revisioni sulle stime di crescita del biennio 2020-2021 operate dal FMI nel suo recente update, notiamo come l'Italia subisca complessivamente una revisione al ribasso di 0,8 punti che, invece, è pari a +0,3 punti per la Francia e -0,1 punti per la Germania. Se, invece, consideriamo l'effetto complessivo sul biennio dell'emergenza in termini di Pil, l'Italia con un -6,5% è il paese più colpito in assoluto. Al contrario, le previsioni ufficiali del governo contenute nell'ultima Nota di aggiornamento al DEF, prevedono che nel 2021 il Pil italiano rimbalzerebbe del 6%. In termini nominali, tra le proiezioni del FMI di gennaio 2021 e le stime del governo di ottobre 2020 ci sarebbe una differenza negativa di circa 51 miliardi di euro che peserebbe significativamente sui saldi di finanza pubblica.

Tabella 1 - Stime Pil G20 Anni 2020-2021 e revisioni su WEO ottobre 2020.

Country	Var. % 2020 su 2019	Var. % 2021 su 2020	Rev. '20	Rev. '21	Tot Rev	Var % 2021 su 2019
Argentina	-10,4%	4,5%	1,4%	-0,4%	1,0%	-6,4%
Australia	-2,9%	3,5%	1,3%	0,5%	1,8%	0,5%
Brazil	-4,5%	3,6%	1,3%	0,8%	2,1%	-1,1%
Canada	-5,5%	3,6%	1,6%	-1,6%	0,0%	-2,1%
China	2,3%	8,1%	0,4%	-0,1%	0,3%	10,6%
France	-9,0%	5,5%	0,8%	-0,5%	0,3%	-4,0%
Germany	-5,4%	3,5%	0,6%	-0,7%	-0,1%	-4,8%
India	-8,0%	11,5%	2,3%	2,7%	5,0%	9,4%
Indonesia	-1,9%	4,8%	-0,4%	-1,3%	-1,7%	-0,9%
Italy	-9,2%	3,0%	1,4%	-2,2%	-0,8%	-6,5%
Japan	-5,1%	3,1%	0,2%	0,8%	1,0%	-2,2%
Korea	-1,1%	3,1%	0,8%	0,2%	1,0%	2,0%
Mexico	-8,5%	4,3%	0,5%	0,8%	1,3%	-4,6%
Russia	-3,6%	3,0%	0,5%	0,2%	0,7%	-0,7%
Saudi Arabia	-3,9%	2,6%	1,5%	-0,5%	1,0%	-1,4%
South Africa	-7,5%	2,8%	0,5%	-0,2%	0,3%	-4,9%
Turkey	1,2%	6,0%	6,2%	1,0%	7,2%	7,3%
United Kingdom	-10,0%	4,5%	-0,2%	-1,4%	-1,6%	-6,0%
United States	-3,4%	5,1%	0,9%	2,0%	2,9%	1,5%

Fonte: elaborazioni FNC su dati IMF, World Economic Outlook, Update January 2021.

A fronte di un crollo del Pil di tale portata, secondo l'aggiornamento del Fiscal Monitor di gennaio 2021, l'Italia, tra i paesi più avanzati, è quello che ha fatto meno ricorso a misure di espansione fiscale e quindi all'indebitamento. Secondo i dati raccolti dal FMI, le misure espansive varate dal governo italiano per far fronte all'emergenza incidono sul Pil 2020 dell'Italia per il 6,8%, molto meno della Germania, che ha stanziato risorse per l'11% del Pil e del Regno Unito con il 16,3%, ma anche della



Francia con il 7,7%. Nonostante ciò, sempre secondo i dati del FMI appena diffusi, il rapporto debito/PIL dell'Italia sale di 23 punti contro +10,4 della Germania, +17,1 della Francia e +18,1 del Regno Unito.

Dalla tabella 2 si vede come l'Italia, a fronte di un calo del Pil pro-capite 2020 di 2.371 euro ha stanziato risorse emergenziali per 1.858 euro pro-capite con un saldo negativo di 513 euro. La Francia, con 2.677 euro di risorse stanziato pro-capite, determina un saldo negativo pari a 120 euro, la Germania, invece, con 4.414 euro di risorse pro-capite determina un saldo positivo di 1.841 euro.

Tabella 2 - Aiuti fiscali post crisi pandemica Covid-19: spesa aggiuntiva e sgravi fiscali. Anno 2020. Valori espressi in euro.

Country	% PIL	Valore assoluto (mld. euro)	Valori pro-capite (euro)	Var. PIL pro-capite (euro)	Var. netta (euro)
Argentina	3,8	13	290	1.565	1.855
Australia	16,2	191	7.434	-1.090	6.343
Brazil	8,3	104	490	-112	377
Canada	14,6	211	5.536	-2.408	3.128
China	4,7	624	444	284	729
France	7,7	174	2.677	-2.797	-120
Germany	11	367	4.414	-2.573	1.841
India	3,1	71	51	18	70
Indonesia	2,7	25	94	-154	-60
Italy	6,8	112	1.858	-2.371	-513
Japan	15,6	686	5.455	-1.601	3.853
Korea	3,4	49	949	-97	852
Mexico	0,7	6	49	-530	-481
Russia	2,9	37	251	-405	-154
Saudi Arabia	2,2	13	378	-2.833	-2.454
South Africa	5,5	14	235	-263	-28
Turkey	1,1	7	79	563	642
United Kingdom	16,3	387	5.752	-2.980	2.772
United States	16,7	3.073	9.311	-1.435	7.876

Fonte: elaborazione FNC su dati IMF, Fiscal Monitor, Update January 2021.

Il debito pubblico pro-capite italiano, pari a 39.864 euro nel 2019, sale a 42.913 euro nel 2020 (+3.409 euro) e a 45.285 euro nel 2021 facendo registrare nel biennio un incremento di 13,6%, mentre quello della Germania, pari nel 2019 a 24.739 euro (il 62% di quello italiano), cresce nel biennio del 16%.

Tabella 3 - Debito pubblico pro-capite. Valori espressi in euro.

COUNTRY	2019	2020	2021
Japan	84.322	88.772	86.478
United States	63.040	71.821	73.273
Italy	39.864	42.913	45.285
Canada	35.860	43.457	43.525



France	36.710	39.921	42.953
United Kingdom	32.238	35.455	37.440
Australia	23.001	29.413	35.430
Germany	24.739	27.255	28.732
Korea	11.914	13.113	12.840
Argentina	7.983	7.232	7.211
China	5.189	6.079	6.629
Saudi Arabia	4.736	5.684	5.621
Brazil	6.853	6.579	5.142
Mexico	4.693	4.481	4.356
South Africa	3.320	3.245	3.626
Turkey	2.590	2.897	2.683
Russia	1.429	1.847	1.829
India	1.367	1.533	1.531
Indonesia	1.147	1.318	1.426

Fonte: elaborazioni FNC su dati IMF, Fiscal Monitor, Update January 2021.

In termini pro-capite, il calo del Pil nominale italiano è pari a 2.371 euro, mentre l'incremento del debito, sempre a livello pro-capite, è pari a 3.049 euro, in pratica, il Covid-19 è costato a ogni italiano in media 5.420 euro contro i 5.089 della Germania e i 6.008 della Francia. Per l'Italia il costo della crisi pandemica è pari al 19,9% del Pil pro-capite, mentre per la Germania è pari al 13% e per la Francia al 17,4%.

Tabella 4 - Il costo del Covid-19 tra i paesi del G20: var. Pil + var. Debito. Valori espressi in euro pro-capite.

COUNTRY	VAR. PIL	VAR. DEBITO	COSTO COVID-19
Argentina	1.565	-751	-2.316
Australia	-1.090	6.412	+7.502
Brazil	-112	-274	-162
Canada	-2.408	7.596	+10.004
China	284	889	+605
France	-2.797	3.211	+6.008
Germany	-2.573	2.516	+5.089
India	18	166	-148
Indonesia	-154	171	+325
Italy	-2.371	3.049	+5.420
Japan	-1.601	4.450	+6.051
Korea	-97	1.199	+1.296
Mexico	-530	-213	+317
Russia	-405	418	+823
Saudi Arabia	-2.833	947	+3.780
South Africa	-263	-75	+188
Turkey	563	307	-256
United Kingdom	-2.980	3.217	+6.197



United States	-1.435	8.781	+10.216
----------------------	--------	-------	---------

Fonte: elaborazione FNC su dati IMF, Fiscal Monitor, Update January 2021.

I dati che presentiamo in questa analisi mostrano, dunque, un generale indebolimento del quadro macroeconomico soprattutto sul versante della finanza pubblica. In questo senso, la dipendenza dall'Europa ne risulta straordinariamente accresciuta. Data la situazione, infatti, l'Italia non potrebbe sostenere a lungo un eventuale anticipata interruzione del programma PEPP della BCE senza subire conseguenze disastrose sulla sua economia.

Perciò, l'unica possibilità di recupero e di resistenza è l'applicazione immediata del *Recovery Fund*, una possibilità concreta al momento per sostenere una veloce risalita del PIL dopo l'imponente caduta subita nel 2020.

Il governo, con l'ultima manovra finanziaria, ha predisposto un piano di rientro ed ha svolto un'analisi di sostenibilità del debito a dieci anni che poggia interamente (o quasi) sul corretto (e particolarmente ottimistico) utilizzo dei fondi europei mediante il ricorso a modelli econometrici puramente teorici, mentre l'Unione europea ha varato linee guida particolarmente stringenti sull'uso dei fondi.

D'altro canto, l'Unione europea si muove nella consapevolezza che l'applicazione della General Escape Clause oltre il 2021 è piuttosto improbabile, per cui è particolarmente preoccupata per la tenuta dell'economia italiana e punta ogni speranza sul *Recovery Fund* oltre che sui fondi di bilancio 2021-2027 e sugli altri programmi straordinari adottati nell'ambito di NGEU.

RISCHI MOLTO ELEVATI. Il quadro appena delineato presenta notevoli rischi per l'economia italiana. Il primo è quello relativo alla pressione fiscale. Come è noto, questa presenta attualmente il livello più elevato nell'Unione europea e uno tra i più elevati al mondo⁷. Purtroppo, lo scenario che si prospetta non presenta praticamente margini di riduzione della pressione fiscale italiana che, invece, è esposta a notevoli rischi al rialzo.

Il destino dell'Italia dipende, in parte, dalle condizioni europee e dal quadro economico internazionale, soprattutto sul versante della politica monetaria, e, in parte, dalle condizioni politiche interne che, di fatto - a patto che le prime condizioni siano positive -, ne determinano la capacità di ripresa.

Per quanto riguarda la politica monetaria molto dipenderà dalla dinamica dell'inflazione. Le prospettive sono al momento favorevoli poiché le principali autorità di politica monetaria hanno rivelato aspettative di inflazione basse, e comunque al di sotto del 2%, per il prossimo triennio. Una ripresa più veloce dell'inflazione creerebbe enormi problemi all'Italia e, in definitiva, finirebbe per colpire seriamente la stabilità finanziaria dell'Unione europea e quindi dell'euro.

Per quanto riguarda la politica fiscale, se il paese non riuscirà a sfruttare pienamente le risorse del NGEU per rispingere il PIL in alto, le conseguenze sarebbero altrettanto drammatiche ed imporrebbero all'Europa scelte particolarmente drastiche.

⁷ Cfr. il documento "Analisi della pressione fiscale in Italia, in Europa e nel mondo. Struttura ed evoluzione dei principali indicatori di politica fiscale", Documento di Ricerca FNC, 12 ottobre 2020, <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1498>.



Per scongiurare entrambi i rischi, e cioè 1) il rialzo della pressione fiscale in Italia e 2) la disintegrazione dell'euro, è fondamentale riconsiderare a livello europeo e internazionale i modelli di analisi e gli approcci teorici e di politica economica alle questioni di finanza pubblica e, in particolare, alla gestione del debito pubblico.

L'IMPORTANZA DI UN APPROCCIO ALTERNATIVO. Come è noto, uno dei problemi principali dell'elevato debito pubblico italiano, nel quadro economico europeo e internazionale, è la bassa crescita economica e il vincolo di bilancio che impone pedissequamente la realizzazione di un avanzo primario e di conseguenza impedisce di allentare la pressione fiscale. Oltre a ciò, data la situazione di emergenza in atto e i nuovi squilibri determinatisi nei conti pubblici, si fa sempre più pressante il timore di una patrimoniale che possa colpire la ricchezza privata dei contribuenti italiani.

Alla luce di queste considerazioni, abbiamo ritenuto doveroso realizzare uno studio che facesse il punto sulla questione, sia per ricostruire l'evoluzione del debito pubblico italiano, con particolare riguardo all'ultimo decennio, sia per studiarne la composizione e la struttura, sia per analizzare le diverse soluzioni e le diverse modalità di affrontare la questione anche con approfondimenti sulla storia delle ristrutturazioni del debito pubblico e su altri confronti internazionali.

In questo studio, in particolare, dopo aver discusso delle principali teorie e degli approcci alla riduzione del debito pubblico, nel tentativo di fare chiarezza su alcuni temi particolari, si affrontano alcune questioni interpretative, spesso trascurate, che appaiono invece fondamentali per inquadrare correttamente il tema debito e, in particolare, il tema debito pubblico italiano.

Li abbiamo definiti approcci alternativi perché richiamano l'attenzione su un cambio di prospettiva necessario, a nostro parere, per analizzare la questione correttamente.

Infine, ci soffermiamo su alcune questioni relative al ricorso a operazioni di finanza pubblica straordinarie per abbattere il debito pubblico. La questione, come già detto, è stata molto dibattuta in passato. E, per certi aspetti, lo è ancora oggi. Soprattutto il tema di una patrimoniale straordinaria o ordinaria viene ancora oggi invocato per fronteggiare il problema. Perciò, ci è sembrato doveroso tornare sull'argomento nel tentativo di offrire un ulteriore contributo di analisi e di chiarezza al tema in discussione.

2. Il debito pubblico italiano: concetti, definizioni e struttura

di Roberto Celentano

Il debito pubblico rappresenta la consistenza delle passività finanziarie lorde afferenti al settore delle Amministrazioni pubbliche, registrate al valore nominale e consolidate tra le unità appartenenti allo stesso settore. Al suo interno sono inclusi i titoli di Stato in circolazione, cioè i soli titoli emessi dallo Stato sia sul mercato domestico sia su quello estero. Al 31 dicembre 2019, secondo quanto riportato nel Rapporto sul debito pubblico 2019 (31.07.2020), la quota in titoli era pari all'83,4%.

Per il calcolo del debito pubblico, ci si avvale dei criteri settoriali e metodologici di cui, in primo luogo il Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 549 del 2013 relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali (Sec 2010).



Le passività finanziarie incluse nell'aggregato sono le seguenti:

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

Il settore di riferimento si articola in Amministrazione centrale, Amministrazioni locali ed enti di previdenza e assistenza sociale. Nel processo di consolidamento vengono eliminate le passività che rappresentano anche attività detenute da enti facenti parte delle Amministrazioni pubbliche.

La gestione del debito pubblico è di competenza del Dipartimento del Tesoro e, in particolare, è assegnata alla Direzione generale per il debito pubblico.

Annualmente, sulla base delle previsioni macroeconomiche e delle direttrici di politica economica stabilite nei documenti programmatici di finanza pubblica sono emanate le Linee Guida per la gestione del debito pubblico dell'anno successivo nelle quali sono pianificate le principali operazioni di gestione dei titoli del debito e della liquidità del Tesoro. Quest'ultima è gestita dalla Banca d'Italia che svolge il servizio di tesoreria per conto dello Stato e che opera in stretto raccordo con la Ragioneria Generale dello Stato e il Dipartimento del Tesoro al fine di monitorare quotidianamente il saldo del Conto di disponibilità del Tesoro che, in base alle regole di gestione della politica monetaria europea, non può mai essere negativo.

Secondo quanto riportato nelle Linee Guida per il 2021 (23.12.2020), l'ammontare dei titoli di Stato in circolazione in scadenza nel 2021 al netto dei BOT è pari a 222 miliardi di euro, mentre il nuovo fabbisogno di cassa del settore statale per il 2021 (DPB 2021) è previsto pari a 145 miliardi di euro, per un totale di 367 miliardi di euro.

Nel 2020, stando alle previsioni contenute nella Nadef 2020 (05.10.2020) ed aggiornate nel DPB 2021 (19.10.2020), il PIL in termini reali è previsto ridursi del 9%, pari a una riduzione di 143 miliardi di euro in termini nominali (da 1.790 a 1.647 miliardi di euro). Il deficit pubblico, nel quadro programmatico della Nadef 2020, è fissato pari a 10,8% del Pil, al livello di 178 miliardi di euro, mentre il debito pubblico è stimato pari a 2.603 miliardi di euro, pari al 158% del PIL. In un solo anno, con un incremento in valore assoluto del debito di 193 miliardi di euro (+8%), il rapporto debito/PIL salirebbe di 23,4 punti.

Il forte incremento del rapporto debito/PIL per l'Italia è dovuto ad un appesantimento della componente *stock-flussi* per la parte relativa alla differenza tra la valutazione dell'impatto delle misure sui saldi con il criterio della competenza e della cassa unitamente ad una forte lievitazione dell'indebitamento netto e al forte calo del PIL nominale.

Prima di analizzare l'evoluzione storica del debito pubblico italiano, presentiamo un'analisi della composizione del debito per strumento e per sottosettori e per soggetti detentori. Questa analisi, in attesa di avere i dati definitivi del 2020, è basata sui dati al 31 dicembre 2019.

2.1. Analisi della composizione per strumenti e per sottosettori

Lo strumento finanziario più utilizzato per contrarre debito è l'emissione di titoli di stato da parte del Tesoro. Si tratta di obbligazioni a breve, media e lunga scadenza:



- Quelli con scadenza a breve vanno dai 3 ai 12 mesi. Tra questi ci sono i BoT (Buoni ordinari del Tesoro) oppure i CTz (Certificati del Tesoro zero *coupon*) che hanno però scadenza a 24 mesi;
- Quelli con scadenza a medio e lungo termine sono i BTP (Buoni del Tesoro poliennali, che durano in genere tra i 3 e i 30 anni, ma ci sono anche scadenze superiori) oppure i CcT (Certificati di credito del Tesoro, con scadenza media di 7 anni).

Nel 2019, secondo i dati della Banca d'Italia, il debito delle Amministrazioni pubbliche italiane ha raggiunto la cifra di 2.410 miliardi di euro. Il 79% di questo debito è costituito da titoli a medio e lungo termine, il 9% da monete e depositi passivi, il 5% da titoli a breve termine, il 5% da prestiti di banche e fondi monetari e il restante 2% da altre passività.

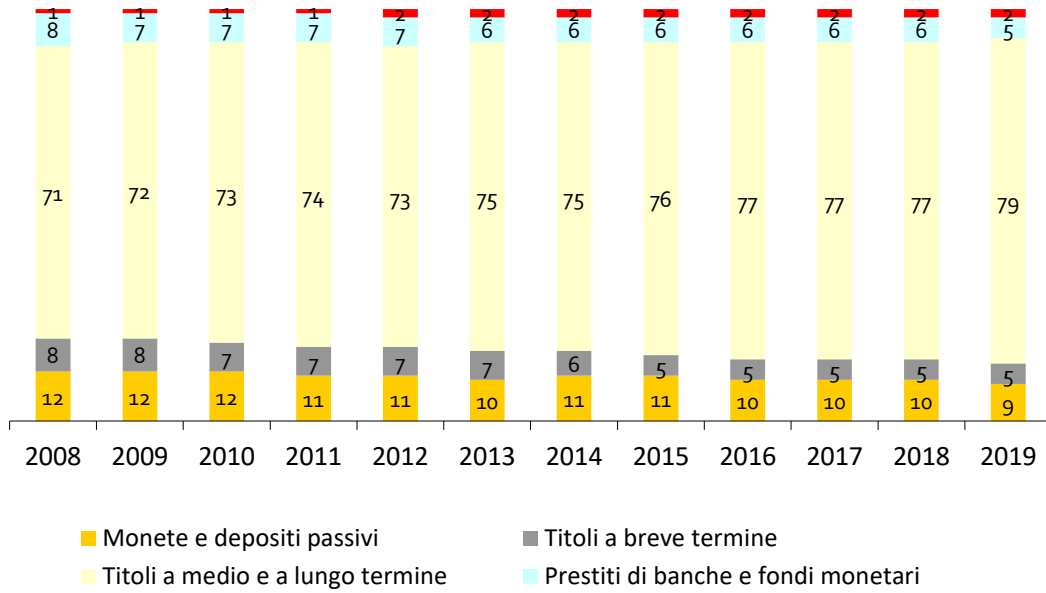
Nel corso degli anni, partendo dal 2008, i titoli a medio e lungo termine sono stati sempre la maggiore quota di debito pubblico, con la tendenza ad aumentare sino ai giorni nostri.

Tabella 5 - Debito pubblico, analisi per strumenti (valori percentuali)

	MONETE E DEPOSITI PASSIVI	TITOLI A BREVE TERMINE	TITOLI A MEDIO E A LUNGO TERMINE	PRESTITI DI BANCHE E FONDI MONETARI	ALTRE PASSIVITÀ
2008	12	8	71	8	1
2009	12	8	72	7	1
2010	12	7	73	7	1
2011	11	7	74	7	1
2012	11	7	73	7	2
2013	10	7	75	6	2
2014	11	6	75	6	2
2015	11	5	76	6	2
2016	10	5	77	6	2
2017	10	5	77	6	2
2018	10	5	77	6	2
2019	9	5	79	5	2

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia

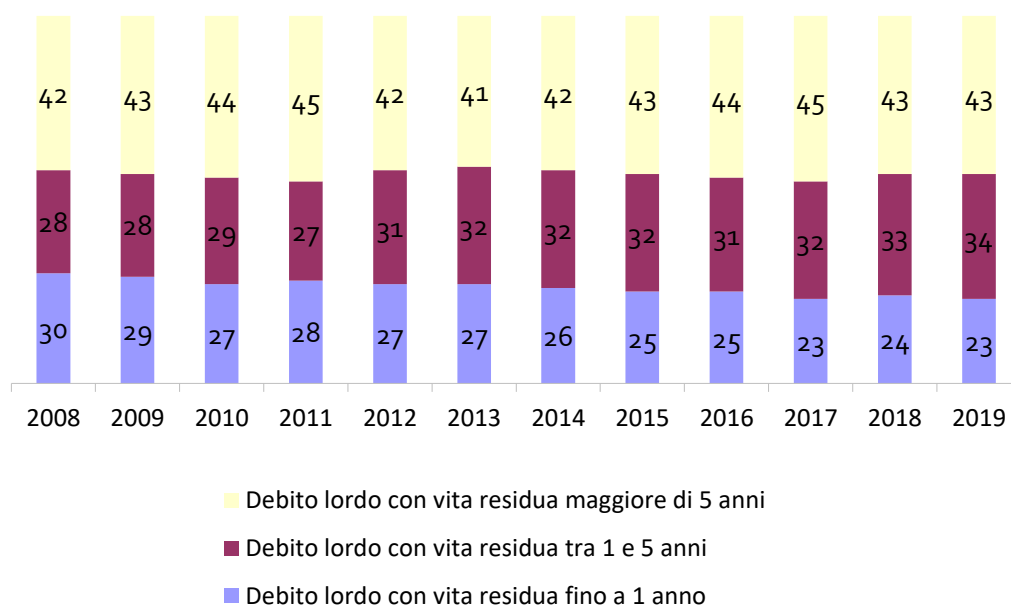
Grafico 1 - Composizione del debito pubblico italiano (valori percentuale)



Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia



Grafico 2 - Debito pubblico, analisi per vita residua (valori percentuali)



Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia

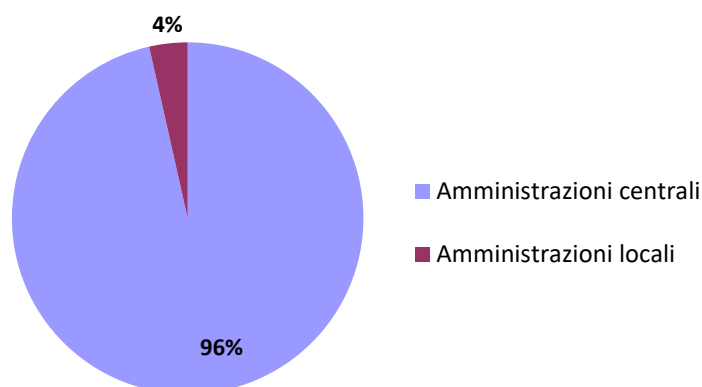
Scomponendo il debito pubblico in funzione della vita residua, nel 2019 il 43% ha una vita residua superiore a 5 anni, il 34% una vita residua compresa tra 1 e 5 anni e il 23% inferiore all'anno.

Sempre secondo i dati di Banca d'Italia il tempo medio di vita residua del debito pubblico è di 7,3 anni.

Un altro dato interessante, oltre a quello della vita residua, è come il debito pubblico si ripartisce all'interno delle Amministrazioni pubbliche. Infatti, il debito pubblico delle Amministrazioni pubbliche è composto dai debiti delle Amministrazioni centrali e dai debiti delle Amministrazioni locali.

Nel 2019, ma questo dato è simile nei dieci anni precedenti, il 96,5% del debito pubblico proviene dalle Amministrazioni centrali, mentre il restante 3,5% dalle Amministrazioni locali.

Grafico 3 - Provenienza del debito pubblico italiano (valori percentuali, anno 2019)



Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia



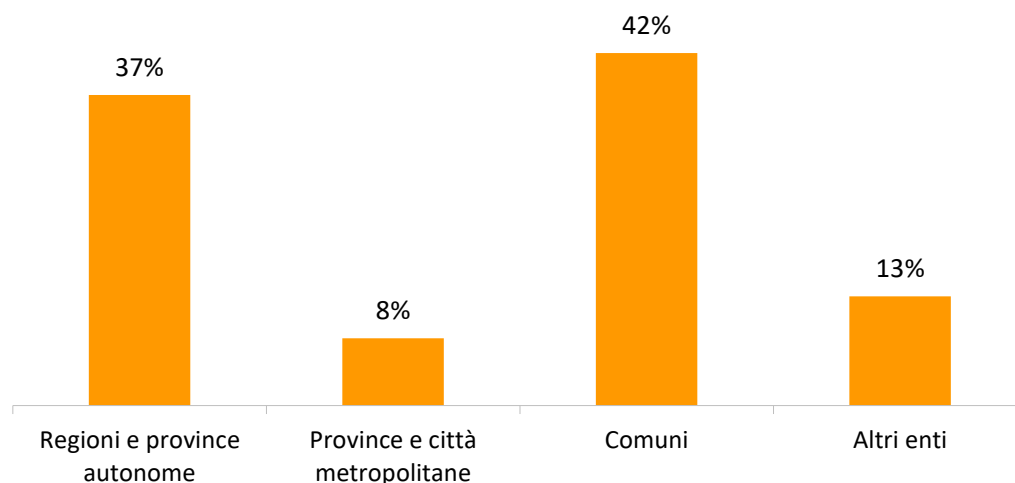
Tabella 6 - Debito pubblico per amministrazione di provenienza (valori percentuali)

	AMMINISTRAZIONI CENTRALI	AMMINISTRAZIONI LOCALI	ENTI DI PREVIDENZA E ASSISTENZA	TOTALE
31/12/2019	96,47	3,52	0,00	100,00
31/12/2018	96,30	3,69	0,01	100,00
31/12/2017	96,16	3,83	0,01	100,00
31/12/2016	95,95	4,04	0,01	100,00
31/12/2015	95,71	4,29	0,01	100,00
31/12/2014	95,37	4,62	0,01	100,00
31/12/2013	94,85	5,15	0,01	100,00
31/12/2012	94,43	5,56	0,01	100,00
31/12/2011	94,10	5,89	0,01	100,00
31/12/2010	94,02	5,97	0,01	100,00
31/12/2009	93,81	6,18	0,00	100,00
31/12/2008	93,75	6,24	0,01	100,00

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia

Tra le amministrazioni locali sono i comuni quelli che fanno registrare la più alta percentuale di debito nel 2019 con il 42%. Seguono le Regioni con il 37%, le Province con l'8% e tutti gli altri enti locali con il 13%.

Grafico 4 - Debito pubblico delle amministrazioni locali (valori percentuali, anno 2019)

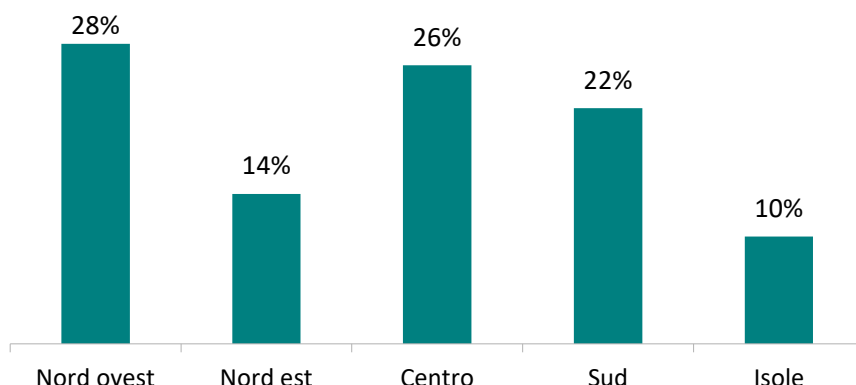


Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia

Se si guarda alla distribuzione territoriale del debito pubblico delle amministrazioni locali il Nord fa registrare la percentuale più alta: 42% (28% nel Nord ovest e 14% nel Nord est). Il Centro arriva al 26%, il Sud al 22% e le Isole al 10%.



Grafico 5 - Debito pubblico delle amministrazioni locali: analisi per area geografica (valori percentuali, anno 2019)



Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia

Tabella 7 - Debito pubblico delle amministrazioni locali: analisi per area geografica (valori percentuali)

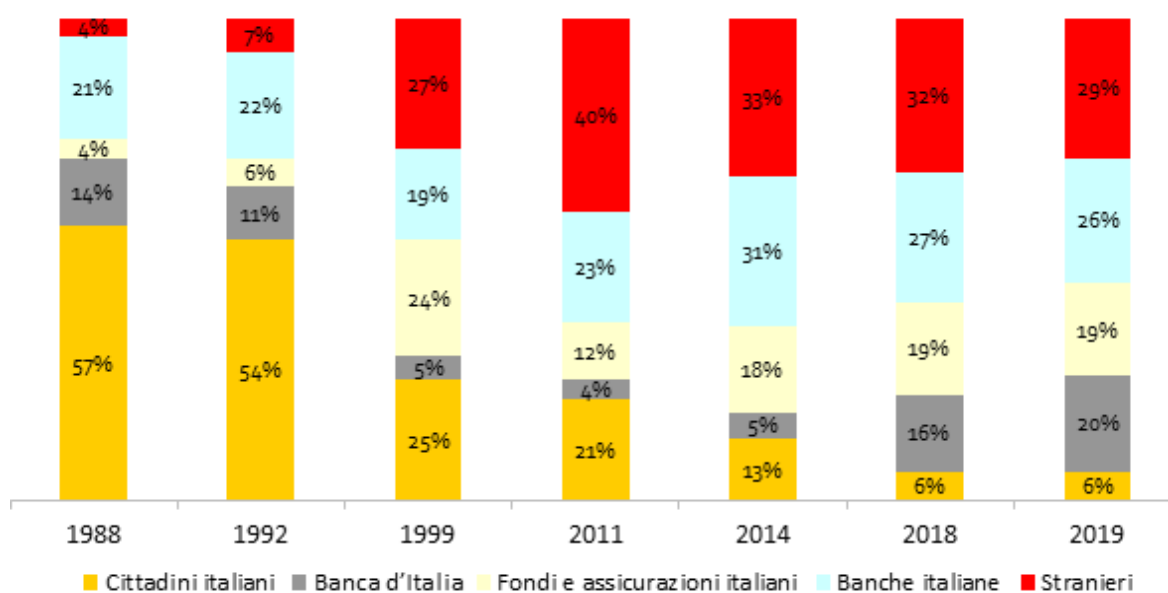
	NORD OVEST	NORD EST	CENTRO	SUD	ISOLE	TOTALE
2018	28	14	27	22	9	100
2019	28	14	26	22	10	100

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia

2.2. Analisi per soggetti detentori: debito interno e debito estero

Un altro fattore importante, al fine di individuare eventuali fragilità o debolezze del paese, da prendere in considerazione quando si analizza la struttura del debito pubblico è sapere chi lo detiene. Il debito pubblico è molto legato alle preferenze degli investitori, nazionali ed esteri che cercano una remunerazione per i propri capitali. Capire come queste preferenze variano è molto importante per la gestione del debito.

Grafico 6 - Possessori del debito pubblico italiano



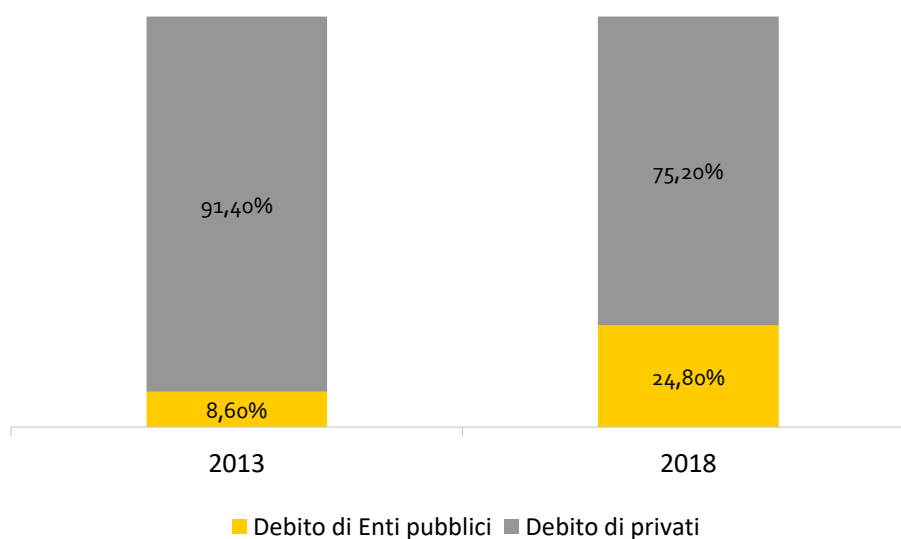
Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia



Dal 1988 ad oggi la quota di debito in mano ai cittadini italiani è scesa in maniera notevole, passando dal 57% al 6%. Nel frattempo, è aumentata la percentuale in possesso della Banca d'Italia, delle banche italiane e dei fondi e delle assicurazioni italiane. La percentuale di debito pubblico in mano agli stranieri è cresciuta nel corso degli anni, passando dal minimo del 1988 (il 4%), per arrivare al massimo del 40% nel 2011. Negli anni più recenti la quota di debito in mano agli stranieri è in calo: nel 2018 si attesta sul 32% e nel 2019 al 29%. Quest'ultimo dato è molto importante perché potrà garantire maggiore autonomia nazionale nelle scelte delle future manovre economiche dell'Italia.

Se il debito pubblico è posseduto dal mercato, ossia da operatori privati, il rischio è maggiore perché più soggetto alle speculazioni, implica una maggiore dipendenza dagli investitori e, quindi, una maggiore difficoltà di rifinanziamento. Il rischio invece è minore nel caso in cui il debito sia, per lo più, in mano al settore istituzionale. Il debito italiano dal 2014 sta cambiando soggetti proprietari, con una percentuale in mano ai soggetti privati che tende a diminuire. Il debito pubblico italiano in mano ad enti pubblici (in particolare Banca centrale nazionale, BCE e FMI) è passato dall'8,6% del 2013 al 24,8% del 2018.

Grafico 7 - Debito pubblico italiano, percentuale tra detenzione pubblica e privata 2013 e 2018



Fonte: ns. elaborazioni su dati FMI

Questo cambiamento è dovuto, tra l'altro, anche all'introduzione nel 2013 del *Quantitative easing*, che oltre a immettere moneta nei mercati per cercare di risollevare i consumi, gli investimenti e l'inflazione, ha avuto la funzione di far riacquistare il debito alle Banche Centrali nazionali e agli Enti finanziari e monetari, come la Banca Centrale europea e il Fondo Monetario Internazionale (FMI).

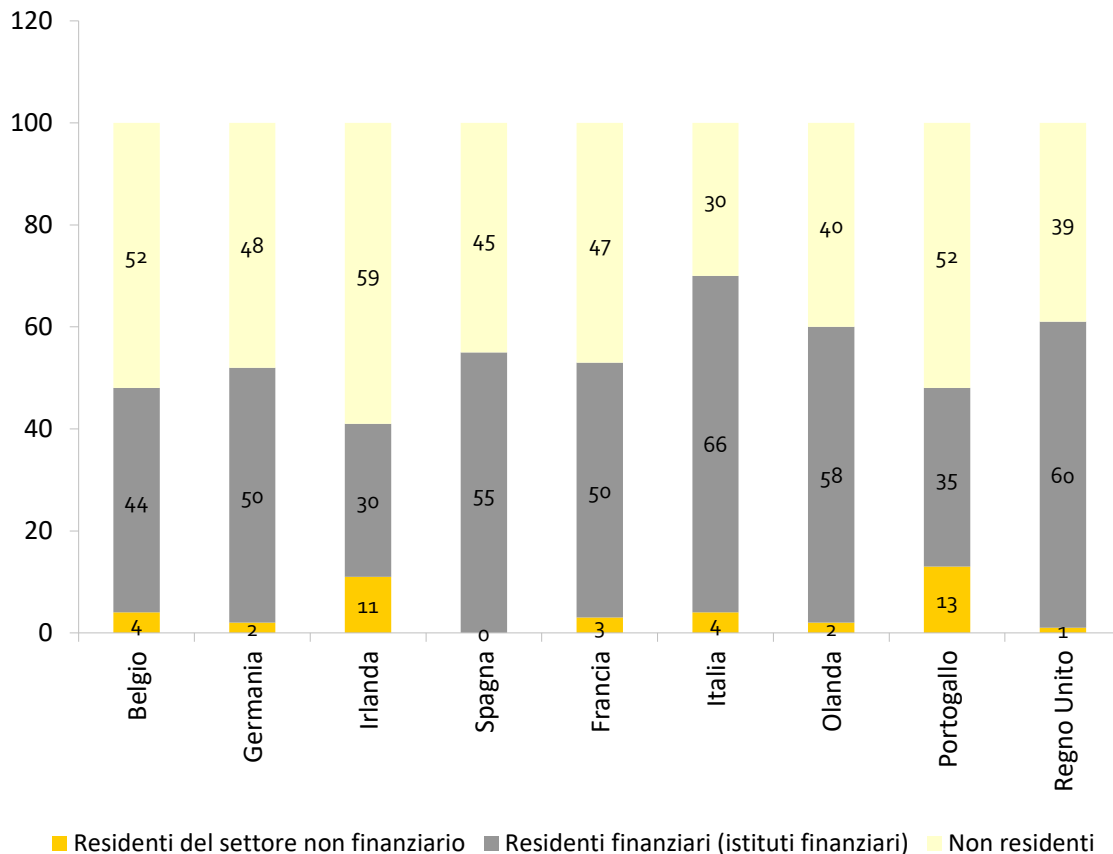
Per avere un'idea più precisa della situazione italiana potrebbe essere utile un confronto con alcuni dei principali paesi europei.

Grazie ai dati Eurostat (Eurostat, *Structure of government debt*, giugno 2019) sulla situazione definitiva del 2018 è stato ricostruito il debito lordo delle amministrazioni pubbliche per settore del detentore del debito. Sono individuati "residenti non finanziari" (società non finanziarie, famiglie e istituzioni senza scopo di



lucro), “residenti finanziari” (società finanziarie) e “non residenti” (resto del mondo). Alla fine del 2018, la quota di debito detenuta dai “non residenti” è significativa per la maggior parte dei paesi dell’UE.

Grafico 8 - Struttura del debito pubblico, per residenza, dei principali paesi europei, anno 2018 (%)



Fonte: ns. elaborazioni su dati Eurostat

Tabella 8 - Struttura del debito pubblico, per residenza, dei principali paesi europei, anno 2018 (%)

	RESIDENTI DEL SETTORE NON FINANZIARIO	RESIDENTI FINANZIARI	NON RESIDENTI
Belgio	4	44	52
Germania	2	50	48
Irlanda	11	30	59
Spagna	0	55	45
Francia	3	50	47
Italia	4	66	30
Olanda	2	58	40
Portogallo	13	35	52
Regno Unito	1	60	39

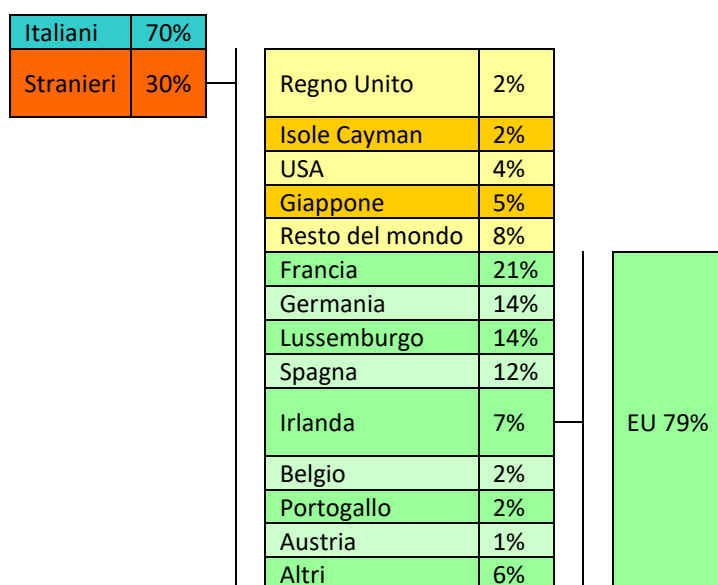
Fonte: ns. elaborazioni su dati Eurostat



Tra i paesi esaminati l'Italia è quella con la minor quota di debito pubblico posseduta dai non residenti. Più precisamente (Cremonesi, 2019) nel 2018 il 70% del debito pubblico italiano è posseduto da cittadini e da istituti finanziari residenti in Italia. Il restante 30% è nelle mani di non residenti.

Il 79% del debito appartiene a paesi dell'UE. Il primo paese investitore è la Francia (21%), seguita da Germania e Lussemburgo (14%), poi Spagna (12%) e Irlanda (7%). Se guardiamo fuori dall'Europa il Giappone possiede l'8% del debito italiano e gli USA il 5%.

Grafico 9 - Struttura debito pubblico italiano anno 2018



Fonte: ns. elaborazione su dati Unicredit

3. L'evoluzione storica del debito pubblico italiano

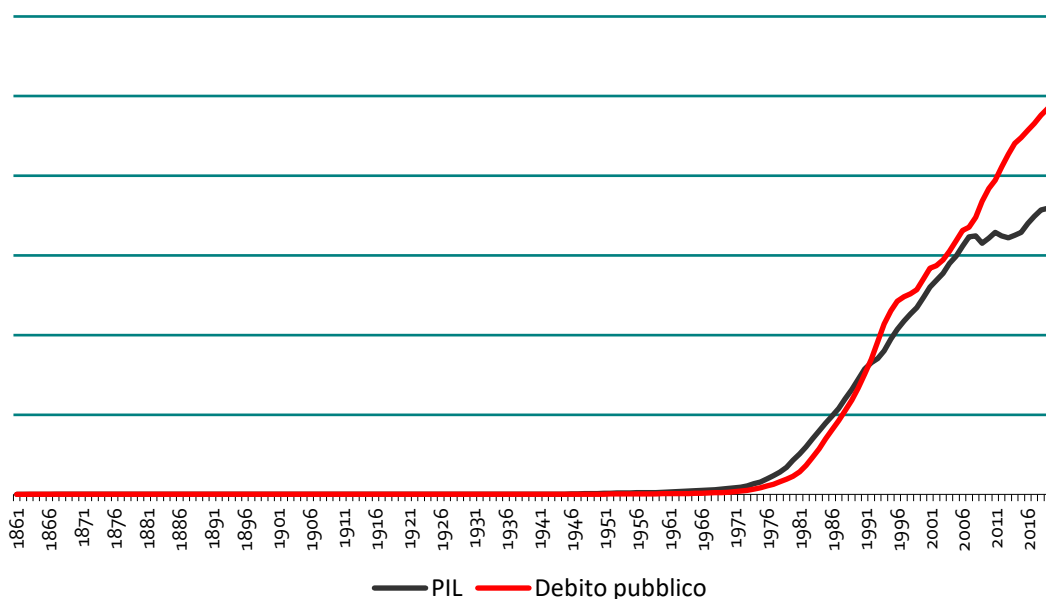
3.1. Il debito pubblico italiano dall'Unità ai giorni nostri: 1861-2019⁸

L'andamento del PIL e del debito pubblico a partire dall'unità d'Italia (1861) e fino ai giorni nostri (2019) può essere spezzato in due intervalli temporali: quello che va dal 1861 al 1968 in cui debito e PIL hanno valori molto bassi e sostanzialmente uniformi; e quello che va dal 1969 al 2020 in cui inizia una fase di forte crescita di entrambe le due variabili.

⁸ A cura di Roberto Celentano



Grafico 10 - Andamento del PIL e del debito pubblico dell'Italia dal 1861 al 2020 (valore assoluto)



Fonte: ns. elaborazione su dati Istat

IL PRIMO PERIODO: DAL 1861 AL 1968. Il debito pubblico italiano ha origine con l'unificazione politica del paese nel 1861. In quell'anno fu istituito il "Gran Libro del debito pubblico", che consentì il riconoscimento dei titoli di debito degli Stati che erano entrati a fare parte del Regno d'Italia (Francese e Pace, 2008). Subito dopo l'istituzione del "Gran Libro del debito pubblico", le condizioni critiche di bilancio obbligarono il Governo ad emettere il primo prestito.

Tra il 1861 e il 1876 il debito pubblico aumentò per i deficit strutturali di bilancio, le spese militari, i debiti assorbiti dai territori annessi ed infine per il finanziamento delle opere pubbliche e delle ferrovie (Artoni e Biancini, 2004).

Tra il 1896-97 e il 1911-12 il bilancio dello Stato di parte corrente fu caratterizzato da saldi attivi. L'aumento delle attività economiche e le riforme sociali contribuirono ad un miglioramento delle condizioni di vita nel complesso e favorirono una graduale riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL.

Con l'inizio della prima guerra mondiale le spese correnti aumentarono senza un'adeguata copertura delle entrate. La guerra richiese un forte sforzo finanziario, che venne compensato attraverso le imposte, il debito pubblico e l'emissione di carta moneta.

Tra il 1922 e il 1925 la limitazione delle spese pubbliche, la fine delle spese militari per la guerra e la stabilizzazione delle entrate permisero di ottenere avanzi di bilancio.

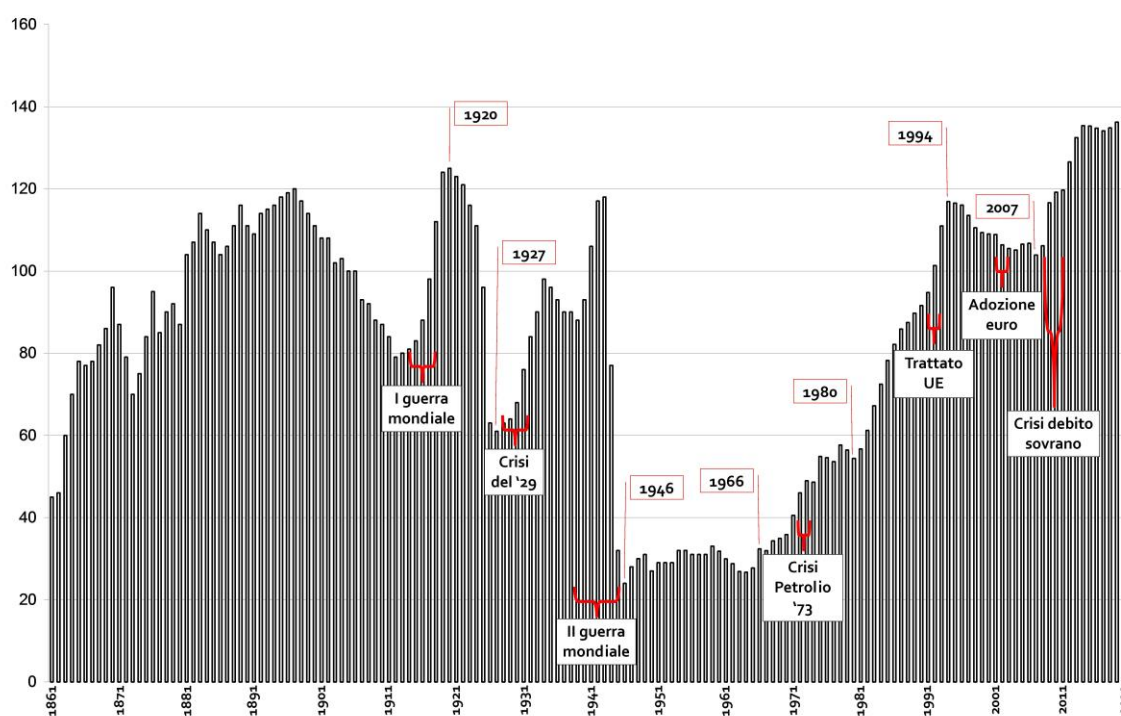
Nel periodo 1930-35 vi furono disavanzi significativi a causa della contemporanea riduzione delle entrate e di spese straordinarie. I disavanzi fecero accrescere il debito pubblico.

Gli anni tra il 1936 e il 1946 presentarono disavanzi crescenti dovuti alle spese militari e all'attività economica di tipo autarchico dovuta alle spinte sovraniste.



Alla fine della seconda guerra mondiale il debito subisce un elevato ammortamento per svalutazione della lira e per la ridotta spesa per interessi. Anche il suo rapporto con il PIL diminuisce. Il debito pubblico del dopoguerra fu ridotto in maniera importante dalla presenza di una significativa inflazione.

Grafico 11 - Andamento del rapporto debito pubblico/PIL dell'Italia dal 1861 al 2020



Fonte: ns. elaborazione su dati Istat

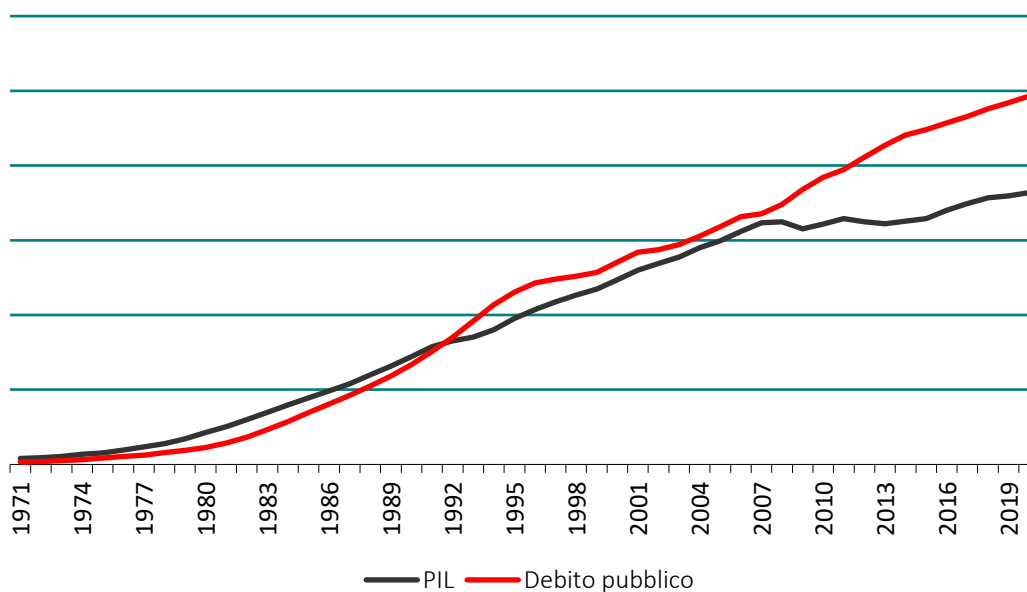
IL SECONDO PERIODO: DAL 1969 AL 2019. Il periodo 1969-2020 è quello più interessante da osservare, perché il debito pubblico e il PIL dell'Italia subiscono una forte crescita, con il primo che lo fa in maniera più marcata.

A partire dalla fine degli anni Settanta il tasso di crescita di debito pubblico e PIL è molto elevato. Le due variabili crescono in maniera simultanea. Fino all'inizio degli anni Novanta il PIL in termini assoluti è sempre maggiore del debito pubblico.

Il 1992 è l'anno in cui il debito pubblico supera il PIL. Inizia da qui un periodo nel quale il debito pubblico è sempre superiore al prodotto interno ma con la tendenza a riavvicinarsi. Nel 2007 i due valori sono molto vicini. Ma dall'anno dopo inizia una fase in cui la distanza tra debito e PIL aumenta sempre di più, con il primo che cresce in modo più consistente del secondo.



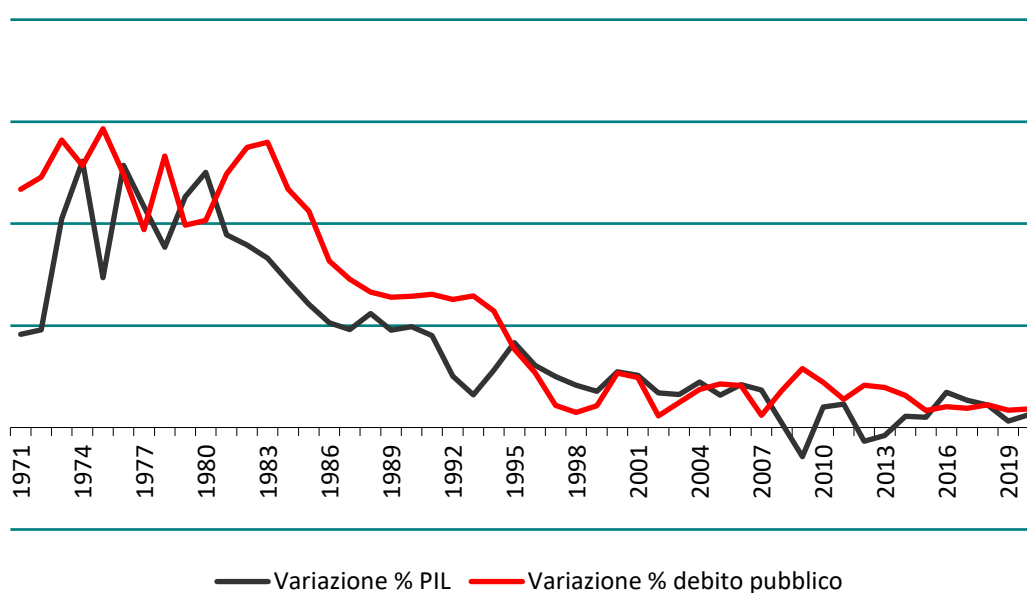
Grafico 12 - Andamento del PIL e del debito pubblico dell'Italia dal 1970 al 2020 (valore assoluto)



Fonte - ns. elaborazione su dati Istat

Per comprendere meglio questo andamento è utile guardare ad un altro indice: il tasso di variazione percentuale rispetto al valore dell'anno precedente. Questo indice ci dice di quanto è aumentata o diminuita da un anno all'altro (in percentuale) la variabile che si sta osservando.

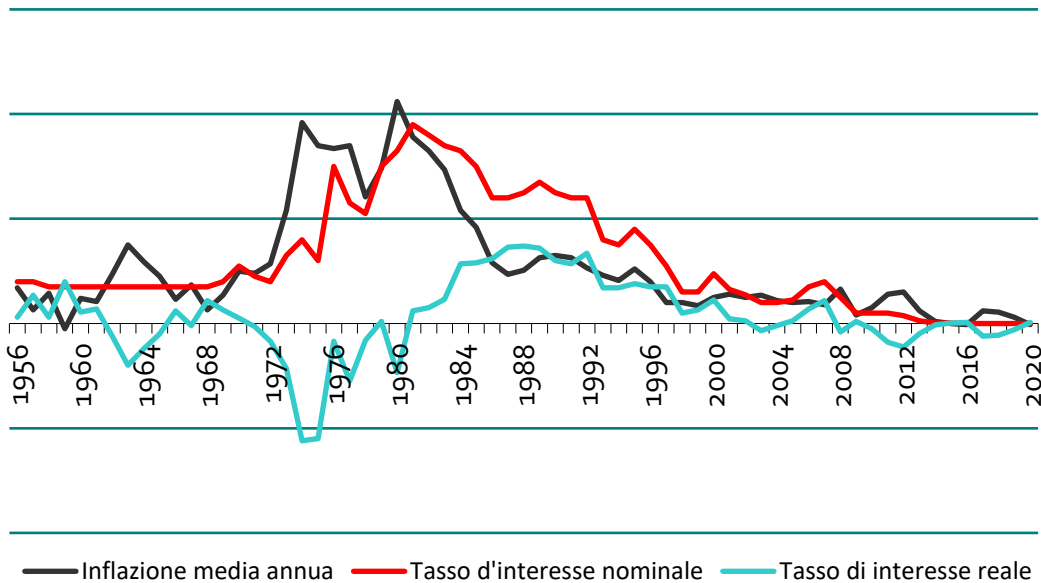
Grafico 13 - Variazione % del PIL e del debito pubblico rispetto al valore dell'anno precedente (anni 1970-2020)



Fonte: ns. elaborazione su dati Istat



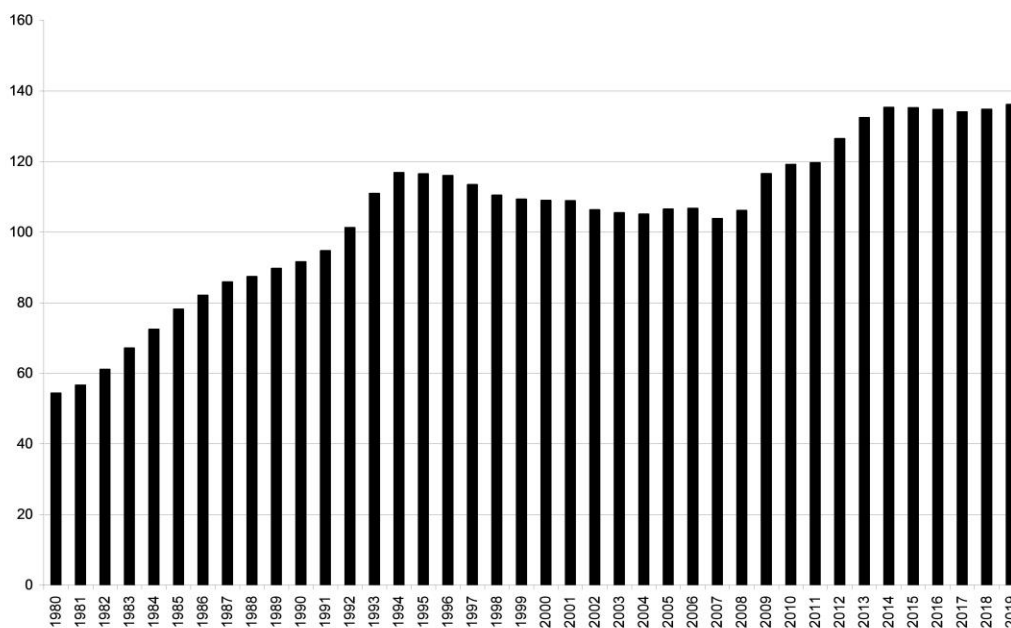
Grafico 14 - Confronto tra inflazione, tasso di interesse nominale e reale (anni 1956-2020)



Fonte: ns. elaborazione su dati Banca d'Italia.

La variazione percentuale del PIL e del debito pubblico rispetto al valore dell'anno precedente mostra che negli anni 1970-2020 dopo una prima fase in cui il tasso di variazione è alto, inizia un periodo con una tendenza alla diminuzione. Tutti gli anni Settanta e Ottanta sono caratterizzati da importanti variazioni positive – sia per il debito pubblico che per il PIL – rispetto all'anno precedente. Il periodo che va dal 1968 al 1983 fu influenzato da un'importante inflazione, da tassi di interesse reali negativi e da una crescita sostenuta. In questo periodo il rapporto debito/PIL aumenta in misura lieve.

Grafico 15 - Andamento del rapporto debito pubblico/PIL dell'Italia, focus 1980 - 2019



Fonte: ns. elaborazione su dati Eurostat

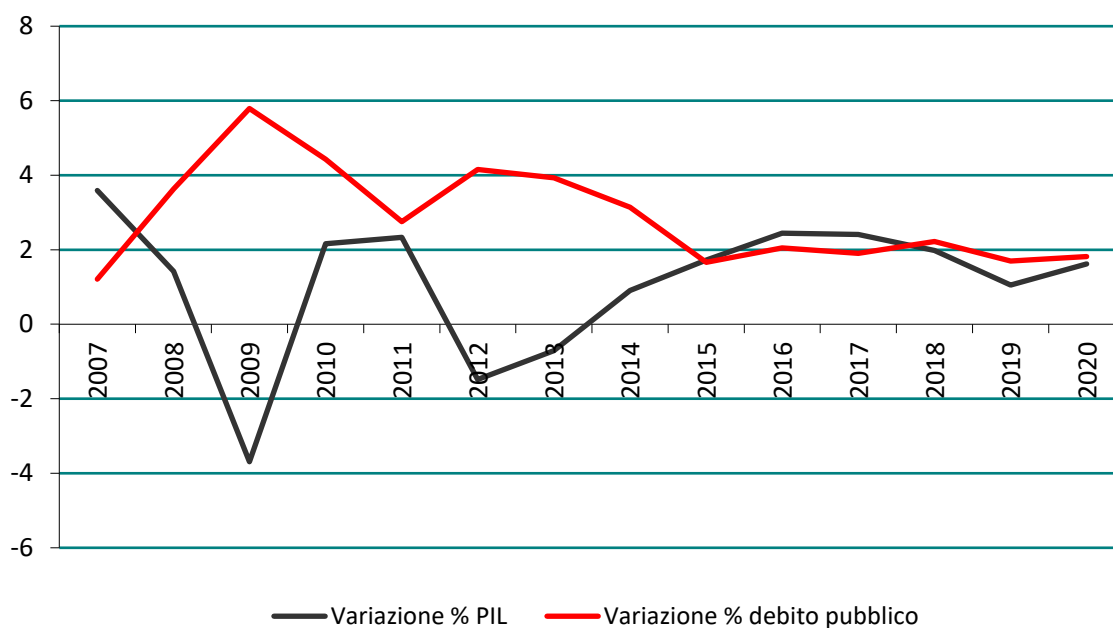


Negli anni che vanno dal 1983 al 1996 ci fu una forte accumulazione di debito pubblico. L'introduzione dell'euro (avvenuta il primo gennaio del 1999), che aveva imposto agli stati il perseguimento di politiche rigorose in ambito monetario e fiscale, permise – grazie alla stabilizzazione dei cambi e alla contrazione dei tassi di interesse – una diminuzione del debito. A partire dal 2008 il debito pubblico è cresciuto molto più del PIL e il rapporto tra i due è aumentato in maniera significativa sino a raggiungere il 135%. Solo a partire dal 2014 il PIL è tornato a crescere e il rapporto debito pubblico/PIL si è pressoché stabilizzato, ma sempre sui valori alti raggiunti.

3.2. L'ultimo decennio, ovvero Il debito pubblico dopo la crisi finanziaria del 2008

Con la crisi del debito negli Stati Uniti, provocata dalla crisi dei mutui sub-prime scoppiata nell'estate del 2007, inizia un periodo molto difficile per l'economia mondiale e, in particolare, per l'economia europea. Nel 2008, il tasso di crescita dell'economia mondiale rallenta vistosamente passando dal +5,2% al +3,1% e gli Stati Uniti entrano in recessione. Nel 2009, il Pil mondiale subisce un crollo dello 0,7%, mentre il Pil dell'economia americana fa registrare un pesante -2,7%. L'economia mondiale mostra chiari segni di una depressione economica. A fine 2009 scoppia la crisi del debito greco che in pochi mesi si allarga agli altri paesi periferici dell'Uem e cioè Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia. Nel 2009, il Pil dell'Italia crolla del 5,3% e il rapporto debito/PIL balza al 117% compiendo in un solo anno un salto di undici punti percentuali. Dal 2007, anno di minimo del rapporto debito/PIL degli ultimi anni, al 2015, anno di massimo nell'era pre-covid, il rapporto debito/PIL, in soli otto anni, sale di 32 punti percentuali.

Grafico 16 - Variazione % del PIL e del debito pubblico rispetto al valore dell'anno precedente (anni 2007-2020, valori nominali)



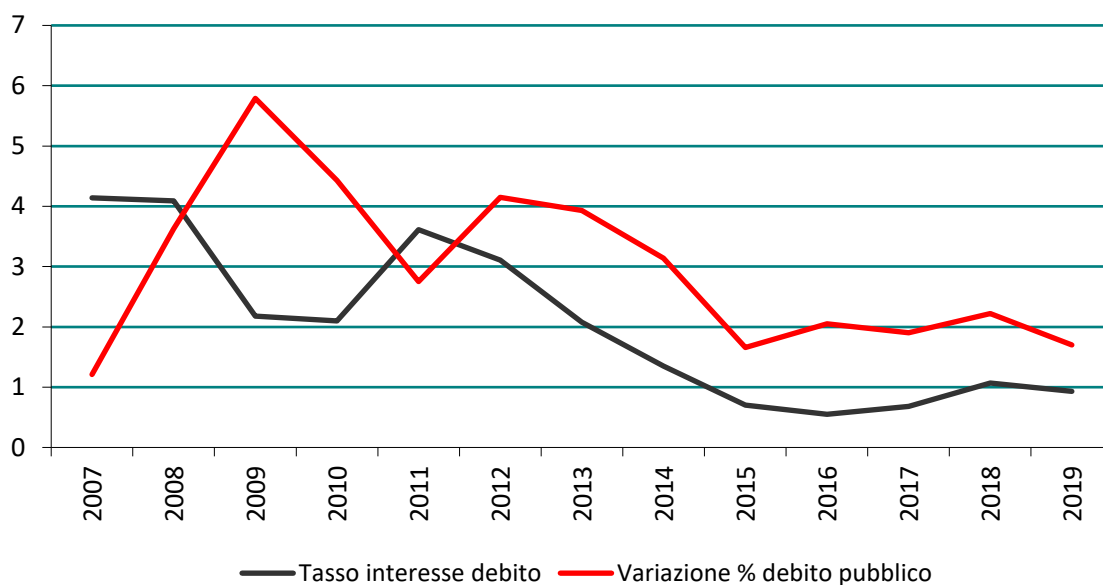
Fonte: ns. elaborazione su dati Istat



Il timore per il default della Grecia e gli strascichi della crisi finanziaria degli anni precedenti hanno determinato immediati effetti di contagio nei paesi dell'Eurozona (soprattutto Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia) e peggiorato la situazione delle finanze e del debito pubblico e le prospettive di crescita (Fumagalli, 2012). I premi per il rischio di insolvenza salirono e tutti i paesi furono costretti ad adottare misure di risanamento fiscale per rassicurare i mercati.

In Italia, tra il 2010 e il 2011, c'è un forte aumento del costo medio di emissione dei titoli di stato (misurato con il tasso medio di interesse). La conseguenza è che anche il debito pubblico si innalza.

Grafico 17 - Costi medi all'emissione dei titoli di stato (tasso medio ponderato di interesse, percentuale) (anni 2007-2019) confrontati con la variazione % annua del debito pubblico



Fonte: ns. elaborazione su dati Dipartimento del Tesoro

La difficoltà ad uscire dalla crisi e la mancata crescita degli anni seguenti il 2008 non hanno permesso l'inversione dell'andamento del debito, nonostante le diverse politiche di austerità messe in atto a partire dal 2011 (Salvo, 2016).

Proprio in quell'anno il rendimento dei Buoni del Tesoro (Btp) decennali raggiunge livelli vicini al 7 per cento. Il differenziale di rendimento rispetto al *Bund* tedesco (il cosiddetto *spread*) passa in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base. La conseguenza è l'innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico che penalizza in maniera costante e crescente l'Italia.

Per provare a far fronte a queste difficoltà l'Unione europea interviene tramite il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) costituito dai membri dell'area euro nel 2010 per aiutare gli stati membri in difficoltà tramite la concessione di prestiti, la ricapitalizzazione delle banche e l'acquisto di titoli di debito sovrano.



La Grecia si salva grazie al Fondo salva Stati che, però, impone la Troika ed enormi sacrifici al popolo greco, mentre l'Italia, con il governo Monti, è costretta a subire un duro shock fiscale per evitare di ricorrere allo stesso fondo e subire lo smacco della Troika.

A queste misure si sono aggiunte quelle della BCE (Banca Centrale Europea) volte a sostenere la liquidità degli intermediari e a evitare che le turbolenze dei mercati compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Tuttavia, le condizioni di mercato generate dalla crisi del debito sovrano hanno ostacolato la trasmissione all'economia reale delle azioni di stimolo adottate dalla BCE.

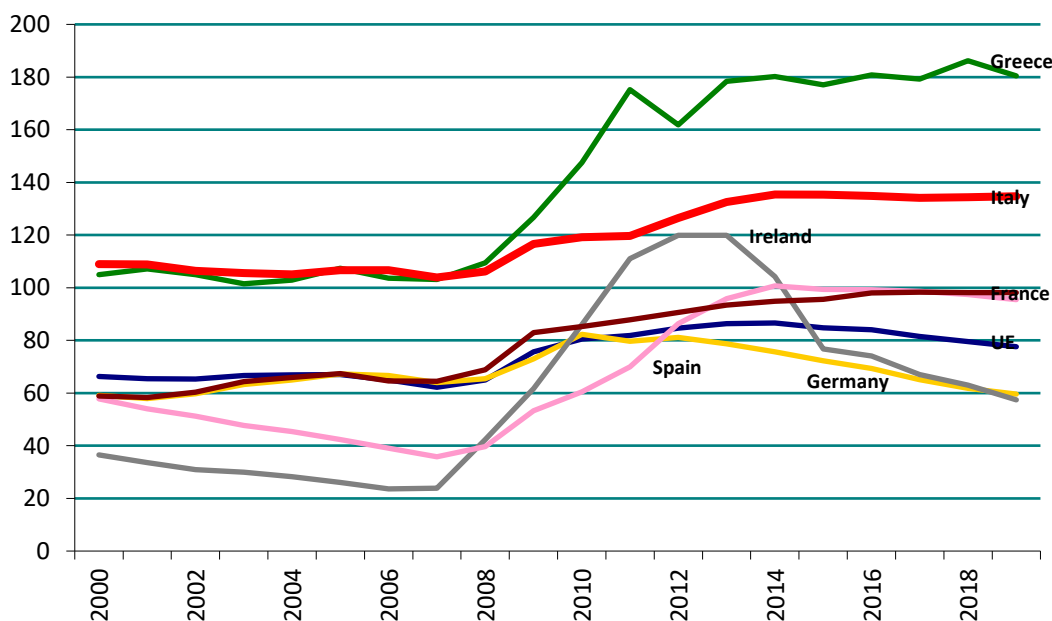
Nei primi mesi del 2015 la BCE ricorre al cosiddetto *Quantitative easing*, estendendo il programma di acquisto sul mercato secondario di titoli emessi dal settore privato anche ai titoli pubblici in euro. Con il *Quantitative easing* la BCE interviene sul sistema finanziario ed economico europeo immettendo nuova moneta sul mercato tramite l'acquisto di titoli. In questo modo si vuole determinare l'aumento del prezzo dei titoli e la riduzione del loro rendimento.

La conseguenza di questi interventi è stato il miglioramento del mercato finanziario e una debole crescita economica, dovuta alla riduzione del valore reale dei debiti delle famiglie verso gli istituti finanziari e alla conseguente maggior propensione alla spesa e ai consumi nel medio periodo.

3.3. Il debito pubblico italiano nel confronto internazionale⁹

Per inquadrare meglio la dimensione del debito pubblico italiano nel periodo pre-pandemico, e cioè fino al 2019, può essere utile un confronto internazionale.

Grafico 18 - Confronto tra il rapporto debito/PIL dell'Italia e quello di alcuni paesi europei



Fonte: ns. elaborazione su dati Eurostat

⁹ A cura di Roberto Celentano.



Se guardiamo all'ultimo ventennio (2000-2019) il rapporto debito pubblico/PIL medio dei Paesi dell'UE si tiene costantemente al di sotto del 100%. In realtà viaggia tra il 70% e l'80%. Solo nel periodo immediatamente successivo alla crisi finanziaria del 2008-2009 supera l'80%, ritornando sotto questo livello nel 2018.

Questo picco del debito/PIL per la crisi del 2008 è comune a tutti i Paesi. L'Italia è il secondo Paese europeo per debito/PIL. Solo la Grecia, che ha patito in maniera altamente impattante la crisi del 2008, registra dei valori superiori (negli ultimi anni vicini al 180%). L'Irlanda raggiunge un picco del 120% a causa della crisi per poi ridiscendere sino a quasi il 60%. Gli altri Paesi europei si tengono sotto il 100%.

La Francia negli ultimi anni ha visto il suo debito pubblico mantenersi sul 98% del PIL, come anche la Spagna. La Germania, invece, dopo aver raggiunto il picco dell'81% nel 2012 (nella fase della crisi del debito), negli anni successivi ha visto ridursi il rapporto debito/PIL sino al 61,9% del 2018.

Tabella 9 - Confronto tra il rapporto debito/PIL dell'Italia e quello di alcuni paesi europei

ANNO	UE 27	GERMANIA	IRLANDA	GRECIA	SPAGNA	FRANCIA	ITALIA
2000	66,3	59,1	36,5	104,9	57,8	58,9	109,0
2001	65,5	57,9	33,6	107,1	54,0	58,3	108,9
2002	65,3	59,7	30,9	104,9	51,2	60,3	106,4
2003	66,6	63,3	29,9	101,5	47,7	64,4	105,5
2004	66,9	65,0	28,2	102,9	45,4	65,9	105,1
2005	67,0	67,3	26,1	107,4	42,4	67,4	106,6
2006	64,9	66,7	23,6	103,6	39,1	64,6	106,7
2007	62,2	64,0	23,9	103,1	35,8	64,5	103,9
2008	64,9	65,5	42,4	109,4	39,7	68,8	106,2
2009	75,7	73,0	61,7	126,7	53,3	83,0	116,6
2010	80,5	82,3	86,0	147,5	60,5	85,3	119,2
2011	81,8	79,7	111,0	175,2	69,9	87,8	119,7
2012	84,7	81,1	119,9	161,9	86,3	90,6	126,5
2013	86,4	78,7	119,9	178,4	95,8	93,4	132,5
2014	86,6	75,6	104,2	180,2	100,7	94,9	135,4
2015	84,8	72,3	76,7	177,0	99,3	95,6	135,3
2016	84,0	69,3	74,1	180,8	99,2	98,0	134,8
2017	81,5	65,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1
2018	79,5	61,8	63,0	186,2	97,4	98,1	134,4
2019	77,6	59,6	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7

Fonte: ns. elaborazione su dati Eurostat

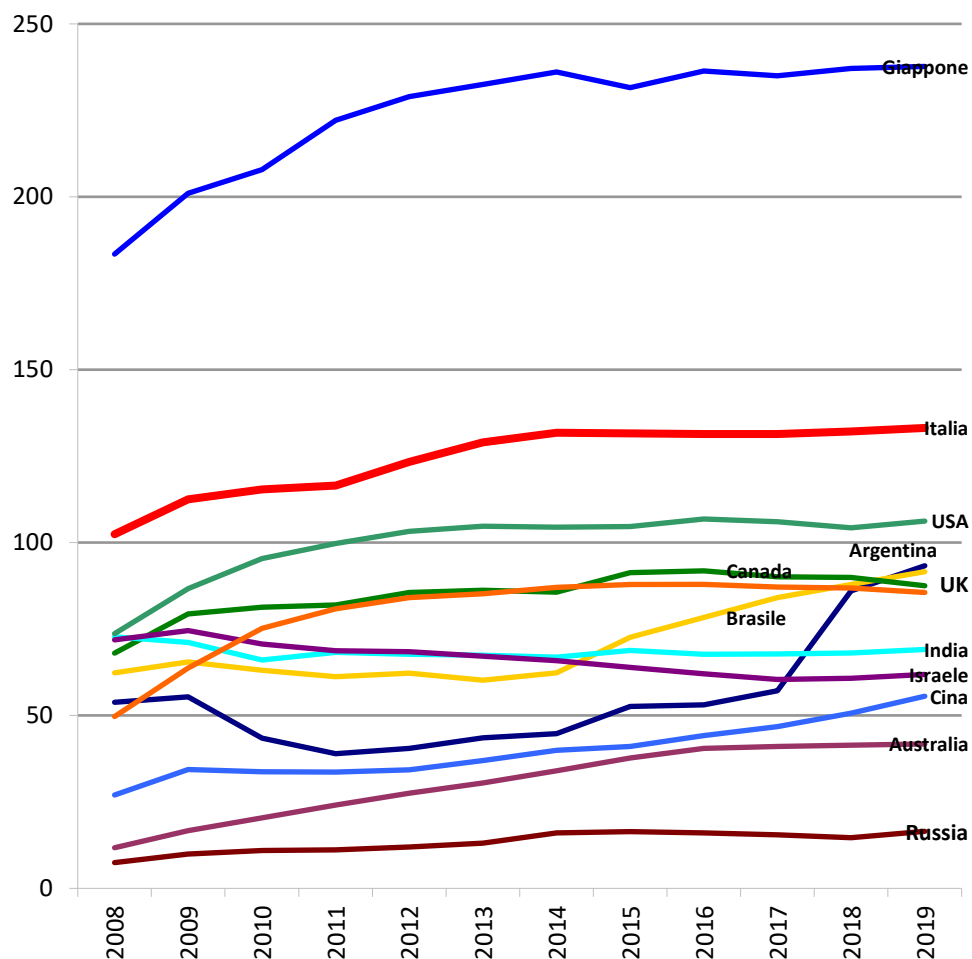
Se dall'Europa ci si sposta al resto del mondo il confronto pone l'Italia tra i paesi con il più alto debito pubblico in percentuale del PIL.

Secondo i dati del Fondo Monetario Internazionale l'Italia nel 2019 ha un rapporto tra debito pubblico e PIL del 133,15%. Peggio dell'Italia fa sicuramente il Giappone la cui quota di debito pubblico in percentuale del PIL raggiunge il 237,69%. Anche gli Stati Uniti superano quota 100% con un valore di 106,22%. Argentina e Brasile si tengono su valori poco superiori al 90%. Mentre su valori molto bassi



troviamo la Cina con un rapporto tra debito pubblico e PIL del 55,57%, l’Australia (41,76%) e la Russia che presenta un rapporto del 16,49%.

Grafico 19 - Confronto tra il rapporto debito/PIL dell’Italia e quello di alcuni paesi mondiali



Fonte: ns. elaborazione su dati FMI (estrapolati in aprile 2020)

Il debito pubblico così alto (in rapporto al PIL) in alcuni stati rappresenta una situazione sostenibile?

Fino a dieci anni fa la regola era che un indebitamento pubblico oltre il 90% del PIL avrebbe danneggiato l’economia. Negli ultimi anni, però, alcuni governi ed economisti si vanno ricredendo. Francia, Italia, Spagna e Regno Unito stanno aumentando i propri deficit di bilancio e spingendo i loro debiti pubblici nazionali su valori superiori al 100% del PIL. Il Giappone, prima della crisi per Covid-19, annunciava già stimoli di bilancio molto elevati per sostenere la crescita, nonostante il debito pubblico abbia superato il 200% del PIL. E anche gli Stati Uniti puntano a un disavanzo annuale di bilancio e a un debito pubblico elevati.

Se facciamo riferimento ai dati pubblicati dal Fondo Monetario Internazionale (FMI) nel *World Economic Outlook* dell’ottobre 2019, negli ultimi tre anni (2017, 2018 e 2019) il paese con il debito pubblico più alto in percentuale del PIL è il Giappone, con valori superiori al 230%.



Tabella 10 - I paesi al mondo con il rapporto debito/PIL più alto secondo il FMI (anni 2017, 2018, 2019)

ANNO 2017		ANNO 2018		ANNO 2019	
Giappone	234,99	Giappone	237,13	Giappone	237,69
Eritrea	196,16	Sudan	212,08	Sudan	207,00
Grecia	179,28	Grecia	184,85	Grecia	176,64
Sudan	159,18	Venezuela	182,45	Eritrea	165,11
Barbados	158,26	Eritrea	174,31	Libano	155,13
Libano	148,96	Libano	151,03	Italia	133,15
Italia	131,36	Italia	132,16	Capo Verde	123,47
Capo Verde	127,22	Barbados	125,71	Portogallo	117,55
Portogallo	123,91	Capo Verde	124,50	Barbados	115,41
Congo	117,51	Portogallo	120,13	Singapore	114,10
Singapore	109,50	Singapore	113,63	Mozambico	108,82
Bhutan	107,97	USA	104,26	Bhutan	108,64
USA	105,99	Cipro	102,53	USA	106,22
Belgio	103,40	Bhutan	102,38	Bahrain	101,71
Egitto	103,16	Belgio	102,03	Belgio	101,01
Giamaica	101,12	Mozambico	99,84	Francia	99,31
Mozambico	100,53	Francia	98,39	Spagna	96,41
Francia	98,42	Spagna	97,09	Cipro	96,07

Fonte: ns. elaborazione su dati FMI, World Economic Outlook ottobre 2019

Al secondo posto nel 2017 troviamo l'Eritrea con un rapporto debito pubblico/PIL del 196%, mentre nel 2018 e nel 2019 il Sudan con un rapporto debito pubblico/PIL rispettivamente del 212% e del 207%.

La Grecia con il 180% circa è terza in tutti gli anni.

L'Italia, invece, nel 2017 e nel 2018 si posiziona al settimo posto con il debito pubblico superiore al 130% del PIL. Nel 2019 l'Italia scala una posizione e arriva al sesto posto con un rapporto pari al 133%.

Anche l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) ha stilato una sua classifica dei paesi con il più alto debito pubblico in rapporto al PIL. Lo ha fatto considerando, tra l'altro il debito pubblico pro-capite. L'Italia si posiziona come terza al mondo con un debito pubblico pro-capite (a parità di potere d'acquisto) di 62.667 dollari. Primo paese, in questa particolare classifica è il Giappone (oltre 90mila dollari), e secondo gli USA (65mila circa), mentre la media OCSE è di 53.600 dollari.

Nel 2007 il debito pubblico pro-capite dell'Italia era di 37.411 dollari. Da allora l'aumento è stato del 2,4% all'anno (OECD, 2019).



Tabella 11 - Debito pubblico pro-capite 2007, 2017, 2018 (in dollari)

	2007	2017	2018
Giappone	53.934	93.251	
USA	30.926	63.419	67.034
Italia	37.411	62.667	62.278
Belgio	34.711	60.584	61.062
Irlanda	12.835	59.387	
Francia	25.893	54.340	56.045
Grecia	33.037	53.940	
OECD	27.608	53.641	
Austria	27.168	52.340	51.483
Gran Bretagna	17.586	52.230	52.231
Portogallo	20.076	47.300	47.915
Spagna	13.625	44.800	46.285
Canada	27.935	44.129	44.919
Germania	24.108	38.060	37.130
Paesi Bassi	21.660	38.006	36.658
Islanda	12.310	35.091	
Finlandia	14.740	33.939	33.537
Lussemburgo	13.953	33.024	32.165
Slovenia	8.296	32.118	31.928
Svizzera	22.578	28.422	
Israele	21.865	27.616	
Ungheria	13.594	27.094	27.204
Norvegia	31.042	26.597	29.062
Danimarca	13.484	26.506	26.603
Svezia	18.848	25.584	25.542
Australia	5.193	21.809	
Polonia	8.573	20.153	21.144

Fonte: elaborazione OECD

3.4. La dinamica del debito pubblico e gli oneri di gestione

Per comprendere come si è arrivati ad un livello così elevato del debito pubblico in Italia è necessario, a questo punto, analizzare più nello specifico le dinamiche sottostanti la formazione del debito e la sua crescita.

La dinamica del debito pubblico dipende da più fattori, alcuni agiscono sul **flusso** in fase di creazione di nuovo debito, altri agiscono direttamente sullo **stock** di debito esistente. La dinamica del debito dipende, prevalentemente, dalla componente di flusso rappresentata dalle nuove emissioni di titoli necessarie a finanziare il fabbisogno di cassa del settore pubblico¹⁰. Ad esempio, tra le componenti di flusso consideriamo un disavanzo pubblico dovuto ad un eccesso di spesa pubblica che si traduce in un

¹⁰ Ci riferiamo ai titoli di Stato che rappresentano la parte preponderante dello stock di debito pubblico. Ogni anno, vengono emessi nuovi titoli di Stato in parte per rifinanziare i titoli in scadenza o scaduti e in parte per finanziare il fabbisogno di cassa dovuto al deficit pubblico. Ci riferiamo, quindi, alle nuove emissioni programmate per finanziare il deficit annuale.

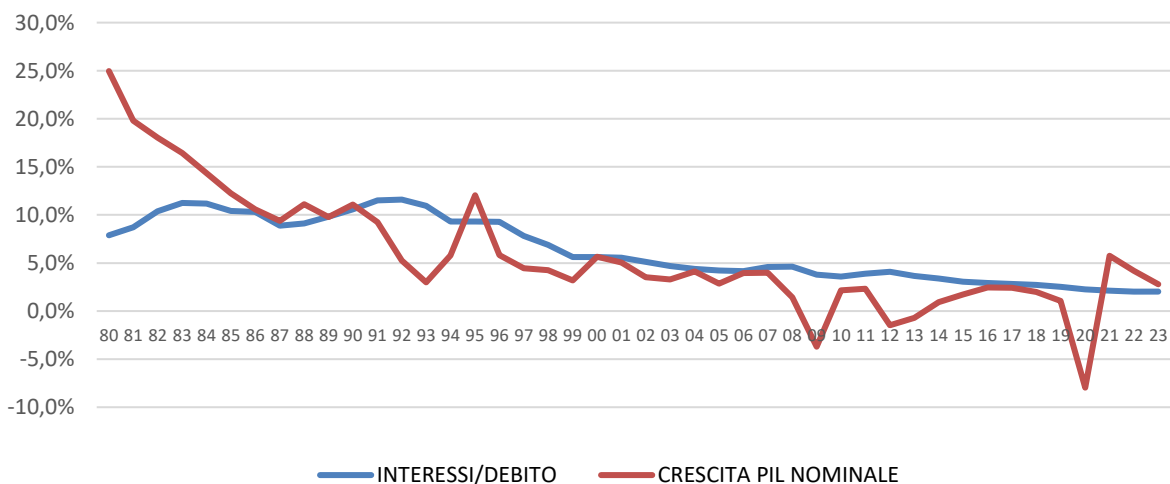


fabbisogno di cassa del settore pubblico. O ancora, gli interessi sul debito non coperti da un eventuale avanzo primario. Se consideriamo il rapporto debito/PIL, tra le componenti di flusso includiamo anche il Pil nominale che, a sua volta, è scomponibile in livello dei prezzi (inflazione) e crescita reale. Tra le componenti di stock, consideriamo tutte quelle operazioni che consentono di riacquistare titoli di Stato in circolazione oppure di ritirare titoli scaduti senza doverli rifinanziare. Ad esempio, un eventuale riacquisto titoli reso possibile da incassi imputabili a privatizzazioni oppure alla vendita di beni pubblici. In pratica, le principali determinanti della crescita (o della decrescita) del debito pubblico sono rappresentate dal saldo primario, dalla spesa per interessi e dalla c.d. componente residuale. Quest'ultima ricomprende tutte le partite finanziarie, contabili e statistiche che non impattano sul deficit ma che si traducono in un incremento (o decremento) del debito pubblico.

Nell'ambito della componente di flusso assume particolare rilevanza il c.d. "snowball effect" legato essenzialmente alla spesa per interessi. Si tratta del meccanismo di autoalimentazione del debito generato dalla differenza tra il costo medio del debito e la crescita nominale del PIL. Per molti anni, il tasso di crescita del PIL nominale in Italia è stato inferiore al costo medio del debito pubblico rappresentato dalla spesa per interessi in rapporto al debito totale. Ciò vuol dire, molto semplicemente, che il numeratore del rapporto, in assenza di interventi sullo stock, cresce più rapidamente del denominatore provocando un incremento del rapporto debito/PIL¹¹.

Dal grafico seguente si vede come il costo medio del debito, rappresentato dal rapporto tra la spesa per interessi e il debito totale, dagli anni '90 sia praticamente (quasi) sempre superiore al tasso di crescita del PIL nominale. In particolare, l'effetto è stato molto accentuato all'inizio degli anni '90 e si è ripetuto in maniera significativa nella seconda metà del decennio e ancora durante gli anni della grande recessione soprattutto a causa della bassa crescita del PIL.

Grafico 20 - Costo medio del debito e crescita del PIL nominale. Anni 1980-2023



Fonte: Elaborazione FNC su dati Istat e Banca d'Italia

¹¹ Al contrario, può accadere che il tasso di crescita del Pil nominale sia più alto del tasso di interesse nominale così da determinare una crescita del debito inferiore a quella del Pil. In questo caso, un contributo ulteriore può derivare dal fenomeno c.d. del "fiscal-drag" che sfrutta un sistema fiscale basato su aliquote progressive per determinare un avanzo primario del bilancio pubblico.



Le due crisi economiche del 2008 e 2012-13 hanno fatto crescere la differenza tra il tasso di crescita del debito e quello del PIL, ma in modo meno intenso e duraturo che in passato grazie al fatto che gli interessi reali (depurati dall'effetto inflazione) non sono variati molto (l'inflazione si è mantenuta bassa e stabile e le finanze pubbliche si sono dimostrate più solide che nei decenni precedenti).

La riduzione del tasso di interesse sul debito degli ultimi anni fa supporre che in un prossimo futuro il rapporto debito/PIL tenda a ridursi anche con un livello di incremento del PIL e di avanzo primario non troppo elevato. Però, per avere risultati accettabili in termini di riduzione del debito/PIL la crescita del PIL dovrebbe essere superiore ai valori vicini allo zero fatti registrare negli scorsi anni a meno di non spingere sempre molto sull'avanzo primario (che comporta l'incremento delle entrate fiscali o la riduzione della spesa pubblica).

Dal momento che una parte significativa della dinamica del debito è spiegata dalla spesa per interessi e cioè dal servizio del debito, la gestione del debito pubblico, affidata al dipartimento del Tesoro e, in particolare, alla direzione generale debito pubblico, assume un ruolo molto importante. Uno degli obiettivi fondamentali, nella gestione del debito pubblico, infatti, è la riduzione del costo per il servizio del debito. Tale obiettivo si scontra, però, con l'esigenza, particolarmente avvertita in Italia a causa dell'elevato debito, di contenere il più possibile i rischi di mercato connessi ad una eventuale insolvibilità. Pertanto, al gestore del debito pubblico viene richiesto di perseguire entrambi gli obiettivi. Accanto a ciò, il Tesoro, coopera con la Banca d'Italia e la Ragioneria generale dello Stato nel controllo e nel monitoraggio costante del Conto di tesoreria al fine di ridurre il più possibile la volatilità connessa al fatto che sullo stesso conto operano una molteplicità di soggetti che movimentano fondi e che sottostanno a particolari flussi ciclici collegati al ciclo degli incassi (vedi ad esempio la ciclicità delle entrate fiscali) e dei pagamenti (vedi ad esempio la ciclicità dei pagamenti delle pensioni). Dal momento che anche il conto di Tesoreria contribuisce ad alimentare il costo per il servizio del debito è di fondamentale importanza che tale attività venga eseguita secondo le più avanzate tecniche di gestione.

Secondo le Linee guida sul debito pubblico per il 2021, nel 2020 il costo medio all'emissione dei titoli di Stato si è ridotto a 0,59%, mentre il costo medio del debito è sceso a 2,4%. Al 31 dicembre 2020 la vita media del debito, relativamente allo stock di titoli di Stato, è stata pari a 6,95 anni, in crescita rispetto al precedente 6,87.

3.5. Il debito pubblico italiano e l'Unione economica e monetaria

Prima di dedicarci, nel prossimo paragrafo, ad un approfondimento dell'impatto del Covid-19 sul debito pubblico italiano, in conclusione di questo paragrafo, passeremo in rassegna molto rapidamente le tappe salienti del processo di unificazione economica e monetaria che ha condotto all'adozione dell'euro da parte dell'Italia e degli altri paesi europei e ci soffermeremo sui vincoli europei che tale processo ha definito ed imposto ai paesi aderenti.

Con la pubblicazione del Rapporto Delors nel 1988 inizia in Europa il processo di unificazione monetaria che porterà all'adozione dell'euro a partire dal 1° gennaio 1999. Una delle tappe principali, come è noto, è la firma del Trattato di Maastricht avvenuta il 7 febbraio 1992 nel quale sono fissati, tra gli altri,



i parametri macroeconomici fondamentali che i paesi Ue avrebbero dovuto rispettare per entrare a far parte dell'euro.

Nel 1997 viene sottoscritto dai paesi membri dell'Unione europea il *Patto di Stabilità e Crescita* (PSC) che riguarda il controllo delle rispettive politiche di bilancio pubbliche per mantenere fermi i requisiti di adesione all'Unione economica e monetaria dell'Unione europea (Eurozona) e rafforzare il percorso d'integrazione monetaria intrapreso nel 1992 con la sottoscrizione del trattato di Maastricht. Il Patto si attua rafforzando le politiche di vigilanza sui deficit ed i debiti pubblici, ed individuando una procedura di infrazione per il mancato rispetto dei parametri stabiliti. In particolare, i criteri da rispettare sono due:

- deficit pubblico non superiore al 3% del PIL (rapporto deficit/PIL < 3%);
- debito pubblico al di sotto del 60% del PIL (o, comunque, un debito pubblico tendente al rientro) (rapporto debito/PIL < 60%).

Il 3 maggio 1998, a pochi mesi dall'avvio della terza ed ultima fase del processo di integrazione monetaria disegnato nel Rapporto Delors, solo 11 Stati membri superarono la verifica dei parametri di Maastricht, tra cui l'Italia che nel frattempo aveva fatto enormi sforzi per rientrare in quei parametri. Nel 2001, con l'entrata della Grecia, i paesi UEM (Unione Economica e Monetaria) diventarono 12. Oggi, l'Unione economica e monetaria è costituita da 19 Stati membri dell'Ue.

La Grande Recessione (2008-2013) ha spinto l'Unione europea a modificare profondamente le regole sottostanti il Patto di Stabilità e Crescita. La novità più rilevante è rappresentata dal c.d. "Fiscal compact" adottato nell'ambito di un pacchetto di otto nuovi regolamenti comunitari e firmato in occasione del Consiglio europeo dell'1-2 marzo 2012 da tutti gli Stati membri dell'UE ad eccezione di Regno Unito e Repubblica Ceca.

I mesi che hanno preceduto la firma del trattato sono stati tra i più complicati nella storia dell'euro e dell'Unione europea. Le economie di molti paesi sono state messe in grande difficoltà dalla crisi finanziaria del 2008 e da quella successiva del debito sovrano (vedi il paragrafo "Focus ultimo decennio").

Il *Fiscal Compact* nasce proprio per provare ad arginare il rischio di futuri contagi, stabilendo norme e vincoli validi per tutti i paesi firmatari e intervenendo sulla politica fiscale di ognuno di essi. In questo modo ogni paese accetta di cedere una parte della propria sovranità economica all'Unione europea. L'accordo prevede per i paesi contraenti l'inserimento nell'ordinamento nazionale (con norme di rango costituzionale o comunque nella legislazione nazionale ordinaria), di diverse clausole tra le quali:

- l'obbligo del perseguimento del pareggio di bilancio;
- l'obbligo di non superamento della soglia di deficit strutturale superiore allo 0,5% del PIL (e superiore all'1% per i paesi con debito pubblico inferiore al 60% del PIL);
- la significativa riduzione del rapporto fra debito pubblico e PIL, pari ogni anno a un ventesimo della parte eccedente il 60% del PIL;
- l'impegno a coordinare i piani di emissione del debito col Consiglio dell'Unione e con la Commissione europea.



L'Italia ha dato applicazione al Fiscal compact con la Legge n. 114 del 23 luglio 2012 con la quale è stato ratificato il Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell'Unione economica e monetaria. Successivamente, l'Italia ha introdotto nel nostro ordinamento il principio dell'equilibrio di bilancio, come previsto dal Fiscal compact, ai sensi del nuovo sesto comma dell'articolo 81 della Costituzione, introdotto dalla Legge costituzionale 20 aprile 2012 n. 1. Detto principio è stato sancito dalla legge c.d. "rinforzata" n. 243 del 24 dicembre 2012.

In base a tale principio, le Amministrazioni pubbliche hanno l'obbligo di concorrere ad assicurare l'equilibrio dei bilanci e la sostenibilità del debito pubblico. L'equilibrio dei bilanci è misurato sulla base dell'obiettivo di medio termine (OMT), ossia al valore del saldo strutturale individuato sulla base dei criteri stabiliti dall'ordinamento dell'Unione europea. Detto obiettivo è fissato dal Programma di Stabilità. Dunque, il bilancio pubblico deve essere in pareggio in termini strutturali e cioè corretto per tenere conto degli effetti del ciclo economico al netto delle misure una tantum.

Le Amministrazioni pubbliche hanno altresì l'obbligo di concorrere ad assicurare la sostenibilità del debito pubblico. A tal fine, il fiscal compact e le norme interne che lo recepiscono prevedono la c.d. "regola del debito", elemento centrale del nuovo Patto di Stabilità e Crescita al fianco dell'OMT relativo all'equilibrio di bilancio e, quindi, al saldo strutturale. La regola del debito prevede l'obbligo di riduzione della quota del debito pubblico eccedente il 60 per cento del prodotto interno lordo ad un ritmo annuale medio nel triennio pari ad almeno un ventesimo della medesima eccedenza, tenendo conto, ovviamente, della congiuntura e di alcuni fattori rilevanti oggetto di continuo monitoraggio.

Accanto alla regola del debito viene poi introdotta la c.d. "regola della spesa" con l'obiettivo di tenere sotto controllo il tasso annuo programmato di crescita della spesa che ha la funzione essenziale di agevolare il processo di convergenza verso l'obiettivo di medio termine.

La stessa legge prevede il ricorso all'indebitamento al verificarsi di eventi eccezionali, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti. Si tratta della c.d. "Relazione al Parlamento" con la quale il governo presenta la propria richiesta di scostamento dagli obiettivi fissati nei documenti di programmazione economica e presenta un apposito piano di rientro.

L'esplosione dell'epidemia da Covid a livello mondiale ha spinto le istituzioni europee alla sospensione di queste regole. In particolare, come vedremo meglio nel prossimo paragrafo, la Commissione europea ha attivato (marzo 2020) la clausola di salvaguardia generale del *Patto di Stabilità e Crescita* che permette di deviare in maniera temporanea dal percorso di aggiustamento fiscale verso l'obiettivo di bilancio a medio termine. Inoltre, con il *Temporary framework*, ha reso più flessibili le norme in tema di aiuti di Stato.

4. Il 2020: l'impatto del Covid-19 sul debito pubblico italiano

4.1. L'emergenza Coronavirus e la crisi dei mercati finanziari

Per far fronte al Covid-19, la Repubblica Italiana, seguita poi dagli altri paesi, ha dovuto fare ampio ricorso all'indebitamento netto e quindi al deficit di bilancio per finanziare l'imponente incremento di spesa pubblica necessario per sostenere i lavoratori e le imprese soggetti alle restrizioni e quindi al



blocco della produzione, interrompendo, di fatto, il piano di rientro già impostato nel corso del 2019. Come è noto l'emergenza è scattata a fine gennaio con la dichiarazione dello "stato di emergenza" per il rischio di epidemia sanitaria da Covid-19 dopo che l'OMS il giorno prima aveva dichiarato l'epidemia scoppiata in Cina "un'emergenza di sanità pubblica di rilevanza internazionale", anche se l'allarme vero e proprio è scattato in Italia a fine febbraio con i primi focolai identificati tra Lombardia e Veneto. Il primo provvedimento recante misure emergenziali quali le chiusure di attività produttive è il decreto legge n. 6 del 23 febbraio 2020, mentre la prima "zona rossa" viene decretata con il Dpcm del 1° marzo 2020. I primi sussidi e i primi interventi a favore delle attività chiuse e/o bloccate sono stati stanziati con il decreto legge n. 9 del 2 marzo 2020. Con il Dpcm dell'8 marzo 2020 sono state adottate le prime misure di contenimento del contagio in una vasta area del paese e con il Dpcm del 9 marzo 2020 è stato, invece, decretato il primo "lockdown" nazionale.

Nel frattempo, il governo, considerata la necessità di dover adottare speciali misure restrittive per contenere il contagio e accertata la straordinarietà dell'evento epidemico in atto il 5 marzo 2020 ha presentato al Parlamento una prima richiesta di scostamento dall'obiettivo programmato di indebitamento netto strutturale di 6,35 miliardi di euro salita a 20 miliardi con successiva integrazione dell'11 marzo 2020. Lo scostamento complessivamente richiesto è stato pari all'1% del Pil e corrisponde ad uno stanziamento di risorse complessivo pari a 25 miliardi di euro che ha determinato una nuova soglia del saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato, rispetto a quanto stabilito nella NadeF 2019, pari a 104,5 miliardi di euro in termini di competenza e 154 miliardi di euro in termini di cassa.

Le risorse richieste sono state utilizzate in parte per finanziare interventi urgenti in ambito sanitario, di protezione civile e di sicurezza nazionale e in parte per far fronte al rallentamento e/o alla sospensione delle attività produttive. In questo caso, il governo ha agito a sostegno dei redditi, per la salvaguardia dell'occupazione e per il potenziamento degli ammortizzatori sociali. È, inoltre, intervenuto a sostegno delle aziende interessate da una riduzione particolarmente intensa del livello di attività e di fatturato, tali da avere un impatto significativo sulla liquidità, anche attraverso la concessione di garanzie finanziarie per favorire il ricorso a nuovo indebitamento.

Per evitare una crisi di liquidità delle imprese anche temporanea che avrebbe potuto incidere in maniera significativa sulla continuità aziendale, le prime misure emergenziali del governo hanno contemplato anche la sospensione e il rinvio di alcuni versamenti fiscali e contributivi oltre che una moratoria sui debiti delle imprese nei confronti del sistema bancario.

Con la prima richiesta di scostamento di 20 miliardi di euro e lo stanziamento di nuove risorse pari a 25 miliardi di euro è stato possibile adottare il decreto legge n. 18 del 17 marzo 2020 c.d. "Cura Italia" e il decreto legge n. 23 dell'8 aprile 2020 c.d. "Liquidità".

Ricordiamo, come promemoria, che il 13 febbraio 2020 lo spread è a 126,6 punti base e che i mercati azionari godono di "piena salute" raggiungendo i loro livelli massimi degli ultimi anni. Dopo il 13 febbraio, lo spread comincia a salire e raggiunge un primo picco il 2 marzo a 184,8 punti base. Il 9 marzo, in corrispondenza del primo pesante crollo dei mercati azionari, lo spread raggiunge un secondo picco a 225,1 punti base, mentre il FTSE MIB registra una perdita dell'11%. Pochi giorni dopo, il 12 marzo, il giorno dopo la dichiarazione della pandemia da parte dell'OMS, mentre il governatore



della BCE Christine Lagarde dichiara “Non siamo qui per ridurre gli spread, non è compito nostro”, i mercati azionari subiscono il crollo più pesante. Quel giorno, il FTSE MIB perde il 17%. Il terzo significativo crollo dei mercati azionari avviene il 16 marzo. Il FTSE MIB perde il 6%. Il 18 marzo lo spread raggiunge un altro picco, il più alto della crisi Covid-19, a 295 punti base. È lo stesso giorno nel quale la Banca Centrale Europea, dopo le improvvise dichiarazioni di Lagarde del 12 marzo, annuncia il programma PEPP impegnandosi a interventi pari a 750 miliardi di euro.

4.2. La risposta dell'Europa: “European Coordinated Response on Coronavirus”

La svolta, in realtà, avviene il 13 marzo, dopo il “Black Thursday” le autorità europee dichiarano il pieno sostegno all'Italia. La presidente della Commissione Ue, Ursula von der Leyen, parla di “Massima flessibilità” e assicura all'Italia tutto il sostegno possibile. La stessa Christine Lagarde che il giorno prima aveva fatto tremare i mercati, dichiara che la BCE è “pronta ad agire contro spread elevati”. Nello stesso giorno, la Commissione presenta la comunicazione “European Coordinated Response on Coronavirus” e i commissari rispondono a Gualtieri approvando la richiesta di scostamento. Eppure, è solo nel momento in cui la BCE approva il programma PEPP che lo spread inizia a scendere.

Sono questi, probabilmente, i giorni nei quali la storia dell'Europa cambia per sempre. Ricordiamo ancora che il 19 marzo la Commissione europea adotterà il “Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak” per consentire agli Stati membri di avvalersi pienamente della flessibilità prevista dalle norme sugli aiuti di Stato al fine di sostenere l'economia nel contesto della pandemia di Covid-19 e che il giorno dopo, il 20 marzo, sempre la Commissione europea propone l'attivazione della Clausola di salvaguardia generale del Patto di Stabilità e Crescita. In ambito europeo, il 20 marzo scorso la Commissione Europea ha disposto l'applicazione della c.d. General Escape Clause per l'anno in corso; ciò per assicurare agli Stati membri il necessario spazio di manovra fiscale nell'ambito del proprio bilancio per il sostenimento delle spese sanitarie necessarie ad affrontare l'emergenza epidemiologica e per contrastare gli effetti recessivi sulle economie europee della diffusione del Covid-19. L'applicazione della clausola consente agli Stati membri di deviare temporaneamente dal percorso di aggiustamento verso l'obiettivo di medio termine, a condizione che non venga compromessa la sostenibilità fiscale nel medio periodo.

A differenza delle precedenti crisi economico-finanziarie e, soprattutto, a differenza della grande recessione seguita alla crisi dei mutui subprime del 2008, le autorità di politica economica si sono mosse abbastanza rapidamente. È apparso subito chiaro, infatti, che la crisi sanitaria scoppiata in Italia avrebbe avuto pesanti ripercussioni sull'economia e un impatto potenzialmente devastante sullo spread minacciando seriamente la sostenibilità della finanza pubblica nazionale con evidenti gravi ripercussioni sulla stessa stabilità e quindi sopravvivenza dell'euro. In prima battuta, la Commissione e il Consiglio europei hanno concesso al governo italiano ampia flessibilità fiscale, mentre la Banca centrale europea forniva la più ampia assistenza monetaria per bloccare lo spread dichiarandosi pronta ad acquistare massicce dosi di titoli del debito pubblico in circolazione.

In realtà, però, queste azioni di politica economica e monetaria sono state, sin dall'inizio, definite come temporanee. Il quadro regolamentare europeo prevede la possibilità di deviare dal sentiero di aggiustamento dei conti pubblici definito nell'ambito delle regole di finanza pubblica, ma tale



deviazione è, in ogni caso, temporanea. Alla prima occasione, gli Stati Membri a cui è stata concessa la possibilità di deviare, dovranno rientrare pedissequamente sul sentiero abbandonato. Nel caso dell'Italia, questo significa che gli interventi emergenziali, tenuto conto della caduta del Pil, hanno determinato un incremento del rapporto debito/PIL di oltre 20 punti percentuali, vale a dire un'entità straordinariamente elevata il cui recupero spaventerebbe qualsiasi governo. È apparso, dunque, subito chiaro che l'Europa sarebbe dovuta intervenire con una sorta di "Piano Marshall", cioè con un massiccio intervento finanziario capace di aiutare la ripresa dell'economia italiana in modo da riequilibrare il rapporto debito/PIL e favorire un ripristino delle condizioni macroeconomiche necessarie a permettere la sopravvivenza stessa dell'euro. La proposta di istituire il *Recovery Fund* e di lanciare quindi il *Recovery Plan* è del 23 aprile 2020, mentre la decisione politica, soprattutto lo stanziamento di risorse pari a 750 miliardi di euro, è del 21 luglio 2020. Il fondo è stato ufficialmente approvato l'11 dicembre 2020.

4.3. Dal DEF di aprile alla NADEF 2020: nuove richieste di scostamento

Intanto, grazie all'applicazione della clausola generale di salvaguardia, il governo italiano ha proceduto ad ulteriori richieste di scostamento per far fronte ai crescenti impegni finanziari imposti dal prolungarsi della crisi pandemica. Il 24 aprile, nell'approvare il DEF 2020, il governo ha presentato una seconda richiesta di scostamento per l'anno in corso pari a 55 miliardi di euro. Gli interventi prospettati si muovono sulla falsariga di quanto già adottato nei primi due decreti emergenziali e vertono sul prolungamento e sull'ampliamento delle misure introdotte. In particolare, insieme a specifici provvedimenti volti a tutelare la sicurezza sui luoghi di lavoro, si cerca di rafforzare le misure protettive verso le imprese e i lavoratori con un utilizzo maggiore della leva fiscale e delle garanzie per il credito oltre che specifici interventi a favore della capitalizzazione delle imprese e del recupero di competitività. Con questa seconda richiesta, il fabbisogno e l'indebitamento netto aumentano di 65 miliardi di euro, mentre il saldo netto da finanziare raggiunge i 155 miliardi di euro. Il rapporto deficit/Pil si attesta a 10,4% (5,7% nel 2021) e il rapporto debito/PIL a 155,7% (152,7% nel 2021)¹².

¹² Riportiamo qui un passaggio della Relazione al Parlamento: L'elevato rapporto debito/PIL, seppur in discesa nel 2021 rispetto al picco che si registra quest'anno impone di delineare un sentiero di rientro per gli anni successivi. È evidente che dopo uno *shock* quale quello subito sinora, l'economia avrà bisogno di un congruo periodo di sostegno e rilancio durante il quale misure restrittive di politica fiscale sarebbero controproducenti. Al momento vi è anche un'elevata incertezza sul profilo temporale della pandemia e della successiva fase di ripresa economica ed è pertanto prematuro definire i dettagli della strategia di medio e lungo termine per ridurre il debito pubblico. Tuttavia, i principi generali che guideranno il *modus operandi* del Governo sono chiari. In primo luogo, il debito pubblico dell'Italia è sostenibile e il rapporto debito/PIL verrà ricondotto verso la media dell'area euro nel prossimo decennio attraverso una strategia di rientro che, oltre al conseguimento di un adeguato surplus di bilancio primario, si baserà sul rilancio degli investimenti, pubblici e privati, grazie anche alla semplificazione delle procedure amministrative. Tanto maggiore sarà la credibilità delle politiche di sostegno alla crescita e di riforme messe in atto, tanto minore sarà il livello dei rendimenti sui titoli di Stato. La strategia di rientro dovrà essere pienamente compatibile con gli obiettivi di innovazione e sostenibilità ambientale e sociale che l'Europa e l'Italia si sono dati. Il contrasto all'evasione fiscale e le imposte ambientali, unitamente a una riforma del sistema fiscale improntata alla semplificazione e all'equità e ad una revisione e riqualificazione della spesa pubblica, saranno i pilastri della strategia di miglioramento dei saldi di bilancio e di riduzione del rapporto debito/PIL nel prossimo decennio. Infine, l'azione del Governo sarà indirizzata all'introduzione di innovativi strumenti europei che possano assicurare una risposta adeguata della politica di bilancio alla luce della gravità della crisi e, al contempo, migliorare le prospettive di crescita di lungo termine e migliorare la sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi membri. A fronte di uno shock simmetrico come quello che ha colpito l'intera area è importante che la reazione delle politiche macroeconomiche sia anch'essa simmetrica onde evitare che la pandemia faciliti e aggravi la divergenza all'interno dell'Eurozona.



A seguito della seconda richiesta di scostamento, in piena fase 2 che ricordiamo è iniziata il 4 maggio, il governo adotta il decreto legge n. 34 del 17 maggio 2020 c.d. “Decreto Rilancio”.

In piena estate, nel momento di maggiore ottimismo per la ripresa, forte anche del successo ottenuto nel limitare il contagio in Italia e nei negoziati europei che hanno portato allo stanziamento di 750 miliardi di euro di *Recovery Fund*, mentre negli altri paesi la pandemia dilaga, il governo si pone l’obiettivo di continuare ad assicurare il suo supporto al sistema produttivo, intervenendo laddove necessario per favorire la continuità dell’attività economica e preservare l’occupazione. Viene deciso, quindi, di adottare ulteriori misure espansive e di ricorrere ad una nuova richiesta di scostamento per potenziare la cassa integrazione, continuare a sostenere la liquidità delle imprese anche mediante nuovi interventi sulle scadenze fiscali, aiutare in modo mirato i settori ancora in difficoltà, gli enti territoriali e la scuola.

La richiesta di scostamento è pari a 25 miliardi di euro di nuovo indebitamento netto e 32 miliardi di euro di fabbisogno che portano il livello massimo del saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato per il 2020 a 336 miliardi di euro in termini di competenza e 384 in termini di cassa. Il rapporto deficit/PIL sale così a 11,9%, mentre il rapporto debito/PIL si porta a 156,7%¹³.

Il 7 agosto 2020 il governo approva il decreto legge n. 104 del 14 agosto 2020 c.d. decreto “Agosto” con cui impiega le risorse stanziate grazie alla terza richiesta di scostamento presentata a luglio.

Il Governo presenta l’attesa *Nota di aggiornamento* al documento di economia e finanza il 5 ottobre 2020. La Nadef è particolarmente importante ed attesa poiché è la prima volta che viene delineato il quadro macroeconomico tendenziale 2021-2023 dopo l’impatto Covid-19 dal momento che il DEF non era stato in grado di elaborare adeguatamente la previsione. Nella Nadef 2020, il Governo stima che il crollo dell’attività economica, che si è registrato da marzo a causa dello scoppio della pandemia e delle misure stringenti adottate per contenerne la diffusione tra la popolazione, determinerà, secondo le parole del ministro dell’economia Roberto Gualtieri, “la peggiore caduta del prodotto interno lordo della storia repubblicana” (*Nota di aggiornamento al DEF, 2020*).

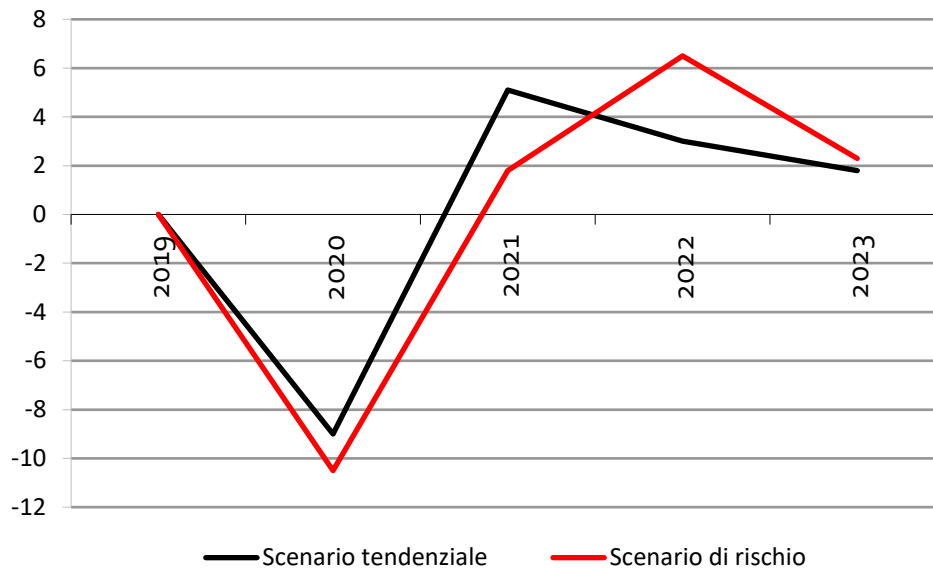
La caduta della produzione e dei consumi ha mutato la previsione sul PIL, stimata prima della pandemia di coronavirus in aumento dello 0,6%, e ora valutata in diminuzione del 9%. Il PIL è sceso del 5,5% nel primo trimestre e del 13% nel secondo ed è atteso in forte recupero nel terzo trimestre (atteso +13,6%), mentre per il quarto trimestre dell’anno si prevede un andamento quasi piatto e, comunque, inferiore a quanto stimato ad aprile. Si tratta di una stima prudenziale legata all’evoluzione della pandemia. In uno scenario a maggior rischio, con la ripresa dei contagi negli ultimi mesi del 2020, l’aumento dei ricoveri, la riduzione della mobilità e la chiusura di alcune attività, è prevista una nuova riduzione del PIL nel quarto trimestre. In questo modo la previsione annuale di caduta del PIL per il 2020 sarebbe non più del -9% ma del -10,5%, e nel 2021 la crescita del PIL non andrebbe oltre l’1,8%

¹³ Riportiamo un passaggio della Relazione al Parlamento: Pur in un contesto in cui rimane elevato il grado di incertezza sulla prossima evoluzione della pandemia e della successiva fase di ripresa economica, il Governo conferma l’obiettivo di ricondurre verso la media dell’area euro il rapporto debito/PIL nel prossimo decennio attraverso una strategia di rientro che, oltre al conseguimento di un adeguato surplus di bilancio primario, si baserà sulla crescita economica in primis attraverso il rilancio degli investimenti, pubblici e privati, grazie anche alla semplificazione delle procedure amministrative.



per cento. Un recupero maggiore dovrebbe avvenire a partire dal 2022 con una crescita del PIL del 6,5% e nel 2023 del 2,3%.

Grafico 21 - Variazione percentuale del PIL dell'Italia in seguito al coronavirus



Fonte: ns. elaborazione su dati *Nota di aggiornamento al DEF*, 2020.

Il quadro macroeconomico tendenziale di finanza pubblica esposto nei documenti di programmazione economica del Governo, in particolare nel DEF ad aprile e nella NadeF a settembre, è di fondamentale rilevanza per la politica economica. Il quadro tendenziale, infatti, è la base per poter impostare il quadro di politica economica degli anni successivi e, in particolare, per fissare l'obiettivo OMT da seguire nel medio termine e quindi lo spazio di manovra fiscale a disposizione della politica economica del Governo. Il quadro tendenziale è talmente importante da essere sottoposto a valutazione ufficiale da parte di un istituto indipendente come l'Ufficio Parlamentare di Bilancio. Appare perciò particolarmente importante richiamare in questa sede il referto dell'UPB contenuto nella lettera di validazione del quadro macroeconomico tendenziale della NadeF 2020 inviata al Governo il 21 settembre.

“Il Consiglio dell'UPB valida le previsioni tendenziali per gli anni 2020-2021 trasmesse dal MEF lo scorso 18 settembre, pur sottolineando la presenza di significativi fattori di rischio sulla crescita reale del PIL. Quanto alle previsioni per gli anni successivi, vale a dire per il biennio 2022-2023 (che non sono oggetto di validazione), le previsioni del MEF appaiono lievemente ottimistiche rispetto all'intervallo accettabile delle stime allo stato delle informazioni attualmente disponibili.”

Esiste, dunque, un chiaro timore che il quadro macroeconomico di medio periodo su cui il Governo si muove è particolarmente ottimistico. È evidente che ciò è dovuto alla diversa interpretazione degli effetti possibili del *Recovery Fund*¹⁴.

¹⁴ La proposta di PNRR del Governo è stata presentata in Parlamento il 15 gennaio 2021. Una prima bozza di Piano è stata discussa in CdM il 7 dicembre 2020.



Con la Nodef 2020 presentata il 5 ottobre al Parlamento, il Governo formula una nuova richiesta di scostamento ed un nuovo aggiornamento del piano di rientro verso l'OMT che non tocca però il quadro già definito dell'anno in corso ma impatta sul triennio 2021-2023. La Commissione europea, il 17 settembre, nella sua comunicazione sulla strategia annuale per la crescita sostenibile 2021, ha sostenuto la necessità di mantenere in vigore la GEC anche nel 2021, pur auspicando un graduale passaggio da risposte emergenziali a misure in grado di sostenere la ripresa economica.

La Nodef 2020 è costruita dunque sulla base di una richiesta di scostamento per il 2021 e gli anni successivi e assume il pieno utilizzo delle risorse rese disponibili con il *Next Generation EU* (NGEU) a cui è affidato, in particolare, il progressivo consolidamento delle finanze pubbliche e la riduzione del rapporto debito/PIL.

Il Governo, preso atto che le risorse complessivamente stanziare nel corso dell'anno per reagire all'emergenza ammontano a 100 miliardi di euro in termini di maggiore indebitamento e cioè pari al 6,1% del Pil, stimando che l'indebitamento netto per il 2020 si attesterà al 10,8% del Pil (correggendo dunque la previsione contenuta nella Relazione al Parlamento del 22 luglio che fissava il deficit all'11,9% del Pil)¹⁵, dichiara che è necessario continuare a sostenere la ripresa economica con una politica fiscale espansiva nel 2021 e che solo quando le condizioni economiche torneranno alla normalità, sarà opportuno ritornare a politiche fiscali prudenti aventi un orizzonte temporale di medio periodo.

Considerando, quindi, il prolungarsi della crisi pandemica e delle connesse restrizioni all'attività economica che impatta sulle previsioni di crescita sia per il 2020 che per gli anni successivi, il Governo intende adottare nuove politiche di sostegno agli investimenti pubblici e di incentivo all'occupazione, nonché un piano di riforme strutturali che costituiscono parte integrante del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) costruito sulla base del programma europeo NGEU.

Pertanto, la richiesta di scostamento presentata con la Nodef 2020, pari a 24,6 miliardi di euro per il 2021, porta l'indebitamento netto dal -5,7% definito nel DEF di aprile al -7% e il saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato a 196 miliardi di euro in termini di competenza e a 279 miliardi di euro in termini di cassa, mentre il rapporto debito/PIL viene rivisto pari a 155,6%.

Conseguentemente, nella Nodef 2020 viene anche presentato un piano di rientro del debito pubblico esteso al 2031.

4.4. Il Recovery plan e il piano di rientro del debito

RECOVERY PLAN E NGEU. In questo scenario, dunque, un'importante novità è la costituzione del *Recovery Plan* europeo, denominato *Next Generation EU* (NGEU) e volto a rispondere alla crisi economica e sociale provocata dalla pandemia e dalle necessarie misure per contenerne la diffusione e gli effetti, e al rilancio delle economie dell'Unione Europea. Il fondo prevede una dotazione di 750 miliardi di euro

¹⁵ Il Documento Programmatico di Bilancio 2021 (DPB 2021) presentato il 19 ottobre presenta un aggiornamento del quadro di finanza pubblica a legislazione vigente che tiene conto di nuovi elementi informativi di monitoraggio sull'andamento delle spese e delle entrate pubbliche. Il DPB 2021 colloca l'indebitamento netto delle Pubbliche Amministrazioni del 2020 al 10,5% del Pil e cioè 1,6 punti in meno rispetto a quanto previsto nel Programma di Stabilità. Ciò è dovuto, come spiegato nel documento, a un minor utilizzo di alcune misure, ma anche ad un andamento delle entrate migliore del previsto.



per il periodo 2021-2026. Nell'ambito di questa strategia lo strumento principale è la *Recovery and Resilience Facility* (RRF), finanziata per 672,5 miliardi tra prestiti e sovvenzioni a favore degli Stati membri. Per poter utilizzare questo strumento è richiesto agli stati di presentare dei *Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza* (PNRR) costruiti su progettualità che tengano conto di quattro dimensioni: la sostenibilità ambientale, la produttività, l'equità e la stabilità macroeconomica. Le risorse della RRF che dovrebbero essere destinate all'Italia sono stimate in 193 miliardi di euro: 65,4 miliardi di sovvenzioni e 127,6 miliardi di prestiti (*Nota di aggiornamento al DEF, 2020*).

Tabella 12 - Ipotesi di utilizzo delle risorse del *Recovery plan* (miliardi di euro)*

	RECOVERY E RESILIENCE FACILITY (RRF)			REACT EU	TOTALE RRF E REACT EU
	SOVVENZIONI	PRESTITI	TOTALE		
2021	10,0	11,0	21,0	4,0	25,0
2022	16,0	17,5	33,5	4,0	37,5
2023	26,0	15,0	41,0	2,0	43,0
2024	9,5	29,9	39,4	0,0	39,4
2025	3,9	26,7	30,6	0,0	30,6
2026	0,0	27,5	27,5	0,0	27,5
Totale	65,4	127,6	193,0	10,0	203,0

*Le stime del RF presentate nella NadeF 2020 sono basate su valori nominali 2018

Fonte: *Nota di aggiornamento al DEF, 2020*

Il quadro programmatico per il 2021-2023 ipotizza il completo utilizzo delle sovvenzioni previste dalla prima fase del *Recovery Plan* europeo, pari al 70% dell'importo complessivamente stimato a favore dell'Italia, e di una prima parte del restante 30%. Il resto è programmato per il periodo 2024-2026. Come è ribadito nel DPB, "le sovvenzioni andranno ad aumentare la spesa per investimenti pubblici, il sostegno agli investimenti privati e le spese per la ricerca, innovazione, digitalizzazione, formazione ed istruzione secondo le Missioni individuate dal PNRR". La quota in prestiti, invece, secondo quanto dichiarato nel DPB verrà gestita in maniera oculata e si tradurrà in nuovo deficit solo in misura di quanto previsto nei documenti di programmazione annuali.

Inoltre, viene chiarito come il quadro programmatico 2021-2023 all'inizio si basa prevalentemente sull'effetto delle manovre espansive 2020-2021, mentre solo nella seconda parte del periodo la spinta maggiore proverrebbe dal PNRR e, in particolare, dalla componente sovvenzioni. "Pertanto – come dichiarato nel DPB – le previsioni poggiano in misura rilevante sul successo del PNRR stesso".

LA NADEF 2020 E IL PIANO DI RIENTRO DEL DEBITO. La NadeF 2020 e il DPB 2021 contengono un'analisi di sostenibilità del debito estesa al 2031. Secondo questa analisi, grazie soprattutto al *Recovery Plan* e ad una oculata ma non restrittiva gestione della finanza pubblica, l'incremento di 23,4 punti percentuali del rapporto debito/PIL, verrebbe riassorbito interamente nell'arco di un decennio. La strategia, esposta sia nella NadeF 2020 che nel DPB 2021, per il periodo 2024-2026 è basata sulla crescita del PIL (tra l'1 e il 2% annuale), su un avanzo primario moderato (che passa dallo 0,1% del 2023 al 2,5% del 2026). Per portare il deficit allo 0,5% nel 2026, sarebbe sufficiente una manovra dello 0,4% nel 2024 e dello 0,5% nel 2025.



Il piano di rientro sarebbe, però, basato sulla strategia di forte recupero messa in atto nel 2021-2023. Questa strategia è basata sul sostegno a lavoratori e imprese, su investimenti e riforme strutturali, sul rafforzamento dei programmi di coesione territoriale, sulla riforma fiscale, sul miglioramento qualitativo della finanza pubblica. Le risorse sono rappresentate principalmente dalla *spending review*, dalla revisione dei sussidi ambientali, dal rafforzamento della *compliance* fiscale, dalla retroazione fiscale (dal 2022) e, soprattutto, dai fondi NGEU 2021-2023 pari al 70% del complessivo piano di ripresa varato dall'Unione europea che assegna all'Italia 209 miliardi di euro.

Secondo le proiezioni presentate nella Nedef 2020, "grazie al graduale rientro del deficit, lo scenario programmatico è coerente con un profilo del debito pubblico non solo sostenibile, ma anche orientato a una decisa riduzione del rapporto debito/PIL". In particolare, le proiezioni e le simulazioni presentate nella Nedef 2020, dimostrano come il sentiero virtuoso di rientro del debito pubblico dipenda strettamente dal pieno utilizzo delle risorse NGEU 2021-2026 insieme alla manovra di bilancio prevista per il 2024-2026. (pagg. 89-90).

La Commissione a metà ottobre ha fornito importanti indicazioni ai paesi membri sulle politiche di bilancio per il 2021 e per gli anni successivi. Nell'assicurare che la clausola di salvaguardia rimarrà attiva anche nel 2021, la Commissione ha raccomandato il graduale passaggio da misure emergenziali, di natura temporanea, ad interventi a favore della ripresa. In particolare, la Commissione ha invitato gli stati membri, non appena le condizioni economiche lo permetteranno, a orientare la politica fiscale in modo da conseguire posizioni fiscali prudenti nel medio termine.

Dai documenti fino ad ora prodotti, sembra abbastanza chiaro che la Commissione e il Consiglio sostengano che, al termine del periodo di efficacia della clausola di salvaguardia generale, gli stati membri dovranno riprendere il loro percorso di aggiustamento strutturale verso l'OMT come indicato dal PSC. In attesa che venga rilasciata la prevista raccomandazione fiscale nella primavera del 2021, e in attesa, quindi, di verificare sul campo se sarà ritenuto valido ancora il vecchio PSC oppure se sarà introdotta una sua revisione, il governo italiano ha disegnato un ipotetico sentiero di rientro del deficit e del rapporto debito/PIL che ponga la finanza pubblica italiana in condizioni di sicurezza.

In ogni caso, è chiaro, come affermato dal governo stesso nella Nedef 2020 che "per gli anni successivi al 2021 il rispetto degli obiettivi di riduzione del debito, in qualsiasi configurazione, comporterebbe un costo insopportabile in termini di contrazione della domanda interna".

4.5. Le stime autunnali del Fondo Monetario Internazionale

UN'ANALISI INTERNAZIONALE SUI DATI AUTUNNALI DELL'IMF. Secondo il Fondo Monetario Internazionale (*Fiscal monitor* e *World Economic Outlook*, ottobre 2020) le spese sanitarie, più i tagli delle tasse e i sussidi alle imprese e alle famiglie, sono arrivate a 3.300 miliardi di dollari. Ci sono stati, inoltre, prestiti e iniezioni di capitali pubblici per 1.800 miliardi di dollari e garanzie per altri 2.700 miliardi.

Il Fondo Monetario Internazionale ha stimato che l'economia globale (*World Economic Outlook*, ottobre 2020) subirà una netta frenata nel 2020 (il PIL a prezzi costanti è previsto in calo del -4-4%). Per l'Area Euro il calo del PIL previsto è ancora maggiore (del -8,3%) e per l'Italia è del -10,6%.



Tabella 13 - Gli effetti del coronavirus sul PIL degli stati (variazione percentuale)

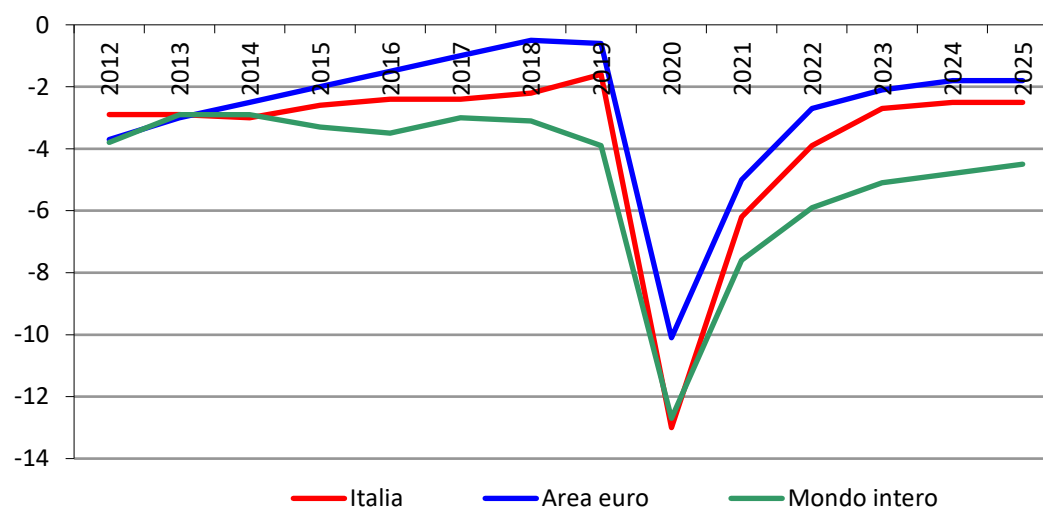
	2018	2019	2020	2021
Mondo	3,5	2,8	-4,4	5,2
Economie	2,2	1,7	-5,8	3,9
USA	3,0	2,2	-4,3	3,1
Area Euro	1,8	1,3	-8,3	5,2
Francia	1,8	1,5	-9,8	6,0
Germania	1,3	0,6	-6,0	4,2
Italia	0,8	0,3	-10,6	5,2
Spagna	2,4	2,0	-12,8	7,2
Giappone	0,3	0,7	-5,3	2,3
Gran Bretagna	1,3	1,5	-9,8	5,9
Canada	2,0	1,7	-7,1	5,2
Asia	6,3	5,5	-1,7	8,0
Cina	6,7	6,1	1,9	8,2
India	6,1	4,2	-10,3	8,8

Note: dal 2020 in poi i dati sono frutto di proiezioni

Fonte: dati FMI (ottobre 2020)

La forte contrazione del PIL nel 2020 e le manovre di sostegno all'economia avranno pesanti ripercussioni sulle finanze pubbliche mondiali. Le proiezioni del Fondo Monetario Internazionale (*Fiscal monitor*, ottobre 2020), stimano un livello del deficit mondiale pari al -12,7% nel 2020, molto peggio che durante la crisi finanziaria del 2008-2009. Per l'Italia è previsto un deficit di bilancio del -13% nel 2020 e una risalita a -6,2% nel 2021 per arrivare a -2,5% nel 2025. L'Area Euro fa registrare dati leggermente migliori (-10,1% nel 2020 e -5% nel 2021), mentre per gli Stati Uniti le previsioni per il 2020 sono di -18,7% (per il 2021 di -8,7%) e per i paesi asiatici di -11,4% nel 2020 con miglioramenti più lenti negli anni successivi.

Grafico 22 - Gli effetti del coronavirus sul deficit dell'Italia, confrontata con l'area euro e il mondo intero



Fonte: ns. elaborazione su dati FMI (ottobre 2020)



Tabella 14 - Gli effetti del coronavirus sul deficit degli stati

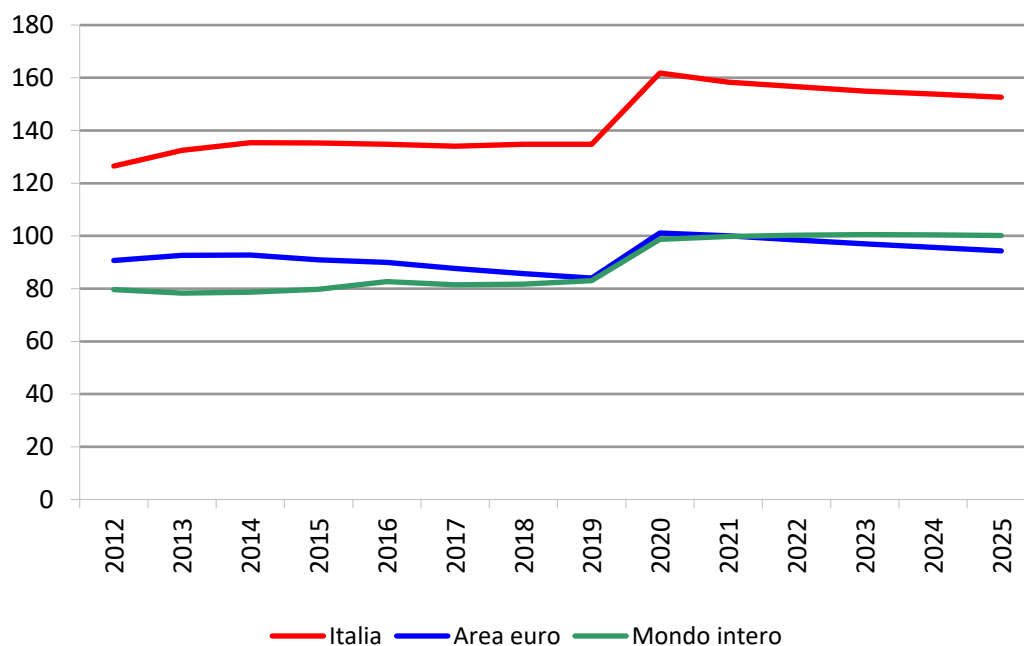
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mondo	-3,0	-3,1	-3,9	-12,7	-7,6	-5,9	-5,1	-4,8	-4,5
Economie avanzate	-2,4	-2,7	-3,3	-14,4	-6,9	-4,6	-3,7	-3,4	-3,3
USA	-4,6	-5,8	-6,3	-18,7	-8,7	-6,5	-5,6	-5,4	-5,5
Area Euro	-1,0	-0,5	-0,6	-10,1	-5,0	-2,7	-2,1	-1,8	-1,8
Francia	-2,9	-2,3	-3,0	-10,8	-6,5	-5,3	-4,9	-4,7	-4,7
Germania	1,4	1,8	1,5	-8,2	-3,2	0,6	0,8	1,0	1,0
Italia	-2,4	-2,2	-1,6	-13,0	-6,2	-3,9	-2,7	-2,5	-2,5
Spagna	-3,0	-2,5	-2,8	-14,1	-7,5	-5,8	-4,7	-3,9	-4,4
Giappone	-3,1	-2,5	-3,3	-14,2	-6,4	-3,2	-2,8	-2,6	-2,7
Gran Bretagna	-2,5	-2,3	-2,2	-16,5	-9,2	-7,1	-5,8	-5,1	-4,4
Canada	-0,1	-0,4	-0,3	-19,9	-8,7	-5,4	-3,0	-1,4	-0,3
Asia	-4,0	-4,5	-6,1	-11,4	-11,0	-10,0	-9,2	-8,5	-7,7
Cina	-3,8	-4,7	-6,3	-11,9	-11,8	-10,9	-10,0	-9,1	-8,1
India	-6,4	-6,3	-8,2	-13,1	-10,9	-10,0	-9,6	-9,3	-9,1

Note: dal 2020 in poi i dati sono frutto di proiezioni

Fonte: dati FMI (ottobre 2020)

In questo scenario, nel quale non è certo di quanto aumenterà il debito pubblico per far fronte alla liquidità necessaria a sostenere il sistema, è sicuro che il rapporto debito/PIL – proprio per il calo forte del denominatore – subirà un forte aumento.

Grafico 23 - Gli effetti del coronavirus sul rapporto debito/PIL dell'Italia



Fonte: ns. elaborazione su dati FMI (ottobre 2020)



Tabella 15 - Il debito pubblico in percentuale del prodotto interno lordo (valori in percentuale)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mondo	81,4	81,7	83,0	98,7	99,8	100,3	100,5	100,4	100,1
Economie avanzate	104,5	104,0	105,3	125,5	125,6	125,6	125,8	125,7	125,5
USA	105,7	106,9	108,7	131,2	133,6	134,5	135,2	136,0	136,9
Area Euro	87,6	85,7	84,0	101,1	100,0	98,4	97,0	95,6	94,3
Francia	98,3	98,1	98,1	118,7	118,6	120,0	121,3	122,3	123,3
Germania	65,0	61,6	59,5	73,3	72,2	68,5	65,5	62,6	59,5
Italia	134,1	134,8	134,8	161,8	158,3	156,6	154,9	153,8	152,6
Spagna	98,6	97,6	95,5	123,0	121,3	120,4	119,3	118,1	118,8
Giappone	234,5	236,6	238,0	266,2	264,0	263,0	262,8	263,0	264,0
Gran Bretagna	86,2	85,7	85,4	108,0	111,5	113,4	115,3	116,4	117,0
Canada	90,5	89,7	88,6	114,6	115,0	114,7	112,8	110,0	106,2
Asia	49,0	50,6	53,8	63,7	67,8	71,4	74,0	75,7	76,6
Cina	46,4	48,8	52,6	61,7	66,5	71,2	74,6	76,8	78,1
India	69,4	69,6	72,3	89,3	89,9	89,5	89,0	88,6	88,2

Note: dal 2020 in poi i dati sono frutto di proiezioni.

Fonte: dati FMI (ottobre 2020)

Nel 2020 è previsto, sempre secondo le stime del FMI, che il debito pubblico italiano salirà al 161,8% del PIL dal già alto 135% dell'anno precedente. Nel 2021 il debito pubblico italiano dovrebbe scendere al 158% del PIL e continuare su questa tendenza sino al 2025 quando si dovrebbe attestare attorno al 152% del PIL. Si tratta di valori che, comunque, rimangono molto alti e lontani da quelli precedenti al Covid.

Nei paesi dell'Area euro la media del rapporto debito pubblico/PIL si tiene sul 100% (101,1% nel 2020 e 100% nel 2021). Anche a livello mondiale il debito pubblico ha un valore medio che si tiene sul 100% del PIL.

In Europa le stime peggiori sono per la Grecia, il cui debito pubblico arriverà al 205% del PIL nel 2020.

Per il Giappone, il rapporto tra debito e PIL si stima che arriverà addirittura ad oltre il 266% nel 2020, mentre per gli USA è ipotizzato un balzo dal 108% nel 2019 al 131% nel 2020 e al 136,9% nel 2025 facendo segnare una crescita costante.

Secondo il FMI gli incentivi all'attività economica produrranno maggiori effetti quando le persone potranno di nuovo spendere perché le restrizioni saranno revocate. In quella fase gli stati dovranno sostenere la ripresa e spingere i consumi attraverso investimenti, la riduzione dell'IVA e del cuneo fiscale per rendere più conveniente assumere i lavoratori.

Sarà importante – sostiene il FMI – che i paesi, che come l'Italia hanno margini di manovra bassi, trovino comunque il modo, attraverso una riconfigurazione delle spese e delle entrate, di migliorare la qualità di quei servizi (infrastrutture, trasporti e sanità) che nel corso degli anni precedenti si erano deteriorati.



4.6. *L'impatto della seconda ondata dell'emergenza Coronavirus*

L'IMPATTO DELLA SECONDA ONDATA COVID-19. Con la Relazione al Parlamento del 21 novembre 2020, il Governo, preso atto della straordinaria crescita del Pil nel terzo trimestre dell'anno con il (provvisorio) +16,1%, presenta una nuova richiesta di scostamento resasi necessaria a causa dell'andamento dei nuovi contagi in forte accelerazione dal mese di ottobre. Con il Dpcm del 24 ottobre e quello del 3 novembre il Governo, facendo tesoro dell'esperienza della prima ondata, introduce nuove restrizioni alla circolazione colpendo in misura particolare alcuni settori economici secondo un approccio più restrittivo e differenziato a livello territoriale. Conseguentemente, per far fronte alle difficoltà economiche dei settori e dei territori colpiti dalle nuove misure, il Governo adotta interventi economici a ristoro delle perdite subite da detti settori. Il 27 ottobre il governo adotta il decreto legge n. 137 c.d. "Decreto Ristori" seguito il 7 novembre dal decreto legge n. 149 c.d. "Decreto Ristori-bis" e il 23 novembre dal decreto legge n. 154 c.d. "Decreto Ristori-ter". Tutti e tre i decreti utilizzano 5,4 miliardi di euro circa e cioè risorse provenienti da economie precedenti, quindi già stanziata e pertanto non richiedono misure di scostamento. Come è specificato nella Relazione al Parlamento, i decreti adottati riportano l'indebitamento netto 2020 al 10,8% fissato nella NadeF 2020 il 5 ottobre e successivamente rivisto al 10,5% dal DPB 2021 il 19 ottobre a seguito di dati di monitoraggio aggiornati sulla finanza pubblica. Con l'aggravarsi della crisi sanitaria nel corso del mese di novembre, il Governo è costretto a richiedere un nuovo scostamento prima di poter varare un nuovo decreto Ristori, il c.d. "Decreto Ristori-quater", il 30 novembre 2020¹⁶. L'entità dello scostamento richiesto è pari a 8 miliardi di euro in termini di indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche e di fabbisogno e 5 miliardi di euro per il saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato. Il nuovo livello massimo del saldo netto da finanziare per il bilancio dello Stato per il 2020 sale a 341 miliardi di euro in termini di competenza e 389 miliardi di euro in termini di cassa. Grazie, però, ai positivi dati di monitoraggio di finanza pubblica che certificano un andamento migliore delle spese, la stima dell'indebitamento netto tendenziale per l'anno 2020 è rivista in miglioramento al 10,4% del Pil. Il Governo conferma il percorso di rientro già indicato nella NadeF 2020.

Inoltre, come informa l'UPB nel testo dell'Audizione del 24 novembre, il dato definitivo del deficit in rapporto al Pil sarà influenzato dall'effettivo impiego delle risorse stanziata da parte del Governo e da alcuni criteri di contabilizzazione di alcune poste di bilancio da parte dell'Istat. In particolare, la contabilizzazione per competenza all'anno 2020 di alcune entrate da versamenti fiscali sospesi e rinviati al 2021 potrebbe determinare un deficit lievemente inferiore nel 2020 e per contro più alto nel 2021.

Nel complesso i ristori, gli sgravi fiscali e le altre forme di sostegno introdotte nel 2020 ammontano a 108,3 miliardi di euro pari al 6,6% del Pil, mentre le garanzie e le moratorie sui prestiti hanno sostenuto l'erogazione di credito per circa 450 miliardi di euro.

LEGGE DI BILANCIO. Come previsto nella NadeF 2020, la manovra di bilancio 2021 attua una significativa manovra espansiva dell'entità di circa 39 miliardi di euro, di cui 24,6 miliardi stanziati ad ottobre 2020

¹⁶ Il decreto interviene con uno stanziamento aggiuntivo di risorse, pari a 8 miliardi, conseguenti al nuovo scostamento di bilancio, per rafforzare ed estendere le misure necessarie al sostegno economico dei settori più colpiti dalla pandemia, nonché con ulteriori disposizioni connesse all'emergenza in corso



grazie alla quarta richiesta di scostamento approvata dal Parlamento e dall'Ue e 17,1 miliardi di risorse NGEU.

Il 15 gennaio 2021, in relazione alle ulteriori misure che il Governo si appresta ad approvare per il contrasto agli effetti del protrarsi della pandemia da Covid-19 nell'anno 2021, viene presentata una nuova richiesta di scostamento, la prima del 2021, la seconda dopo la Nedef 2020 presentata il 5 ottobre 2020 e la sesta dall'inizio della pandemia. Preso atto che il Pil nel terzo trimestre del 2020 è cresciuto del 15,9% secondo i nuovi dati Istat, e che nel quarto trimestre è attesa una nuova contrazione del Pil a causa degli effetti della seconda ondata, il Governo conferma la stima annuale di crescita del Pil pubblicata nella Nedef del -9%. Nella Relazione è chiaramente esplicitato come, nonostante il rallentamento dei contagi registrato a dicembre e l'inizio della campagna vaccinale anticipato, i settori a maggiore intensità di contatti sociali continueranno ad essere impattati e i consumi delle famiglie resteranno al di sotto del normale a causa delle nuove restrizioni alla mobilità e alle attività a maggiore intensità di contatti sociali. Pertanto, le stringenti misure sanitarie che si rendono necessarie nel breve termine richiedono di essere accompagnate da interventi di sostegno e ristoro di entità nettamente maggiore rispetto a quanto preventivato nella Legge di Bilancio 2021. La richiesta di scostamento è pari a 32 miliardi di euro di indebitamento netto e 35 miliardi di euro di fabbisogno. Il saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato sale di 40 miliardi di euro in termini di competenza e 50 miliardi di euro in termini di cassa. Conseguentemente, sulla base dell'utilizzo di queste risorse aumenteranno sia il deficit che il debito pubblico già programmati per il 2021. Resta sostanzialmente confermato dal 2022 il percorso di rientro già indicato nella Nedef 2020.

4.7. Il Piano Nazionale di ripresa e resilienza

PIANO NAZIONALE DI RIPRESA E RESILIENZA (PNRR). Lo stesso giorno in cui è stata presentata la nuova richiesta di scostamento, il Governo ha presentato la Proposta di Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), approvato in CdM il 12 gennaio, dal quale, come si è già detto, dipende, in ultima analisi, il piano di rientro e di sostenibilità del debito pubblico italiano presentato nella Nedef 2020. La proposta di Piano, dopo la discussione in Parlamento dovrà essere emendata e approvata definitivamente per essere presentata all'Ue in tempo utile (la scadenza ufficiale è 30 aprile 2021). Nel frattempo, il Governo presenterà al Parlamento anche un modello di governance per la gestione e l'attuazione del Piano. Molto sinteticamente, il Piano è costruito su tre assi strategici così come definito a livello europeo e cioè 1) digitalizzazione e innovazione, 2) transizione ecologica, 3) inclusione sociale e tre priorità trasversali, vale a dire 1) parità di genere, 2) accrescimento delle competenze, delle capacità e delle prospettive occupazionali dei giovani, 3) riequilibrio territoriale e coesione sociale. Il Piano si articola in sei missioni a sua volta raggruppate in sedici Componenti funzionali e 48 Linee di intervento. I singoli Progetti di investimento sono selezionati secondo criteri volti a concentrare gli interventi su quelli trasformativi, a maggiore impatto sull'economia e sul lavoro. Le sei Missioni sono rappresentate da 1) Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura, 2) rivoluzione verde e transizione ecologica, 3) infrastrutture per una mobilità sostenibile, 4) istruzione e ricerca, 5) inclusione e coesione, 6) salute.

Complessivamente, il PNRR 2021-2026 utilizza 311,9 miliardi di euro di cui 223,91 provengono da NGEU come illustrato nella tabella seguente e il resto sono integrazioni di risorse provenienti dalla



programmazione nazionale di bilancio e dal Quadro pluriennale finanziario del bilancio Ue che assegna all'Italia, per il periodo 2021-2027 (QFP 2021-2027), 99,1 miliardi di euro. In particolare, nel PNRR entrano fondi SIE/PON e FEASR cofinanziati con risorse europee QFP 2021-2027. Il PNRR rappresenta, quindi, un'integrazione strategica di risorse nazionali ed europee che assorbe più linee finanziarie e di programmazione e le unifica in un piano unico e coordinato.

Tabella 16 - Risorse Next Generation EU per Missione (miliardi di euro)

MISSIONI	IN ESSERE (A)	NUOVI (B)	TOTALE (C=A+B)	REACT EU (D)	TOTALE NGEU (E=C+D)	ALTRI FONDI (F)	TOTALE (E+F)
Digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura	10,11	35,39	45,50	0,80	46,30	12,95	59,25
Rivoluzione verde e transizione ecologica	30,16	37,33	67,49	2,31	69,80	9,90	79,70
Infrastrutture per una mobilità sostenibile	11,68	20,30	31,98	-	31,98	1,16	33,14
Istruzione e ricerca	4,37	22,29	26,66	1,83	28,49	5,55	34,04
Inclusione e coesione	4,10	17,18	21,28	6,35	27,62	57,38	85,00
Salute	5,28	12,73	18,01	1,71	19,72	1,01	20,73
Totale	65,70	145,22	210,91	13,00	223,91	87,95	311,86

Fonte: Proposta PNRR, 15 gennaio 2021

È importante sottolineare come il Piano include anche risorse per progetti già in essere per un importo significativo. Tale scelta, come è illustrato nella proposta di PNRR, è necessaria al fine di assicurare la compatibilità finanziaria di medio-lungo termine presentata dal Governo nella Nadef 2020. In particolare, questa è la posizione del Governo, "Sulle nuove generazioni non deve gravare l'onere di un eccessivo indebitamento".

Il Piano prevede di impegnare il 70% delle sovvenzioni RRF entro il 2022 e di spenderle totalmente entro il 2023, mentre il restante 30% deve essere impiegato tra il 2023 e 2025. Quindi, nei primi tre anni, la parte preponderante dello sforzo finanziario sarà sostenuta utilizzando le sovvenzioni. I prestiti saranno impiegati nella seconda fase.

Come si evince dalla tabella precedente, le risorse RRF sono pari a 196,5 miliardi di euro (sono state rivalutate in seguito alla disponibilità di nuovi dati contabili e al ricalcolo effettuato a valori 2019). A queste si aggiungono le risorse React-EU pari a 13 miliardi. Si tratta di risorse aggiuntive provenienti dal quadro finanziario 2014-2020.

Secondo una valutazione preliminare del Piano, effettuata utilizzando il modello dinamico di equilibrio economico generale QUEST sviluppato dalla Commissione Europea, la crescita del PIL nel 2026, l'anno finale del Piano, risulterebbe più alta di 3 punti percentuali rispetto allo scenario tendenziale di base. Il contributo del Piano in termini di maggiore crescita del PIL sarebbe significativo in tutti gli anni di attuazione con un impatto crescente nel tempo. Questa valutazione è basata su una serie di ipotesi teoriche di cui è importante tenere conto. In primis, va detto che è insita nel modello, come specificato dallo stesso Piano (pag. 42), l'ipotesi che il capitale pubblico contribuisca in misura significativa e



persistente alla produttività e alla competitività del sistema economico. Inoltre, si è ipotizzato che oltre il 70% dei fondi NGEU addizionali sia destinato al finanziamento di investimenti pubblici, ossia spese in conto capitale a carico delle amministrazioni pubbliche. Infine, che gli investimenti pubblici finanziati dal Piano siano caratterizzati da elevata efficienza, ovvero consistano in infrastrutture materiali o immateriali con una elevata ricaduta in termini di crescita del prodotto potenziale. E ancora, si è ipotizzato un progressivo ma realistico miglioramento dell'attuazione dei progetti da parte delle amministrazioni.

Il PNRR, insieme alla manovra di bilancio e al QFP 2021-2027, assume, dunque, un ruolo strategico di primo piano nel quadro macroeconomico e finanziario su cui si basa il piano di rientro del debito pubblico. È, in un certo senso, l'architrave principale, in realtà, l'unica vera garanzia su cui si basa la sostenibilità del debito pubblico italiano. È chiaro che la stessa capacità della politica monetaria europea di mantenere bassi i rendimenti sovrani e, quindi, il costo per il servizio del debito che è alla base di quella sostenibilità, dipende dalla capacità di attuazione del PNRR. E questa, ovviamente, potrà misurarsi nella misura in cui si concretizzerà l'impatto atteso sulla crescita del Pil senza provocare deviazioni del quadro di finanza pubblica e cioè tenendo sotto controllo la spesa.

5. Teorie e soluzioni per fronteggiare un debito pubblico eccessivo

di Roberto Celentano

Sulla base di quanto fino ad ora visto ed analizzato, è chiaro che, al di là del piano di rientro elaborato dal governo e presentato nell'ambito della documentazione di programmazione economica richiesta dai Trattati Ue, il debito pubblico italiano rappresenta un fattore di elevato rischio per l'Unione economica e monetaria europea, tale da richiedere un'analisi approfondita delle teorie e degli approcci disponibili per tentare di ridurlo o di abbatterlo in maniera significativa e in modo anche straordinario. In letteratura, esistono teorie e approcci diversi per fronteggiare un debito pubblico eccessivo. Ne passeremo in rassegna i principali e per alcuni indicheremo i casi in cui sono stati realmente applicati.

AUSTERITÀ. Il primo approccio possibile per ridurre il debito pubblico prende il nome di "aggiustamento fiscale" e ha come obiettivo il miglioramento del saldo primario. Questo può avvenire con un aumento della pressione fiscale e/o con la riduzione della spesa pubblica. Il problema di questo approccio è capire cosa succede al tasso di crescita del PIL, che potrebbe ridursi (e quindi vanificare in tutto o in parte l'effetto) o aumentare (contribuendo al miglioramento dell'avanzo primario). Secondo alcuni economisti (Cottarelli, 2018) una possibile strategia, inquadrabile in questo approccio, potrebbe essere di perseguire un avanzo primario del 2 per cento all'anno. Questo farebbe scendere il debito pubblico in maniera graduale, ma bisogna ipotizzare condizioni macroeconomiche particolarmente favorevoli, quali bassi tassi di interesse e inflazione in aumento. In realtà negli ultimi anni nei paesi avanzati questo non è successo. Dove il debito è diminuito a velocità più sostenuta è perché si è proceduto con un aggiustamento graduale, ma realizzando avanzi primari del 3-5% del PIL, mantenendo costante la spesa pubblica per 3-4 anni, e realizzando una serie di riforme (sull'efficienza della pubblica amministrazione, sulla giustizia, sulla corruzione) in grado di aumentare la competitività del paese, le esportazioni e il



PIL. In questo modo si potrebbe arrivare al pareggio di bilancio, alla stabilizzazione del debito e alla sua riduzione rispetto al PIL a circa 3 punti percentuali l'anno.

CRESCITA. Il secondo approccio è quello del denominatore, agisce sul PIL per aumentarlo. Questo può avvenire attraverso l'introduzione di misure strutturali in grado di stimolare il tasso di crescita dell'economia, oppure attraverso una politica fiscale espansiva mediante un aumento della spesa pubblica o una riduzione delle imposte per incrementare la domanda globale e di conseguenza il reddito. In genere politiche di questo tipo sono sostenute da un aumento del deficit, ma per avere successo è necessario che l'aumento del deficit non comporti solo l'aumento del PIL, ma anche del suo tasso di crescita di medio periodo. Altrimenti salirà solo il tasso di crescita del debito.

MONETIZZAZIONE. Il terzo approccio punta a far crescere l'inflazione attraverso un aumento dell'offerta di moneta (ovviamente questo comporta il controllo statale nell'emissione di nuova moneta). Aumentare la quantità di moneta in circolazione può spingere l'inflazione a salire e in questo modo ridurre il valore reale del debito pubblico. Inoltre, l'aumento del livello dei prezzi può aumentare il tasso di crescita nominale del PIL e, se il tasso di interesse sui titoli del debito pubblico non aumenta dello stesso livello, perché i titoli hanno una scadenza a lungo termine, favorire la riduzione del debito. Però svalutare e causare l'inflazione è una tassa su chi ha comprato titoli di stato. Monetizzare il *deficit* senza inflazione sarebbe possibile solo se chi viene pagato è disposto a detenere quantità crescenti di moneta senza cercare di liberarsene. Si tratta di una situazione che non può durare a lungo e che richiede una buona dose di fiducia nel governo.

LA GESTIONE DEL DEBITO. Il quarto approccio si focalizza sul miglioramento delle finanze pubbliche, agendo attraverso provvedimenti di gestione delle attività e delle passività volte a renderle più efficienti e produttive e a ridurre i rischi, e procedendo a privatizzazioni del patrimonio pubblico. Da una parte questo tipo di provvedimenti possono mantenere bassi i tassi di interesse sul debito e migliorare l'efficienza dell'economia, dall'altra l'attuazione di privatizzazioni (vendere o valorizzare le attività dello Stato) potrebbe contribuire a ridurre il debito pubblico. Rientra in questo approccio anche la gestione del debito per ridurre il costo per lo stato in termini di interessi, e per allungarne la scadenza. In questa prospettiva si inserisce l'ipotesi di favorire la destinazione del debito pubblico ai residenti di un paese. Si tratterebbe di consentire che i titoli di stato siano detenuti non da stranieri ma dai residenti in modo da essere meno dipendenti dall'incertezza del mercato internazionale.

REPRESSIONE. Il quinto approccio mira ad intervenire sul debito con la repressione finanziaria, ossia imponendo un tetto ai tassi di interesse, l'obbligo di acquisto di titoli di stato da parte delle banche e controlli sui capitali. Queste misure, se si abbinano ad una crescita economica possono ridurre gli interessi che si pagano e il debito stesso. Si tratterebbe di misure che possono obbligare gli investitori ad accettare rendimenti inferiori, ma bisogna considerare quanto sia difficile per i governi impedire agli investitori di trovare migliori opportunità di investimento altrove.

RISTRUTTURAZIONE. Il sesto approccio è la ristrutturazione del debito pubblico, ossia sostituire i titoli di stato in circolazione con titoli di valore inferiore, tassi di interesse più bassi o scadenza più lunga. Tutto questo può avere degli effetti indesiderati, quali l'impoverimento dei risparmiatori privati e la



conseguente perdita di fiducia, con il rischio che si contragga la crescita e i tassi di interesse sui nuovi titoli salgano.

MUTUALIZZAZIONE. Il settimo approccio è la mutualizzazione del debito (o anche detto del rischio condiviso), che consiste nel sostituire i titoli presenti sui mercati con titoli garantiti da un'istituzione europea con tassi di interesse inferiori. In Europa, a seguito dell'esplosione degli impegni economici per contrastare il coronavirus, c'è stato un primo cambio di rotta con l'adozione di misure quali il *Recovery Fund* e il *MES* (Meccanismo Europeo di Stabilità), oltre che con gli interventi della BCE. In questo modo parte del debito degli stati nazionali (almeno del nuovo debito) viene assorbito dalle istituzioni europee.

BANCAROTTA. Un ottavo approccio è quello della bancarotta. Si tratta della possibilità che lo stato si dichiari insolvente e non rimborsi il suo debito pubblico ai creditori. È un approccio estremo che comporta problemi enormi di fiducia sul mercato internazionale che potranno minare la capacità del paese di trovare in futuro i capitali esteri per finanziare le sue politiche.

Quelli appena esaminati sono i principali approcci presenti in letteratura per ridurre il debito pubblico. Ma nei casi reali sono stati adottati? Hanno funzionato?

GLI APPROCCI PIÙ DIFFUSI. Uno studio molto interessante (Bernardini, Cottarelli, Galli, Valdes, 2019) è stato condotto su 30 episodi di riduzione ingente (di almeno 25 punti percentuali) del rapporto debito pubblico/PIL avvenuti nelle economie avanzate dopo la Seconda guerra mondiale.

Nello studio le modalità che hanno portato alla riduzione del debito possono essere tutte ricondotte a tre:

- inflazione molto alta;
- *mix* di repressione finanziaria, crescita elevata e moderata inflazione;
- aggiustamento fiscale ortodosso attraverso minore spesa o maggiori tasse.

Le prime due modalità hanno agito per ridurre il rapporto debito pubblico/PIL a partire dalla fine della Seconda guerra mondiale e fino agli anni Settanta. Mentre, a partire dagli anni Novanta e fino ai giorni nostri, quindi nel periodo più vicino a noi, è stato solo un aggiustamento fiscale ortodosso a permettere al debito pubblico di calare significativamente rispetto al PIL.

Tabella 17 - Casi di riduzione del debito nelle economie avanzate dalla fine della Seconda guerra mondiale

PAESE	PERIODO		NUMERO DI ANNI	DEBITO PUBBLICO INIZIALE*	DEBITO PUBBLICO FINALE*	VARIAZIONE*	STRATEGIA
Italia	1945	1947	2	73,2	24,9	-48,2	I
Francia	1945	1948	3	146,4	31,9	-114,5	I
Finlandia	1945	1951	6	66,2	21,6	-44,6	I
Canada	1945	1953	8	155,9	67,5	-88,5	M
Svizzera	1945	1963	18	78,8	10,7	-68,1	M
Belgio	1946	1951	5	142,1	73,3	-68,9	M
Giappone	1946	1951	5	57,5	13,4	-44,1	I
Australia	1946	1964	18	86,8	21,9	-64,8	M



N. Zelanda	1946	1974	28	147,6	40,6	-107	M
Paesi Bassi	1946	1974	28	229,8	37,8	-192	M
UK	1946	1983	37	233,9	46,2	-187,6	M
USA	1946	1974	28	121,2	41,2	-80	M
Norvegia	1947	1953	6	70,5	41,3	-29,2	M
Austria	1948	1957	9	37,5	10,7	-26,9	I
Francia	1949	1966	17	38,9	15,5	-23,4	M
Belgio	1959	1974	15	80,5	54,4	-26,1	M
Israele	1984	2000	16	283,8	79,6	-204,2	I
Irlanda	1987	2006	19	109,4	23,6	-85,8	O
N. Zelanda	1992	2007	15	64,6	14,5	-50,1	O
Belgio	1993	2007	14	134,4	87	-47,4	O
Danimarca	1993	2007	14	80,5	27,3	-53,2	O
Paesi Bassi	1993	2007	14	74,8	43	-31,9	O
Norvegia	1993	1998	5	52,4	22,8	-29,6	O
Finlandia	1994	2008	14	56,1	32,7	-23,5	O
Islanda	1995	2005	10	58,2	24,5	-33,7	O
Canada	1996	2007	11	100,6	66,8	-33,7	O
Spagna	1996	2007	11	65,6	35,6	-30	O
Svezia	1996	2008	12	70,2	37,7	-32,4	O
Islanda	2011	2017	6	92	42,5	-49,5	O
Irlanda	2012	2017	5	119,9	68,5	-51,4	O

* In percentuale del PIL.

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

Fonte: elaborazioni (Bernardini, Cottarelli, Galli, Valdes, 2019) su dati FMI e AMECO.

L'inflazione ha funzionato per ridurre il debito pubblico in 6 casi, quasi tutti nell'immediato dopo guerra. Italia e Francia a partire dal 1945 in due/tre anni hanno ridotto il debito pubblico/PIL rispettivamente del 48% e del 114%. Anche la Finlandia e il Giappone, ma in più tempo (6-8 anni), hanno ridotto il rapporto debito pubblico/PIL del 44%. Si è trattato di episodi molto particolari in cui l'inflazione era molto elevata a causa della distruzione causata dalla Seconda guerra mondiale (del 25% per la Finlandia, del 40% per l'Italia, del 53% per la Francia e dell'81% per il Giappone), il tasso medio di crescita del PIL reale viaggiava a due cifre (il 10% per il Giappone e addirittura il 24% per l'Italia e il 22% per la Francia), mentre il tasso medio dell'interesse sul debito pubblico era attorno all'1%. Condizioni difficilmente ripetibili (oggi è difficile immaginare in Europa un tasso di inflazione a due cifre). Israele si è trovato a ridurre il debito pubblico in percentuale del PIL in tempi più recenti (1984-2000) quando, grazie ad altissimi livelli dell'inflazione con punte sino al 300%, riuscì a ridurre il rapporto debito pubblico/PIL del 204%. Anche in questo caso l'inflazione era stata generata dalle spese militari e dalla crisi petrolifera degli anni Settanta.

Nello stesso periodo e fino agli anni Settanta ci sono stati 11 episodi in cui a far scendere il debito pubblico rispetto al PIL è stato un *mix* di repressione finanziaria, crescita elevata (attorno al 4-5%) e moderata inflazione (in genere attorno al 5% e comunque superiore al tasso d'interesse medio sul debito pubblico). Con un'inflazione più bassa il periodo nel quale si è ridotto il debito si è allungato, più di 5 anni, in alcuni casi anche di 28, come i Paesi Bassi che hanno ottenuto una variazione del rapporto



debito pubblico/PIL del 192%, o di 37 anni, come il Regno Unito che ha ridotto il debito pubblico rispetto al PIL di 187 punti percentuali con un tasso di inflazione medio del 7%. Si tratta di condizioni che necessitano di gradualità per produrre effetti. Il sistema di controlli finanziari messo in atto aveva imposto agli investitori di accettare rendimenti inferiori all'inflazione. Oggi, con un mondo interconnesso, le possibilità di un governo di agire in tal senso sarebbero minime, vista la facilità per gli investitori di spostare i propri denari ovunque alla ricerca delle opportunità di investimento più vantaggiose.

A partire dagli anni Ottanta l'unica modalità di riduzione del debito pubblico accertata è stata quella che ha previsto politiche ortodosse di aggiustamento fiscale (sono stati individuati 13 casi). In questo modo attraverso l'aumento delle tasse e/o la riduzione delle spese i governi hanno migliorato il saldo primario. In condizioni in cui l'inflazione media era bassa (tra l'1% e il 3%), in cui il tasso medio di rendimento sui titoli era simile al tasso di inflazione e in cui l'economia cresceva tra il 3% e il 9% si sono ottenute riduzioni del rapporto debito pubblico/PIL tra il 25% e l'85%, con una variazione annua di circa 3-4 punti percentuali.

La conclusione principale di questa analisi è che il rapporto debito pubblico/PIL non è mai stato ridotto in maniera significativa attraverso politiche di tipo espansivo, ossia aumentando la spesa o tagliando le tasse, e nemmeno attraverso privatizzazioni, che aiutano nel processo di riduzione ma non sono un fattore chiave. La diminuzione del debito richiede di migliorare l'avanzo primario nel lungo periodo, realizzando, nel contempo, riforme strutturali in grado migliorare la produttività e la competitività del paese e di aumentare il tasso di crescita dell'economia.

6. Teorie e approcci alternativi

di Roberto Celentano

Negli ultimi anni stanno trovando spazio approcci alla problematica del debito pubblico di tipo alternativo a quelli appena presentati, perché non sono concentrati necessariamente sulla sua riduzione in rapporto al PIL, ma mirano a rivalutarne la dimensione provando a ricalcolarlo in funzione di altri parametri (e quindi non solo del debito governativo) o a rivederlo alla luce di nuove considerazioni economiche meno restrittive.

Tali approcci, è importante sottolineare, sono utili per una riconsiderazione dell'intera problematica del debito pubblico italiano che possa eventualmente condurre anche ad una profonda rivisitazione delle regole europee sottostanti l'Unione economia e monetaria e, in particolare, il Fiscal compact.

In particolare, tre sono le posizioni più interessanti.

La prima sostiene un ricalcolo del debito allargandone il concetto e individuando un indice di sostenibilità. Secondo questo approccio sarebbe opportuno ricalcolare il debito pubblico per rispettare più fedelmente la situazione contabile di un paese e la sua capacità futura di far fede agli impegni. La *Stiftung Marktwirtschaft*¹⁷ (SM) stila periodicamente una classifica della sostenibilità a lungo termine

¹⁷ *Stiftung Marktwirtschaft* è una fondazione per l'economia di mercato fondata nel 1982 a Berlino e diretta dagli economisti Michael Eilfort e Bernd Raffelhüschen. La fondazione si occupa prevalentemente di realizzare ricerche e studi sul mercato del lavoro e il sistema della sicurezza sociale.



delle finanze pubbliche degli stati della zona euro. Nei suoi calcoli (Stiftung Marktwirtschaft, 2014, 2015, 2017) la SM considera il debito pubblico comunemente inteso, che i ricercatori tedeschi definiscono «esplicito», assieme a quello «implicito» legato all'invecchiamento della popolazione: in buona sostanza, si tratta della spesa per pensioni, sanità e assistenza che si prevede di dover pagare in futuro.

La cosa interessante è che in base a questi parametri l'Italia presenta un indice di sostenibilità rispetto al PIL tra i migliori in assoluto ed in particolare migliore rispetto alla Germania e alla Francia. «L'Italia – si legge nello studio – non solo precede chiaramente la “locomotiva” Germania ma anche molti altri stati dell'eurozona» perché «può contare, a lungo termine, su uno sviluppo positivo delle finanze pubbliche».

Tabella 18 - Classifica per indice di sostenibilità 2013 (sulla base dei valori del 2012)

	IN % DEL PIL	DEBITO ESPlicito (A)	DEBITO IMPLICITO (B)	INDICE DI SOSTENIBILITÀ (A+B)
1	Lettonia	41	18	59
2	Italia	127	-53	73
3	Estonia	10	83	92
4	Germania	81	73	154
...
16	Francia	90	359	449

Fonte: ns. elaborazione su dati *Stiftung Marktwirtschaft*

Tabella 19 - Classifica per indice di sostenibilità 2014 (sulla base dei valori del 2013)

	IN % DEL PIL	DEBITO ESPlicito (A)	DEBITO IMPLICITO (B)	INDICE DI SOSTENIBILITÀ (A+B)
1	Lettonia	38	17	55
2	Italia	128	- 23	105
3	Estonia	10	115	125
...
5	Germania	77	81	158
...
17	Francia	92	388	480

Fonte: ns. elaborazione su dati *Stiftung Marktwirtschaft*

Tabella 20 - Classifica per indice di sostenibilità 2016 (sulla base dei valori del 2015)

	IN % DEL PIL	DEBITO ESPlicito (A)	DEBITO IMPLICITO (B)	INDICE DI SOSTENIBILITÀ (A+B)
1	Croazia	87	- 48	39
2	Estonia	10	29	39
3	Lettonia	36	17	53
4	Danimarca	40	22	62
5	Italia	132	- 25	107
...
9	Germania	71	90	161
...
14	Francia	96	170	266

Fonte: ns. elaborazione su dati *Stiftung Marktwirtschaft*



In base a questi dati l'Italia ne esce molto meglio rispetto a Germania e Francia dimostrando che il problema dell'indebitamento italiano, se preso nel suo insieme è meno grave di quanto di solito si creda. È evidente che "la contabilità non è neutrale". Il risultato finale dipende dalle regole, ossia dipende dalla politica che sceglie le regole.

Una posizione simile a quella appena accennata è presente in una ricerca del 2019 del gruppo bancario svizzero *Lombard Odier*¹⁸. Nella ricerca, curata da Stephanie de Torquat, si sostiene come la concezione del debito non debba necessariamente essere negativa perché è proprio grazie al debito, che ha consentito di finanziare la realizzazione delle innovazioni, che è stato possibile portare avanti quei processi che hanno permesso alle nostre società di raggiungere il livello di progresso attuale. Senza debito non ci sarebbero innovazioni, le aziende non potrebbero realizzare i propri progetti e i creditori guadagnare il proprio interesse.

È pur vero che oggi, si sottolinea nel paper (de Torquat, 2019), è stato raggiunto il limite del modello di crescita basato sul debito e che il problema della sua sostenibilità apre la porta all'opportunità di crescere in maniera differente, puntando a ridurre le disuguaglianze nelle maggiori economie mondiali per sostenere i consumi. Secondo questo studio nella maggior parte dei casi il rischio più comune non è il *default* (rischio per i creditori di non essere rimborsati), ma piuttosto il fatto che la riduzione del livello di indebitamento delle istituzioni pesi sulla crescita.

Inoltre, si sostiene nel paper del gruppo bancario svizzero, ci sono molti tipi di debito, come diversi tipi di debitori e creditori. Non è sufficiente sapere il livello del debito nell'economia globale, ma è importante conoscere quali sono i soggetti coinvolti e come è composto il debito. Il problema della crisi del 2008 non era il debito in sé, ma il fatto che fosse concentrato nelle mani di debitori che non erano in grado di restituirlo. Secondo questo studio il debito deve essere considerato nel suo insieme e quindi comprendere il debito pubblico, quello privato (delle famiglie), quello delle aziende e quello finanziario. In questo modo il debito rispecchia in maniera più precisa le caratteristiche storiche e culturali di un determinato paese.

Dalle analisi di Lombard Odier sulla totalità del debito dei principali paesi sviluppati emerge immediatamente come l'Italia, ma anche la Grecia, che gode di pessima reputazione in merito al debito pubblico, non sia tra i paesi con un debito totale più alto (311% del PIL nel 2018), anzi è tra quelli più virtuosi in questa particolare classifica. L'Italia ha un debito pubblico molto alto, ma indebitamenti aziendali e delle famiglie abbastanza bassi e comunque sotto controllo. Questo è evidente nella tabella 21: l'Italia è terz'ultima nella classifica del debito governativo (abbiamo un debito governativo tra i più alti, in questa classifica fanno peggio solo Grecia e Giappone), ma è terza in quella del debito aziendale non finanziario, sesta in quella del debito finanziario e addirittura prima in quella del debito delle famiglie. Nel caso dell'Italia, la copresenza di un debito pubblico alto e di un debito privato basso può essere letto come la maggiore propensione al risparmio delle famiglie per la sfiducia nella capacità delle amministrazioni pubbliche di gestire le finanze.

¹⁸ Il Gruppo Lombard Odier è un gruppo bancario svizzero indipendente, fondato nel 1796. La sua sede centrale è a Ginevra. Le sue attività sono organizzate in tre divisioni: *private banking*, gestione patrimoniale e servizi di *back* e *middle office* per altri istituti finanziari, ma si occupa anche di realizzare studi e analisi su economia, innovazione e sostenibilità.



Tabella 21 - Composizione del debito totale dei paesi sviluppati nel quarto trimestre 2018 (dati in % del PIL)

PAESE	TOTALE	GOVERNATIVO	AZIENDALE NON FINANZIARIO	FINANZIARIO	DELLE FAMIGLIE
Irlanda	671	73	193	362	43
Olanda	626	58	169	296	102
Giappone	537	225	102	154	55
Danimarca	495	41	111	227	116
Regno Unito	452	103	84	178	87
Belgio	427	118	163	86	61
Svezia	409	39	159	121	89
Francia	398	111	145	81	60
Svizzera	385	32	120	104	130
Canada	377	82	114	79	101
Portogallo	367	135	99	65	67
Norvegia	364	36	138	88	102
Stati Uniti	326	100	73	78	75
Spagna	317	109	93	57	59
Italia	311	141	70	59	41
Grecia	304	183	56	13	52
Finlandia	296	62	115	53	67
Australia	291	40	76	53	122
Austria	273	84	91	50	49
Germania	236	65	56	62	53

Fonte: Elaborazione Lombard Odier su dati *Institute of International Finance*.

Dal rapporto l'Irlanda emerge come il paese più indebitato (671% del PIL). Seguono l'Olanda e il Giappone. Ma anche paesi come Danimarca, Regno Unito, Belgio, Svezia e Francia non fanno benissimo. Tra i paesi maggiormente indebitati troviamo alcuni, come Svizzera e Olanda, che godono di ottime valutazioni (per il loro debito pubblico) dalle tre principali agenzie di rating.

La Germania si trova in coda alla classifica con un debito totale del 236% del PIL, dimostrando di tenere sotto controllo sia i debiti pubblici che quelli privati e finanziari.

La terza posizione, che per certi versi è simile alla seconda, sostiene che un debito pubblico elevato non sia necessariamente un problema. In un mondo in cui i tassi di interesse sono molto bassi, livelli elevati di debito pubblico possono non essere una complicazione se accompagnati da una buona crescita economica, con tassi di crescita superiori ai rendimenti dei titoli sovrani.

In genere la principale preoccupazione degli economisti è che un elevato debito pubblico possa spiazzare gli investimenti privati, assorbendo fondi che altrimenti potrebbero sostenere l'economia produttiva. Inoltre, comporta costi fiscali – un debito elevato implica tasse elevate e distorsive in futuro – e costi sociali – il debito riduce il capitale nei portafogli dei risparmiatori e quindi riduce la produzione e il consumo futuri.

Secondo alcuni economisti (come Wsj Karen Dyan, ex capo economista del dipartimento al Tesoro Usa) la presenza di tassi di interesse a livello mondiale molto bassi fa presupporre che l'offerta di capitali



sia superiore alla domanda e che quindi ci siano i fondi per gli investimenti privati e che i costi associati ad un alto debito pubblico non siano elevati come si pensava. A queste considerazioni si aggiunge quella per cui con il debito pubblico crescente si potrebbero finanziare gli investimenti infrastrutturali, quelli nella ricerca e rafforzare la crescita del paese.

Blanchard (consigliere economico e direttore del dipartimento di ricerca del FMI) interviene in questa discussione sostenendo che un alto debito pubblico è cattivo ma non catastrofico (Blanchard, 2019). Secondo lui, nell'epoca attuale in cui i tassi di interesse sono bassi, i costi fiscali e quelli sociali di un debito pubblico elevato sarebbero accettabili.

Per Blanchard non solo i tassi di interesse di oggi sono bassi, ma sono anche più bassi dei tassi di crescita dell'economia. Se questa disuguaglianza si mantiene nel futuro, il debito non ha costi fiscali. Il governo può semplicemente ribaltare il debito, emettendo nuovo debito per pagare gli interessi, e il debito aumenterà al tasso di interesse. Ma la produzione aumenterà al tasso di crescita e, se il tasso di crescita è maggiore del tasso di interesse, il rapporto debito/PIL tenderà a ridursi nel tempo senza la necessità di aumentare le tasse.

In secondo luogo, sostiene Blanchard, i costi del welfare sono probabilmente piccoli. Se il tasso di interesse è inferiore al tasso di crescita dell'economia l'accumulazione e la produzione di capitale diminuiscono, mentre i consumi aumentano. Un tasso medio di rendimento del capitale al di sopra del tasso di crescita implica un costo sociale del debito. Un tasso d'interesse inferiore al tasso di crescita implica un beneficio sociale del debito. Normalmente, conclude Blanchard, l'effetto del debito pubblico sul benessere sociale è probabilmente negativo, ma non così grande.

La tesi, secondo la quale la dimensione del debito pubblico non è necessariamente un problema, è comune alla corrente di pensiero nota come Teoria Monetaria Moderna (Kelton, 2020), secondo la quale, se l'inflazione è sotto controllo e gli investimenti funzionano e attivano le forze produttive, il deficit e il debito pubblico non sono un problema. Secondo la Teoria Monetaria Moderna il governo, invece che la banca centrale, ha il compito di gestire la quantità di moneta in circolazione, e facendolo può acquistare senza limiti beni e servizi perché, avendo sovranità monetaria, può stampare tutta la moneta di cui il sistema economico ha bisogno e non essere mai insolvente. Il governo dovrebbe decidere quanto deve spendere e quindi mettere in circolo il denaro che serve in funzione della disponibilità di risorse, non utilizzate, e della capacità produttiva inespressa. Se il denaro in circolazione risultasse in eccesso rispetto alla copertura degli investimenti allora il governo dovrebbe intervenire ritirandolo attraverso le tasse, in questo modo si controllerebbero l'inflazione e i conti pubblici. Fino a che l'economia sarà in grado di assorbire la spesa aggiuntiva, gli stati con sovranità monetaria non si devono preoccupare del livello di deficit, che può essere autofinanziato, o di debito pubblico, che può essere sempre rimborsato. Secondo questa teoria non si dovrebbero, comunque, fare *deficit* illimitati, ma ogni volta che serve denaro per fare quegli investimenti che riescono ad attivare tutte le forze produttive. Ovviamente questo approccio non vale per i paesi, come l'Italia e tutti quelli dell'Eurozona, che non hanno sovranità monetaria avendola trasferita alla Banca Centrale Europea (BCE). Per i governi dell'eurozona (Kelton, 2020) la capacità di spesa dipende in buona parte dalle entrate fiscali, dalla emissione di titoli sui mercati e dalle decisioni della BCE, che ha carattere sovranazionale e indipendente dai governi. Dal punto di vista della Teoria Monetaria Moderna l'aver reciso la cooperazione attiva tra autorità monetarie e politiche rappresenta il problema di fondo dell'euro



(Kelton, 2020). Le soluzioni suggerite vanno verso la trasformazione dell'UE in uno stato federale a tutti gli effetti o verso la restituzione della sovranità monetaria ai singoli stati europei.

7. Politiche straordinarie di riduzione del debito pubblico: il caso KfW e la CdP italiana

Nell'ambito delle politiche straordinarie per la riduzione e per il contenimento del debito pubblico assumono particolare rilevanza quegli istituti di intermediazione finanziaria che rivestono una particolare funzione di promozione dello sviluppo a livello nazionale. Uno dei più importanti istituti nell'ambito di tale funzione è certamente il *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW), ovvero l'Istituto di credito per la ricostruzione creato in Germania nel 1948 per facilitare la ricostruzione delle infrastrutture nell'ambito del Piano Marshall. L'attività del KfW e la sua particolare collocazione nell'ambito del sistema finanziario tedesco ha sollevato accese discussioni in Italia e numerose inchieste giornalistiche ne hanno messo in luce alcuni aspetti controversi. Una breve disamina del KfW, della sua attività e, soprattutto, della sua collocazione in Germania si rende, pertanto, necessaria prima di trattare del caso italiano.

7.1. Il *Kreditanstalt für Wiederaufbau* in Germania

Il KfW è un istituto di intermediazione finanziaria interamente di proprietà pubblica, emette obbligazioni e le sue passività sono garantite al 100% dallo Stato. Ogni anno presta milioni a tassi molto bassi ad aziende e organizzazioni e si occupa anche della costruzione di infrastrutture. Assume inoltre posizioni azionarie in una serie di imprese. Non paga alcuna imposta perché è equiparato alla banca centrale. Secondo la legge relativa al KfW, la Repubblica Federale di Germania partecipa al capitale nominale per un importo pari all'80% e gli Stati federali, i Länder, per l'importo residuo del 20%.

Il KfW è un'istituzione statale e offre prestiti a tassi inferiori a quelli commerciali perché le sue obbligazioni sono considerate di pari status rispetto alle emissioni di debito del governo tedesco. Il KfW, per finanziarsi, emette obbligazioni uguali ai *Bund*, che non entrano, però, nel conto del debito pubblico tedesco. Se vi entrassero, come la logica del Trattato di Maastricht vorrebbe, il debito pubblico tedesco si rivaluterebbe. Il KfW ha svolto un ruolo importante nelle crisi operando come agente fiscale per conto del governo tedesco, consentendo a quest'ultimo di registrare disavanzi e rapporti di debito pubblico inferiori per livello di stimolo pubblico che il KfW ha facilitato.

LA PRIVATIZZAZIONE DEUTSCHE TELEKOM. Un caso particolare di gestione del debito pubblico condotto mediante operazioni di finanza straordinaria è rappresentato dalla privatizzazione della Deutsche Telekom (DT). Il KfW ha iniziato ad acquisire azioni della *Deutsche Telekom* (DT) nel dicembre 1997 assumendo una partecipazione del 13,5%. Nel novembre 1998, KfW ha acquisito un ulteriore 11,2% arrivando a possedere il 24,7% del capitale di DT. Il KfW ha acquistato le azioni direttamente dal governo federale. La vendita di azioni pubbliche a KfW (di proprietà del governo) e il mantenimento di alcune partecipazioni azionarie ha permesso al governo tedesco di mantenere il controllo di DT. Inoltre, gli acquisti e le vendite di azioni DT da parte di KfW hanno aiutato la Germania nelle problematiche sul disavanzo federale tedesco per il mancato rispetto dei criteri di convergenza alla fine degli anni Novanta e, per il meccanismo di disavanzo eccessivo nel 2003-2004. Ancora il 27 giugno 2013, KfW possedeva il 17,3% di DT. (Mitchell, 2013).



IL KfW E LE LANDESBANKEN. Come abbiamo visto, KfW è un'entità creditizia "quasi bancaria" che gode della totale garanzia dello stato e le cui operazioni non rientrano nel calcolo del debito pubblico.

È proprio grazie a questa peculiarità che in Germania è stato possibile immettere liquidità nella disastrosa rete delle *Landesbanken* (banche regionali tedesche partecipate dallo stato e gestite anche con criteri e interessi generali da parte della politica) senza aggravare le finanze federali. Ma se questa liquidità fosse chiamata con il suo vero nome, debito pubblico, lo "spread" reale tra il nostro rapporto debito/PIL e quello tedesco sarebbe molto inferiore rispetto a quello attuale (Mitchell, 2013).

7.2. La Cassa Depositi e Prestiti in Italia

In Italia, Cassa depositi e prestiti (Cdp) svolge oggi una funzione per certi versi assimilabile a quella del KfW tedesco anche se, a partire dal 2003, è stata trasformata in società per azioni e mantiene un profilo sostanzialmente diverso. Oggi, Cassa Depositi e Prestiti (Cdp) è una istituzione finanziaria italiana controllata per l'84% dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e per la restante parte da Fondazioni Bancarie. Fino al 2003, Cdp, in veste di istituto finanziario pubblico, ha svolto la funzione principale di canalizzare verso il finanziamento degli enti pubblici locali la raccolta del risparmio privato e, soprattutto familiare, realizzata attraverso il sistema postale. Diversamente da KfW, non si è occupata di operazioni di ricostruzione industriale, che erano invece affidate ad un altro istituto nazionale, l'IRI, sorto in epoca fascista e divenuto nel dopoguerra uno dei più importanti operatori industriali mondiali per poi essere progressivamente svuotato fino alla chiusura avvenuta nel 2002 in concomitanza con l'introduzione dell'euro. Con la trasformazione in società per azioni, CdP cambia la propria strategia e la propria missione aziendale per trasformarsi in un vero e proprio istituto finanziario al servizio dello sviluppo sul modello tedesco del KfW e su quello francese della *Caisse des Dépôts et Consignations* (CDC) (Gatteschi, 2018).

Con la trasformazione in società per azioni e, quindi, con l'ingresso di soci privati, ma, soprattutto, grazie al nuovo piano industriale, CdP viene classificata da Eurostat come "Intermediario finanziario" ed in questo modo, al pari del KfW tedesco e della CDC francese, è uscita dal perimetro della pubblica amministrazione. Questo vuol dire che, in via di principio, le passività di Cdp non fanno parte del debito pubblico ai fini delle regole Eurostat.

Dal 2015, Cdp è stata qualificata, nel quadro normativo dell'UE, come "Istituto Nazionale di Promozione" volto a supportare gli investimenti e l'economia del paese (Gatteschi, 2018).

Per finanziarsi Cdp può utilizzare buoni o libretti postali garantiti dal Tesoro (costituiscono circa il 75% del totale dei finanziamenti) o emettere obbligazioni proprie non coperte da garanzia statale o, ancora, fare ricorso a prestiti della Banca Europea per gli Investimenti. Mentre, tra le sue attività c'è la possibilità di concedere finanziamenti allo Stato e agli enti locali, alle imprese di interesse nazionale, alle persone fisiche (attraverso il sistema bancario e solo per mutui agevolati per l'acquisto o ristrutturazione dell'abitazione) o per la realizzazione di opere di interesse nazionale.

Per mantenere questa posizione Cdp deve condurre le sue attività mantenendo il rischio di impresa e perseguendo criteri di redditività analoghi a quelli di una società privata, inoltre non può concedere finanziamenti (o acquistare partecipazioni) ad aziende in crisi e prive di prospettive di risanamento.



L'ESCLUSIONE DAL PERIMETRO PUBBLICO DI CDP. Un'attenta ricostruzione della trasformazione di CdP e del suo ruolo oggi in Italia è stata effettuata dall'Osservatorio Conti Pubblici Italiani (Gatteschi 2018) che ha provato a fare chiarezza su un tema abbastanza discusso e che, come già detto, ha alimentato vivaci discussioni in Italia. L'Osservatorio CPI evidenzia come sia CdP che KfW ed anche CDC sono Istituti finanziari esterni al perimetro della Pubblica Amministrazione con la conseguenza che, almeno in via di principio, le loro passività non sono contabilizzate nel debito pubblico nazionale. La ricostruzione fatta dall'osservatorio CPI mette in luce come tale classificazione non dipenda dalla proprietà dell'Istituto o dalla sua forma giuridica quanto piuttosto dal piano industriale e dalla sua concreta operatività. In altre parole, nella classificazione di Istituto esterno alla PA assume rilevanza l'attività svolta che nel nostro caso è rappresentata da attività di intermediazione finanziaria ovvero di raccolta del risparmio privato, da un lato, e di impiego dello stesso in iniziative economicamente sostenibili, dall'altro lato, siano esse pubbliche o private. Questa mission, ad esempio, vieta a CdP di compiere operazioni di salvataggio industriale, come ad esempio un eventuale ingresso in Alitalia oppure nell'Ilva di Taranto. E vieta a CdP di assumere partecipazioni in aziende pubbliche il cui controllo resterebbe in capo a un ente della PA. Da questo punto di vista, il caso Deutsche Telekom e il caso Landesbanken in Germania che coinvolgono KfW fa sorgere chiaramente dei dubbi su quanto appena evidenziato. Bisogna ricordare, inoltre, che la Banca francese e quella tedesca, a differenza di Cdp, sono totalmente pubbliche e godono di una garanzia dello Stato su tutte le loro obbligazioni, mentre in Italia la garanzia dello Stato è una garanzia sussidiaria a favore dei risparmiatori postali, con la conseguenza che Cdp può fallire, mentre CDC e KfW no (Astrid, 2012).

Si tratta di una importante discrasia che pone in evidenza un ulteriore significativo disallineamento tra CdP e KfW o CDC che andrebbe osservato con maggiore attenzione. Inoltre, pur essendosi trasformata in società per azioni nel 2003, CdP ha mantenuto il vecchio "status" di "cassa depositi e prestiti" e cioè continua a raccogliere risparmio postale e ad impiegarlo in prestiti ad enti pubblici, prevalentemente locali. In pratica, l'intera raccolta postale, o perché giacente sul conto di Tesoreria che CdP ha presso il Tesoro o perché trasferita sui conti degli enti territoriali, viene di fatto ricompresa nel debito pubblico. In questo modo, a parere di chi scrive, si viene a creare un vero e proprio paradosso per cui a fronte di una equivalenza istituzionale con KfW e CDC, la nostra CdP si trova sostanzialmente disallineata. Ciò si ripercuote, naturalmente, sulla capacità dello Stato italiano di condurre operazioni straordinarie per la gestione del debito pubblico e, più in generale, ha un evidente impatto negativo sull'entità stessa del nostro debito pubblico. Sta di fatto, per limitare il confronto tra CdP e KfW, che CdP ha un margine di manovra decisamente più ridotto di quello di KfW.

Ciò dipende, in parte, da un disallineamento operativo e dal diverso piano industriale e, dall'altra parte, da un disallineamento nell'applicazione delle regole europee in tema di classificazione degli enti pubblici¹⁹. Infatti, il modo in cui i due istituti fanno provvista di mezzi finanziari è sostanzialmente diverso ed è in parte diversa anche la modalità di impiego degli stessi mezzi. KfW fa ampio uso di emissioni di obbligazioni garantite dallo Stato che, invece, sono piuttosto limitate in CdP e, viceversa, CdP fa ampio uso di raccolta postale che è quasi assente in KfW. Per contro, CdP impiega una parte

¹⁹ Sul punto in questione, si veda la posizione di A Colorni-Hirschman International Institute in Meldolesi L., Carzaniga A., 2020.



notevole della raccolta postale sul conto di Tesoreria dello Stato, mentre KfW interviene in maniera molto più massiccia nel finanziamento delle banche regionali e del sistema imprenditoriale.

7.3. Le strategie di abbattimento del debito pubblico

Nell'ultimo decennio, in particolare tra il 2011 e il 2012 in occasione della crisi dei debiti sovrani in Europa tra cui quella italiana, sono state presentate e discusse diverse ipotesi di abbattimento del debito pubblico italiano mediante operazioni di finanza straordinaria. Tali operazioni rientrano tra quelle più propriamente di gestione del debito analizzate nel paragrafo 6. Si tratterebbe, in altre parole, di operazioni in grado di agire direttamente sullo *stock* di debito pubblico come, ad esempio, le operazioni di riacquisto titoli. Una delle strategie più note e ricorrenti in questo ambito è certamente rappresentata dalle privatizzazioni e cioè dal collocamento sul mercato di quote azionarie di società pubbliche. Un'altra strategia, anch'essa in passato adottata, è quella della vendita di parti del patrimonio pubblico rappresentate da immobili. Inoltre, in teoria, è sempre possibile utilizzare le riserve auree o le riserve valutarie della Banca d'Italia per riacquistare titoli del debito in circolazione.

Queste strategie si basano prevalentemente sull'ipotesi di utilizzo del patrimonio pubblico per costituire risorse finanziarie utili ad abbattere il debito pubblico. Del resto, si tratta pur sempre di patrimonio pubblico disponibile, dal momento che è sempre esclusa l'ipotesi di intaccare il patrimonio indisponibile tra cui quello demaniale, e quindi è patrimonio che lo Stato può sempre ricostruire in futuro. Inoltre, tale strategia si giustifica per la necessità di ridurre gli oneri per la gestione del debito e, quindi, evitare l'effetto snow-ball descritto sopra, ma anche per sottrarsi alla c.d. dittatura dello spread che colpisce i paesi con un elevato rapporto debito/PIL.

Dal momento, però, che queste strategie, pur adottate in passato, non hanno risolto il problema anche perché insufficienti rispetto alla portata stessa del problema, alcuni economisti, in modo particolare alcuni analisti finanziari, hanno messo in evidenza la possibilità di fare ricorso a strategie più sofisticate anche per sfruttare la leva finanziaria che, invece, l'Italia non ha adoperato in misura adeguata.

In altre parole, anziché vendere direttamente parti del patrimonio pubblico, lo Stato dovrebbe utilizzare lo stesso patrimonio a garanzia in modo da amplificare l'effetto e attuarlo molto più rapidamente e cioè in maniera anticipata.

Tra le varie proposte circolate ci limitiamo a presentare quella di Mediobanca avanzata nel 2012 e quella targata Astrid anch'essa proposta nel 2012. Entrambe, dunque, risentono del clima da crisi dei debiti sovrani che si registrava in quell'anno.

LA PROPOSTA DI MEDIOBANCA. La proposta di Mediobanca prevede il trasferimento a Cdp o ad altro veicolo appositamente creato di una parte dei beni dello Stato. Si tratterebbe di beni composti da immobili disponibili e non strategici, da partecipazioni in grandi aziende (quotate e non) e da parte delle riserve auree di Banca d'Italia. Questi beni servirebbero da garanzia per consentire a Cdp o altro veicolo di raccogliere debito, emettendo obbligazioni, come già fa KfW da parecchi anni, senza che queste siano conteggiate nel debito pubblico. Inoltre, grazie alla garanzia delle riserve auree le nuove obbligazioni potrebbero fruttare ai titoli emessi un rating di prim'ordine; inoltre, si potrebbe provare a dismettere i beni della Pubblica Amministrazione che non producono reddito (CNEL 2012).



LA PROPOSTA ASTRID. Sulla stessa linea è l'ipotesi di trasferire direttamente e su base volontaria il patrimonio pubblico ai detentori del debito in cambio della sua cancellazione. Cdp, o un fondo immobiliare appositamente costituito, potrebbe avere in conferimento parte del patrimonio pubblico con il compito di valorizzarlo per poi lanciare un'offerta pubblica di scambio destinata ai soli detentori di titoli di Stato italiani, dando la facoltà di scambiare i titoli di Stato con nuove azioni di Cdp o con le quote del fondo immobiliare. In questo tipo di processo l'obiettivo non deve essere solo quello di usare il patrimonio pubblico in ragione della sua vendibilità con il fine di fare "cassa" per ridurre il debito pubblico, ma con l'obiettivo di riordinare il patrimonio, farlo rendere e valorizzarlo (Astrid, 2012).

8. Conclusioni

L'esplosione della pandemia ha avuto conseguenze sulla percezione del debito pubblico tra le varie istituzioni europee e internazionali. C'è stata una sorta di inversione, per cui un debito elevato non è considerato necessariamente un problema o un limite. Mentre nel 2018, ma anche nel 2019, le agenzie di rating, come per esempio *Standard & Poor's* (S&P), valutavano negativamente la tendenza al rialzo del rapporto tra debito e PIL fino al 128,5% e le prospettive future del merito creditizio (*outlook*), nel novembre 2020 questi giudizi sono migliorati, nonostante il rapporto debito/PIL sia stimato attorno al 160% per il 2020, e l'*outlook* è passato da negativo a stabile.

Tutto questo si lega al cambio di prospettiva delle principali istituzioni internazionali. Anche il Fondo monetario è passato dall'essere intransigente sulla necessità del rigore di bilancio al promuovere le politiche fiscali espansive e a vedere le opportunità, in termini di stimolo alla crescita, dietro il debito pubblico. In questo cambio di prospettiva gioca un ruolo importante anche il costo del debito che si annulla per effetto delle politiche delle banche centrali.

Quasi tutto l'aumento del debito dello stato italiano nel 2020 e, probabilmente, nel 2021 è nei confronti della BCE, e in minima parte verso l'UE tramite il *Recovery Fund* e il Meccanismo Sure. Si tratta di debiti che "non costano nulla allo Stato italiano" e che alla scadenza, inflazione permettendo, verranno senz'altro rinnovati e quindi non rappresentano più un problema e non è pertanto necessario chiederne la cancellazione (Cottarelli 2020). Il debito in capo a queste istituzioni, ricorrendo alla vecchia arma della riserva obbligatoria per disinnescare all'occorrenza la mina inflazionistica, potrebbe rimanere come una pura posta contabile ed essere, addirittura, escluso, sostiene Cottarelli, dal conteggio per il rispetto dei vincoli europei quando saranno reintrodotti.

Si tratta, certamente, di una prospettiva interessante, oltre che affascinante, che, però, al momento non sembra venire presa in considerazione né dall'Europa né dall'Italia che, invece, continua a muoversi con ripetute richieste di scostamento, confermando il piano di rientro decennale basato su un piano di *austerità* (che, secondo il governo, si presenterebbe moderata e sostenibile) e sull'efficacia del PNRR che, però, poggia su proiezioni molto fragili e, in definitiva, poco credibili.

Pertanto, crediamo che il cambio di prospettiva nell'analisi del debito pubblico, in particolare a livello italiano ed europeo, sia assolutamente indispensabile sia per evitare nuove crisi del debito sovrano sia, soprattutto, per evitare nuovi pesanti ed improvvisi shock fiscali che rischierebbero di danneggiare seriamente l'economia italiana oltre che intaccare sensibilmente la ricchezza degli italiani.



Bibliografia

AA.VV., *Il debito pubblico in Italia: perché è un problema e come se ne esce*, «Rivista di Politica Economica» n. 1-2019, Confindustria Servizi Spa, Roma, 2019.

AA.VV., *Honorable States? EU Sustainability Ranking 2013*, «Stiftung Marktwirtschaft», Berlino, 2014.

AA.VV., *Honorable States? EU Sustainability Ranking 2014*, «Stiftung Marktwirtschaft», Berlino, 2015.

AA.VV., *Honorable States? EU Sustainability Ranking 2016*, «Stiftung Marktwirtschaft», Berlino, 2017.

Artoni, R., Biancini, S., “Il Debito Pubblico dall’Unità ad oggi”, in Ciocca, P., Toniolo, G., *Storia Economica d’Italia*, Bari, Banca Intesa – Laterza, 2004.

Astrid, *Le proposte per la riduzione dello stock del debito pubblico: pregi e difetti*, Roma, 2012.

Auerbach, A.J., *Fiscal Policy*, University of California, Berkeley, 5 ottobre 2017.

Banca d’Italia, *Tavole Storiche Indicatori monetari e finanziari*, Roma, 2013.

Banca d’Italia, *Finanza pubblica: fabbisogno e debito*, Roma, 2020

Bernardini, S., Cottarelli, C., Galli, G., Valdes, C., “La riduzione del debito pubblico: l’esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni”, AA.VV., *Il debito pubblico in Italia: perché è un problema e come se ne esce*, «Rivista di Politica Economica» n. 1-2019, Confindustria Servizi Spa, Roma, 2019.

Blanchard, O., *Public Debt and Low Interest Rates*, working paper, Peterson Institute for International Economics, Washington, febbraio 2019.

Camera dei Deputati, Servizio Studi, *Gli aiuti di Stato nell’attuale epidemia da Covid: il nuovo quadro UE*, Roma, 10 novembre 2020.

Cancellato, F., *I cinque trucchi con cui la Germania bara sui conti. Banche pubbliche, debiti dei Comuni, rispetto delle regole: sono i più bravi o solo i più furbi?*, «Linkiesta.it», 8 luglio 2014.

CNEL, *Lo stock del debito pubblico si può abbattere con misure straordinarie?*, Commissione istruttoria per la politica economica, le politiche europee e la competitività del sistema produttivo, Sala del Parlamentino CNEL, Roma, 5 giugno 2012

Consob - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, *La crisi del debito sovrano del 2010-2011*, Roma, 2020.

Cottarelli, C., *Il Macigno. Perché il debito pubblico ci schiaccia e come si fa a liberarsene*. Feltrinelli Editore, Milano, 2018.

Cottarelli, C., *Debito pubblico, la ricetta di Cottarelli: “Per uscire dal tunnel bisogna portare l’avanzo primario al 3,5-4%”*, intervista sull’Huffingtonpost, 18 luglio 2018.



Cottarelli, C., *Come si cura il debito*, «Repubblica», 17 novembre 2020.

Cremonesi, C., *Who are the foreign investors in Italian government debt? A breakdown by geography and institution*, UniCredit Bank, London, 2019.

de Torquat, S., *Fear and loathing in global debt. An analysis of the sustainability and challenges of debt*, Lombard Odier Investment Solutions/Investment Strategy department, Ginevra, June 2019.

Eurostat, *Structure of government debt*, giugno 2019.

Filippi, S., *La verità nascosta: una ricerca condotta da un ente di studi tedesco svela che il paese europeo più virtuoso sul fronte del debito pubblico è l'Italia, migliore della Germania*, «Il Giornale», 20 dicembre 2013.

IMF, *Fiscal Monitor*, aprile 2020.

IMF, *Fiscal Monitor*, ottobre 2020.

IMF, *World Economic Outlook*, aprile 2020.

IMF, *World Economic Outlook*, ottobre 2020.

IMF, *World Economic Outlook Update*, Gennaio 2021.

IMF, *Fiscal Monitor, Update*, Gennaio 2021.

Fortis, M., *Germania, record di debito pubblico "esportato"*, «Il Sole 24 ore», 20 febbraio 2016.

Francesco, M., Pace, A., *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, «Questioni di Economia e Finanza» (Occasional papers) n. 31, Banca d'Italia, Roma, 2008.

Fumagalli, A., *La crisi dei debiti sovrani in Europa*, paper, Università di Pavia, Pavia, 2012.

Gabanelli, M., *Debito: un'idea per uscirne vivi e tornare a crescere*, «Corriere della Sera», 29 maggio 2018.

Galiani, A., *Il debito pubblico troppo alto non fa più paura a governi*, AGI – Agenzia Italia, 17 febbraio 2020.

Gatteschi, S., *CDP e i conti pubblici*, Osservatorio Conti Pubblici Italiani, Università del Sacro Cuore, Roma, 2018.

Gatteschi, S., *Il peso dell'evasione fiscale sul debito pubblico*, Osservatorio Conti Pubblici Italiani, Università del Sacro Cuore, Roma, 2018.

Istat, *Le prospettive per l'economia italiana nel 2020-2021*, Roma, 3 dicembre 2020.

Kelton, S., *Il mito del deficit: La teoria monetaria moderna per un'economia al servizio del popolo*, Fazi Editore, Roma, 2020.



Lops, V., *Italia? No, è la Francia il paese più indebitato dell'area euro*, «Il Sole 24 ore», 31 agosto 2017.

Lops, V., *Monetizzare e cancellare il debito. I Paesi che lo fanno e come funziona*, «Il Sole 24 ore», 22 giugno 2018.

MEF *Relazione sull'economia non osservata e sull'evasione fiscale e contributiva (anno 2020)*, Roma, 2020.

MEF, *Linee guida sulla gestione del debito pubblico 2020*.

MEF, *Relazione al Parlamento*, 5 marzo 2020.

MEF, *Linee guida sulla gestione del debito pubblico 2020*.

MEF, *Linee guida sulla gestione del debito pubblico 2020, aggiornamento*.

MEF, *Documento di Economia e Finanza 2020*, Roma, aprile 2020

MEF, *Relazione al Parlamento*, 24 aprile 2020.

MEF, *Rapporto sul debito pubblico 2019*.

MEF, *Relazione al Parlamento*, 22 luglio 2020.

MEF, *Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza 2020*, Roma, ottobre 2020.

MEF, *Relazione al Parlamento*, 5 ottobre 2020.

MEF, *Documento Programmatico di Bilancio 2021*.

MEF, *Relazione al Parlamento*, 20 novembre 2020.

MEF, *Linee guida sulla gestione del debito pubblico 2021*.

MEF, *Relazione al Parlamento*, 15 gennaio 2021.

Meldolesi L., Carzaniga A., *Parità di trattamento del Debito Pubblico in Europa!*, www.uffeddi.it, 24 marzo 2020.

Mitchell, B., *The fiscal role of the KfW*, working paper, 2013.

Mucchetti, M., *Il peccato tedesco sul debito*, «Corriere della Sera», 7 settembre 2011.

OECD, *Government at a Glance 2019*, 2019.

Riolfi, W., *Debito pubblico, perché non fa (quasi) più paura. Il ruolo della BCE e la verità sul Mes*, «Corriere della Sera», 8 novembre 2020.

Salvo, A., *Il debito pubblico italiano*, tesi di laurea, Università di Luiss, Roma, 2016.