



PERCORSO AGENZIA DELLE ENTRATE

Il Debito pubblico

Introduzione

Benvenuti.

In questa lezione parleremo del debito pubblico italiano.

In particolare vedremo:

- le principali misure che lo Stato può adottare per finanziare il Debito
- gli stabilizzatori automatici
- e la sostenibilità del Debito

Bene, non ci resta che cominciare...

Debito e forme di finanziamento

Il debito pubblico è il debito che lo Stato contrae nei confronti di altri soggetti economici quali individui, imprese, banche, sia residenti entro i confini dello Stato stesso, che in Stati esteri. Il debito pubblico è quindi detenuto sia da residenti domestici, che da non residenti (o residenti all'estero). Normalmente sono presenti entrambe le componenti in misura variabile.

Il debito con i residenti è comunque preferibile al debito con i non residenti, in quanto nel primo caso gli interessi pagati su di esso e il capitale che viene restituito alla scadenza del prestito possono tornare direttamente all'interno del sistema economico del Paese, con conseguenti effetti positivi sulla domanda e quindi sulla crescita economica.

In ogni caso, quali essi siano, tali soggetti fanno credito allo Stato attraverso l'acquisizione di obbligazioni o titoli (titoli di Stato) che lo Stato emette con l'obiettivo di coprire il fabbisogno pubblico. In altre parole si tratta del prestito che piccoli e grandi investitori fanno allo Stato per finanziare le sue attività. Ciò può avvenire nel momento in cui lo Stato emette i suoi titoli, acquistandoli direttamente o tramite un intermediario ad un'asta pubblica (mercato primario), o acquistandoli da altri investitori che li avevano a loro volta acquistati in precedenza sul cosiddetto mercato secondario.

In riferimento al tempo, il debito pubblico si può anche definire come lo stock di indebitamento che lo Stato ha accumulato (nel tempo appunto) per finanziare i deficit dei propri bilanci passati. E' il risultato di scelte passate di politica fiscale ed è destinato a produrre effetti nel futuro. Viene quindi dal passato e si proietta nel futuro: si dice infatti che le generazioni passate (e presenti) scaricano il debito sulle generazioni future.

E' inoltre importante ricordare che, oltre lo Stato centrale, anche altri soggetti pubblici (Regioni, Province, Comuni, Stati federati ed Enti pubblici vari) possono emettere titoli di credito rappresentativi del proprio debito, con circolazione dei titoli sia interna, che estera. Il debito pubblico può essere dunque suddiviso in debito pubblico dell'amministrazione centrale e debito pubblico dell'amministrazione periferica (enti territoriali e enti locali).

La differenza tra entrate e uscite di uno Stato è detta “saldo primario” e se è positivo, si ha “surplus primario”. Ma la presenza di un debito impone da parte dello Stato, oltre alla necessità di restituire quanto preso a prestito nei tempi e nelle modalità prestabilite al momento dell’accensione del debito (ovvero dell’emissione dei titoli emessi per finanziarlo), anche la copertura per gli interessi che da questo prestito scaturiscono e che costituiscono anch’essi una delle voci di spesa pubblica, la cosiddetta spesa per interessi.

Nel bilancio pubblico vanno quindi aggiunti alle uscite gli interessi sul debito pre-esistente che devono anch’essi essere pagati dallo Stato ai suoi creditori (oltre al valore dei titoli o obbligazioni emesse).

Quando le entrate sono inferiori alla somma di uscite e spesa per interessi, si ha un deficit:

Deficit: Entrate < Uscite + spese interessi

Si tratta quindi della risultante del bilancio nel suo complesso. In termini di deficit, il debito pubblico può essere considerato come la sommatoria, anno dopo anno, dei deficit di bilancio del passato.

Il deficit pubblico incide sia:

- sul settore reale, in quanto il deficit pubblico incide sulla formazione del PIL perché contribuisce a formare la domanda interna di prodotti e di servizi
- sia sul settore finanziario, in quanto si finanzia il deficit pubblico con l’emissione di titoli di Stato che contribuiscono a determinare l’allocazione del risparmio e i tassi di interesse con cui viene remunerato il risparmio e a cui famiglie e imprese possono prendere a prestito

Per finanziare questo eccesso di spese sulle entrate (il deficit pubblico), lo Stato ha 2 possibilità:

- ricorrere **all’indebitamento**, mediante aste pubbliche cui partecipano intermediari finanziari. Ossia collocare sul mercato finanziario dei titoli emessi dallo Stato (obbligazioni di varia scadenza) perché vengano acquistati dalle banche per conto proprio o per conto dei propri clienti. Questi titoli si possono dividere in 2 gruppi:
 1. titoli che hanno scadenza a breve (entro 24 mesi e senza cedole):
 - BOT, Buoni Ordinari del Tesoro emessi a 3,6 o 12 mesi
 - CTZ, Certificati del Tesoro Zero coupon (senza cedola)
 2. titoli con scadenza superiore ai 24 mesi fino a 40 anni con cedole:
 - CCT, Certificati di Credito del Tesoro
 - BTP, Buoni del Tesoro Poliennali
- oppure ricorrere al **finanziamento monetario**, in quanto il Tesoro può attingere al conto corrente di tesoreria presso la Banca Centrale. In questo caso si instaura un rapporto diretto tra Stato e Banca Centrale che non passa attraverso i mercati finanziari. Seguendo le due regole date dalla UME relative alla politica fiscale, questo conto corrente è sempre su basi attive. Infatti:
 1. la prima regola dice che lo Stato deve avere il conto corrente presso la tesoreria della propria Banca Centrale sempre in attivo. Nel Trattato di Maastricht si esclude la possibilità dello scoperto del conto corrente e anche l’acquisto da parte delle Banche Centrali dei titoli pubblici al momento dell’emissione in asta
 2. la seconda regola dice che lo Stato non può acquistare titoli di debito pubblico sul mercato primario, ossia sul mercato di prima emissione dei titoli

Il Finanziamento del deficit pubblico va strettamente monitorato. Il finanziamento monetario può portare infatti all'inflazione e a una perdita di autonomia della politica monetaria.

Deficit e politica fiscale

La politica fiscale stabilisce l'entità della spesa pubblica e la sua allocazione tra le diverse voci di spesa. Tramite essa si ha uno spostamento di reddito da finalità private a finalità pubbliche, come ad esempio la diffusione dello sviluppo, la redistribuzione del reddito e la attenuazione dei divari territoriali. Una politica fiscale espansiva aumenta il deficit (o riduce l'eventuale surplus). Essa può dare slancio all'economia e stimolare la ripresa nel caso in cui languisce la domanda di beni e servizi, ma può anche dare origine a spinte inflazionistiche nel caso in cui ci sia carenza di offerta di beni e servizi.

Stabilizzatori Automatici

Il bilancio pubblico può attenuare l'andamento del ciclo economico con l'attivazione di stabilizzatori fiscali automatici. Si tratta di uscite che aumentano in modo autonomo (automatico appunto) quando l'economia rallenta o è in recessione, e si riducono automaticamente quando essa accelera o è in espansione. Un esempio di queste uscite sono le spese per assistenza sociale, come la Cassa Integrazione o le indennità di disoccupazione.

Gli stabilizzatori automatici operano anche dal lato delle entrate: in fase di espansione i maggiori redditi percepiti da cittadini e imprese fanno sì che - laddove come in Italia l'imposizione fiscale è progressiva - il gettito fiscale aumenti più che proporzionalmente di quanto aumentino redditi da lavoro e profitti, raffreddando così l'espansione della domanda privata per beni e servizi. Simmetricamente, in fase di rallentamento economico tende ad accadere il contrario.

Oltre ad essere automatici, ovvero a non necessitare di specifiche decisioni del governo o del parlamento per diventare operativi, una importante caratteristica di questi stabilizzatori è che intervengono rapidamente. Essi possono quindi smussare efficacemente le fluttuazioni economiche, con importanti effetti anticiclici.

Sostenibilità del debito

Quando un Paese ha il bilancio in deficit deve ricorrere a nuovo indebitamento, con conseguente aumento del debito pubblico. Questo determina un aumento del flusso di interessi che lo Stato deve pagare sul suo debito, contribuendo così a creare nuovo deficit e nuovo indebitamento. Si rischia così di entrare in un circolo vizioso che, se non viene arrestato, può portare a una crisi di sfiducia sulla capacità dello Stato in questione di onorare i propri debiti. In questo caso, infatti, lo Stato dovrà alzare il tasso di interesse sui suoi titoli per riuscire ad indurre gli investitori a continuare a dargli a prestito, rinnovando i titoli in scadenza e acquistando i nuovi titoli emessi per finanziare il nuovo deficit. Infatti, per continuare a farlo, gli investitori chiederanno allo Stato in questione un "premio" che li compensi per il rischio che corrono dando a prestito ad un debitore percepito come non del tutto affidabile (il cosiddetto "premio di rischio"), data la probabilità non trascurabile che esso risulti insolvente (ovvero che faccia "default").

Quando non esistono vincoli amministrativi ai flussi finanziari transfrontalieri (ovvero quando esiste libertà di movimento internazionale dei capitali), la poca fiducia nella sostenibilità del debito pubblico di un Paese, ovvero della volontà e capacità dei suoi governi futuri di onorare gli impegni verso i suoi creditori, può spostare la domanda di titoli pubblici sia dei residenti che dei non residenti verso le emissioni dei Paesi considerati più sicuri. Questo determina il cosiddetto "spread", cioè il differenziale tra il tasso d'interesse richiesto dal mercato per acquistare e detenere titoli considerati rischiosi e quello richiesto per titoli percepiti come sicuri (non a rischio di default). Lo spread riflette quindi il premio di rischio richiesto dagli investitori residenti e non residenti per detenere i titoli emessi da un Paese che ha una probabilità

non trascurabile di fare default sul suo debito. Un ruolo importante hanno a questo riguardo le agenzie di rating, che sono delle agenzie private che forniscono le loro valutazioni (“rating”) sulla solidità finanziaria di coloro che emettono titoli di debito, siano essi imprese private o emittenti sovrani, cioè Stati. Il loro giudizio verte sulla capacità (e volontà) di un’impresa o di uno Stato di onorare il proprio debito e gli interessi su di esso alle scadenze e alle condizioni convenute. Esse forniscono così degli indici di maggiore o minore fiducia presi a riferimento dagli investitori nei confronti dei titoli emessi da imprese e Stati.

Tipicamente, all’interno dell’UE, i titoli di stato tedeschi sono percepiti come sicuri (sono cioè dei “safe assets”, delle obbligazioni con probabilità di default vicina allo zero) e fungono da riferimento (da “benchmark”) rispetto a cui viene misurato lo spread sui titoli pubblici emessi da Paesi percepiti come più a rischio di default.

In certe situazioni, una crisi di sfiducia può auto-alimentarsi, perché il rialzo del premio di rischio dovuto alla crescente sfiducia degli investitori circa la sostenibilità del debito pubblico di uno Stato fortemente indebitato aumenta la spesa per interessi che esso è costretto a pagare sul suo debito, rendendo in tal modo ancora più probabile che lo Stato in questione faccia default. Fu proprio in una situazione del genere che nell’estate del 2012 Mario Draghi prese il famoso impegno a nome della Banca Centrale Europea (BCE) che allora presiedeva (“Whatever it takes”), ad acquistare illimitatamente titoli di Stato dei Paesi ritenuti a rischio (naturalmente a condizione che essi intraprendessero severe misure di risanamento), interrompendo così la pericolosa spirale di sfiducia che si era innescata.

Il debito pubblico italiano e l’emergenza COVID-19

Lo stock del debito pubblico italiano era già molto elevato prima dell’emergenza COVID-19: circa € 2.413 miliardi nel 2019, ovvero 135% del PIL italiano e il 20,2% del PIL dell’area euro di quell’anno, di cui circa 1/3 era detenuto nei portafogli di non residenti. Inoltre, l’Italia è stato l’unico Paese tra quelli coinvolti nella crisi del debito sovrano europeo iniziata nel 2010 a non essere riuscito a iniziare un percorso di riduzione del rapporto debito pubblico/ PIL negli anni precedenti l’emergenza COVID-19, nonostante il calo della spesa per interessi sul debito dovuto ai massicci acquisti di titoli da parte della BCE nell’ambito del cosiddetto “quantitative easing” (QE). In effetti, negli anni l’Italia è diventata sempre più dipendente dal programma di acquisto di titoli della BCE per sostenere il proprio debito pubblico: gli acquisti di titoli di Stato avvenuti nel contesto del QE ha consentito nel 2019 all’Italia di mantenere il rapporto tra il debito pubblico detenuto dal mercato e il suo PIL allo stesso livello del 2009 (circa il 112%), anche se il rapporto tra debito pubblico totale e PIL è cresciuto nello stesso decennio dal 116,6% al 134,8%. Questo vuol dire che una quota sempre crescente del debito pubblico italiano è stato acquistato ed è detenuto dalla BCE.

Data questa situazione, non sorprende che le preoccupazioni relative alla sostenibilità del debito pubblico italiano sono immediatamente cresciute quando il governo italiano, primo tra i Paesi occidentali, ha dovuto imporre severe misure di distanziamento e blocco delle attività economiche al diffondersi del COVID-19 all’inizio di marzo del 2020. Le previsioni più accreditate hanno immediatamente preso atto della nuova situazione, stimando che nel 2020 l’Italia avrebbe fatto registrare un calo del PIL intorno al 10%, con un debito pubblico che a fine anno sarebbe balzato al 160% del PIL. Ciò ha fatto subito salire lo spread tra titoli italiani e titoli tedeschi. Era anche evidente che, se non altro a causa delle sue dimensioni, una crisi del debito sovrano italiano avrebbe avuto gravi ricadute sui mercati finanziari globali, con i non residenti e le banche italiane (rispettivamente detentori del 25,6% e del 16,8% del debito totale italiano) come principali veicoli di contagio.

Oltre a provvedimenti quali la sospensione temporanea del Patto di Stabilità e Crescita, che ha consentito ai vari governi d’affrontare le grandi spese in deficit rese necessarie dalla pandemia, la risposta delle istituzioni europee alla crisi pandemica si è concretizzata essenzialmente nel lancio di due programmi.

Il 18 marzo 2020 la Presidente della BCE Christine Lagarde ha annunciato il lancio del “Pandemic Emergency Purchase Programme” (PEPP), ovvero del Programma di acquisto di emergenza pandemica di titoli dei Paesi dell’area euro per 750 miliardi di euro, poi portato a 1.350 miliardi di euro ed esteso fino a metà 2021. Presentato come una “risposta eccezionale” a “circostanze temporanee ma estreme”, un’importante peculiarità di questo programma che lo distingue da analoghi programmi di acquisto di titoli implementati in passato dalla BCE nell’ambito del QE è la sua flessibilità. Quest’ultima si estrinseca in modo particolare nella possibilità per la BCE di scostarsi temporaneamente da quella rigida proporzionalità che la obbligava a distribuire i suoi acquisti tra i titoli dei vari Paesi in conformità alla quota del PIL di ciascun Paese sul PIL totale dell’area euro. Ciò consente alla BCE di acquistare i titoli dei Paesi finanziariamente più fragili – tra cui in primis l’Italia – in quantità maggiore di quanto spetterebbe loro in base alle dimensioni relative delle loro economie. L’annuncio e poi l’implementazione del PEPP hanno quindi dato grande sollievo all’Italia, calmierando lo spread con i titoli tedeschi, e soprattutto consentendo al governo di finanziare l’enorme deficit pubblico dovuto alla pandemia col supporto decisivo degli acquisti massicci di titoli di Stato italiani da parte della BCE.

L’altro programma è il cosiddetto “Next Generation EU”, approvato dai governi UE il 20 luglio 2020, che prevede per l’Italia 81,4 miliardi di euro di aiuti a fondo perduto e 127 miliardi di euro di prestiti a tasso agevolato. L’importanza di questi fondi è che dovrebbero finanziare quegli investimenti che, se accompagnati dalle necessarie riforme, potrebbero consentire all’Italia di rafforzare il proprio potenziale di crescita, nell’ultimo quarto di secolo la più anemica nell’ambito delle economie avanzate. Alzare il tasso di crescita di lungo periodo è anche fondamentale per la sostenibilità del debito pubblico italiano. Infatti, se a differenza che nel recente passato il PIL nominale crescesse ad un tasso almeno pari al tasso d’interesse che lo Stato italiano deve pagare sul suo debito, quest’ultimo si stabilizzerebbe rispetto al PIL senza la necessità di mantenere nel tempo un avanzo primario, senza cioè la necessità per il settore pubblico italiano di spendere per il benessere dei suoi cittadini sistematicamente meno dei suoi introiti fiscali.

Conclusioni

Bene, anche per questa lezione è tutto.

Ti ricordo che abbiamo approfondito diverse tematiche, tra cui:

- il debito pubblico italiano
- le principali forme di finanziamento dello Stato
- gli stabilizzatori automatici
- la sostenibilità del debito
- e, infine, un particolareggiato cenno agli effetti che la pandemia di Covid 19 ha avuto sul nostro debito pubblico

Buono studio!