



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# *Debito Pubblico*

*Come ci siamo arrivati e come  
sopravvivergli*

Massimo Bordignon

Lezione SdF, U. Cattolica Milano

1 dicembre 2022



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Il libro

Massimo

**Bordignon**

Gilberto

**Turati**

## **DEBITO PUBBLICO**

*come ci siamo  
arrivati e come  
sopravvivergli*

PICCOLA BIBLIOTECA PER UN PAESE NORMALE

VITA E PENSIERO




# Perché il libro?

- Difficile spiegare cos'è il debito pubblico
- Come si fa a concepire un debito di 2.700 miliardi (45.000 euro a testa, infanti inclusi) quando il reddito medio annuo degli italiani è 22.000 euro?
- E poi debito di chi e nei confronti di chi?
- Si capisce che è un debito degli italiani (lo dice la TV)..ma anche che sono in gran parte (per il 70%) soldi dovuti a altri italiani: che razza di debito è?
- Perché mai dovremmo occuparcene o preoccuparcene?



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# La classifica finale della Serie A 2010/2011

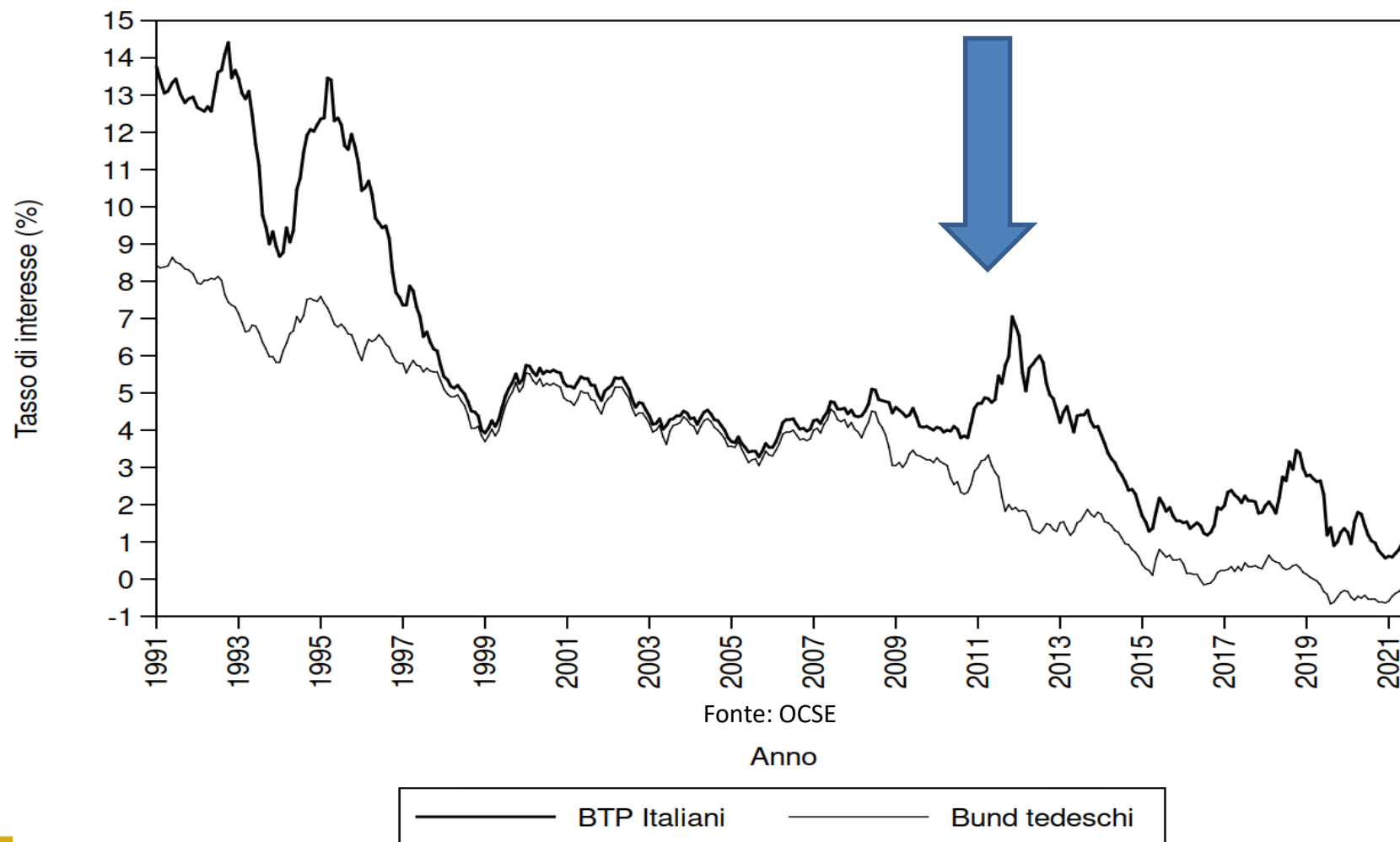
◆	Pos. ◆	Squadra ◆	Pt ◆	G ◆	V ◆	N ◆	P ◆	GF ◆	GS ◆	DR ◆
	1.	 Milan	82	38	24	10	4	65	24	+41
	2.	 Inter	76	38	23	7	8	69	42	+27
	3.	 Napoli	70	38	21	7	10	59	39	+20
	4.	 Udinese	66	38	20	6	12	65	43	+22
	5.	 Lazio	66	38	20	6	12	55	39	+16
	6.	 Roma	63	38	18	9	11	59	52	+7
	7.	 Juventus	58	38	15	13	10	57	47	+10
[98]	8.	 Palermo	56	38	17	5	16	58	63	-5
	9.	 Fiorentina	51	38	12	15	11	49	44	+5
	10.	 Genoa	51	38	14	9	15	45	47	-2
	11.	 Chievo	46	38	11	13	14	38	40	-2
	12.	 Parma	46	38	11	13	14	39	47	-8
	13.	 Catania	46	38	12	10	16	40	52	-12
	14.	 Cagliari	45	38	12	9	17	44	51	-7
	15.	 Cesena	43	38	11	10	17	38	50	-12
	16.	 Bologna (-3)	42	38	11	12	15	35	52	-17
	17.	 Lecce	41	38	11	8	19	46	66	-20
♥	18.	 Sampdoria	36	38	8	12	18	33	49	-16
♥	19.	 Brescia	32	38	7	11	20	34	52	-18
♥	20.	 Bari	24	38	5	9	24	27	56	-29



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Perché il 2011?

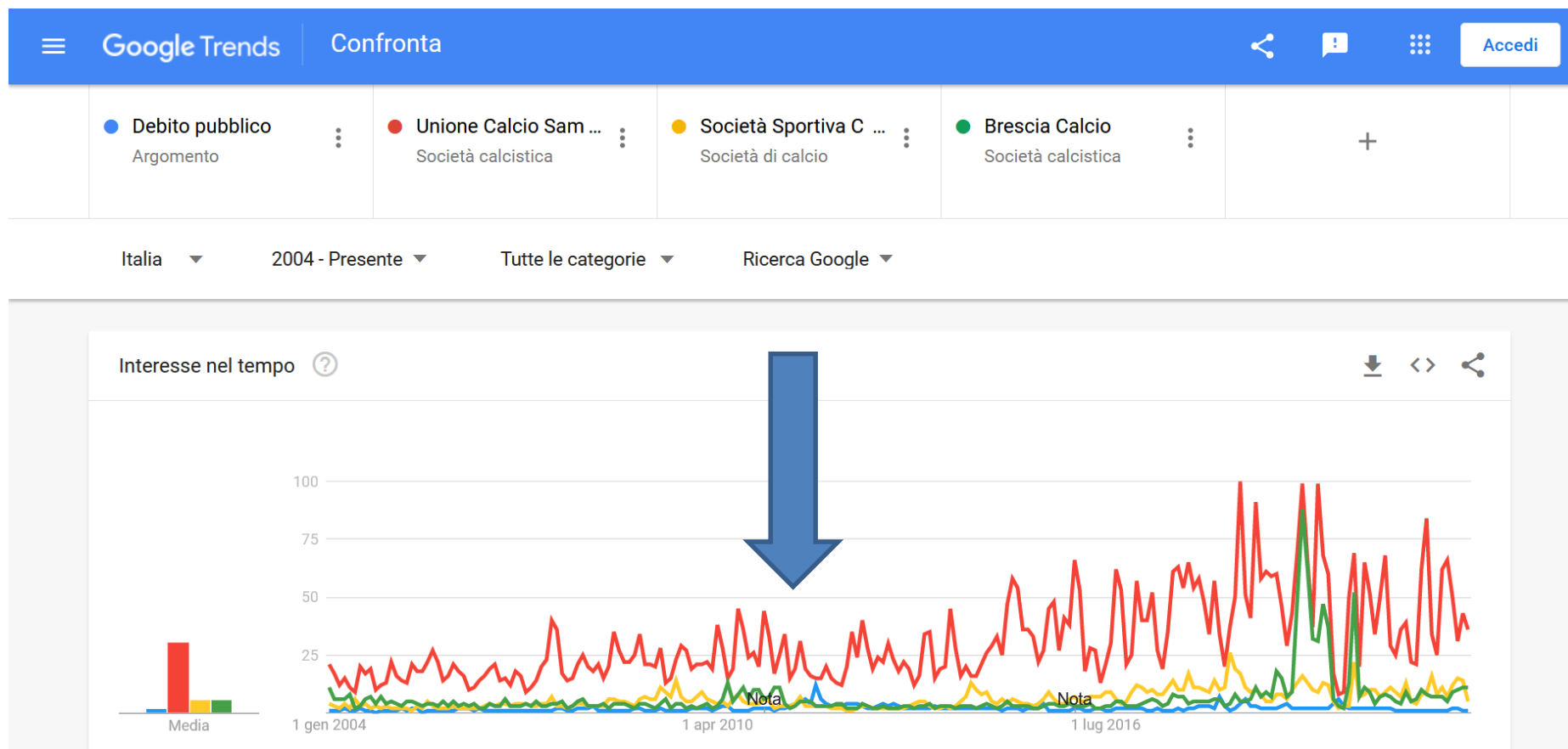
Lo spread tra BTP e Bund





UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# L'interesse degli italiani





- **Debito pubblico:** somma delle passività che in un dato momento storico la PA (cos'è?) ha nei confronti del settore privato (residenti italiani o esteri, banche, imprese, private cittadini)
- E' uno **stock**, misurato in un dato momento. Al contrario del PIL che è un **flusso** (il valore aggiunto prodotto in un anno)
- **In Italia:** Debito PA 2.410 mld euro (31 dicembre 2019); 2.573 mld (31 dicembre 2020); 2.734 mld (31 agosto 2021); 2.755 mld (31 marzo 2022)



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Debito lordo e netto

- E' tipicamente misurato come **debito lordo**, senza considerare i **crediti** della PA verso i privati e la proprietà di **attività reali** della PA (infrastrutture, edifici, terreni, ...)
- In base alle stime disponibili, la PA possiede 403 mld di **attività finanziarie** e circa 2.000 miliardi di **attività reali** (ma non ci sono valutazioni di mercato); ma non ci sono dati affidabili per confronti internazionali sul debito netto (solo qualche stima FMI)
- Problema è liquidare le attività se necessario, difficile sia per ragioni economiche sia politiche: debito lordo **più rilevante** per comprendere la situazione finanziaria di un paese





- Il debito pubblico può assumere diverse forme (monete e depositi garantiti, prestiti da istituzioni internazionali, ..) ma la forma prevalente sono **titoli** a diversa scadenza
- **Vantaggio** dei titoli: sono liquidi, hanno un mercato sul quale gli investitori li possono scambiare prima della scadenza (il valore prima della scadenza si muove in modo inverso ai tassi di interesse rendendo + rischiosi i titoli + a lunga)
- In Italia, **85% del debito pubblico è sottoforma di titoli** che differiscono per (1) durata (da 3 mesi a 50 anni) (2) se pagano o meno interessi (3) se sono indicizzati all'inflazione (4) la valuta nella quale sono emessi etc.



# Importante riconoscere che ...

- **La scadenza conta.** Più lunga la scadenza, più alti gli interessi che si devono pagare; ma più lunga la scadenza e più il debito è “immunizzato” dalla volatilità dei tassi a breve termine.
- In Italia, la **durata media** è 7,6 anni, quindi il Tesoro ha la necessità di rinnovare sul mercato (un po’ meno di )  $1/7$  del debito ogni anno, circa 400 miliardi.
- **L’inflazione conta.** Solo l’11% del debito italiano è indicizzato all’inflazione, un altro 11% parzialmente (per gli interessi). Un aumento **consistente e inatteso** dell’inflazione riduce il peso del debito per il governo.



# Importante riconoscere che ...

- **La valuta conta.** In generale, un paese **non può fallire** se è indebitato nella sua moneta nazionale. La banca centrale, che emette quella moneta, può sempre agire da “*lender of last resort*” comprando il debito in scadenza.
- Questo può portare a conseguenze negative (inflazione, reputazione..), tant'è che non è sempre stato fatto (per es, in Italia i consolidamenti di Mussolini), ma è una possibilità.
- I paesi che vanno in *default* sono generalmente indebitati in **valuta straniera** (ora i paesi in via di sviluppo).
- In Italia, solo lo 0,13% del debito non è emesso in euro. Ma l'euro è una **valuta nazionale**?



- L'Unione Monetaria Europea è una unione peculiare.
- L'euro è la **valuta comune** di diversi paesi che tuttavia rimangono **autonomi e responsabili** della propria politica fiscale; non c'è una sovranità fiscale comune per area euro.
- Uno specifico articolo dello Statuto della BCE impedisce alla banca centrale di “monetizzare” il debito degli Stati Membri
- Questo spiega anche perché esiste il **Patto di Stabilità**: controllare la finanza pubblica degli Stati Membri per far sì che diventi remota la possibilità che la BCE sia “forzata” a monetizzarne il debito di qualche paese.



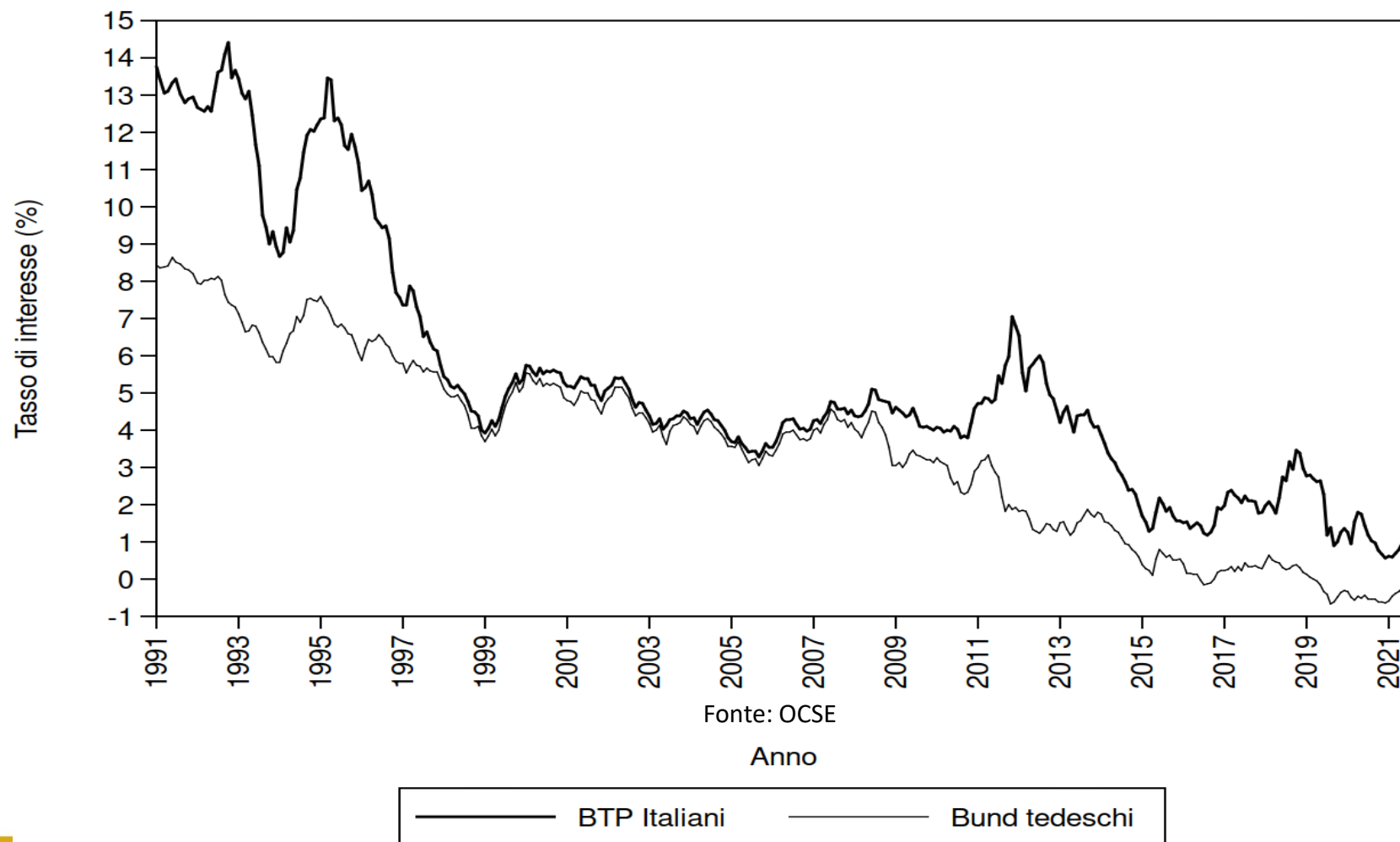
- Ma naturalmente la BCE compra e vende in continuazione i titoli degli Stati Membri (sul mercato secondario) per gestire la politica monetaria. C'è quindi una “**area grigia**” in merito a quello che può o non può fare, in particolare per quanto attiene al ruolo di “*lender of last resort*”.
- Il forte aumento degli **spread** durante la crisi dei debiti sovrani nel 2011-12 è parzialmente il risultato di questa **incertezza**.
- Il “**whatever it takes**” di Mario Draghi nel 2012 ha rimosso in parte questa incertezza, facendo crollare lo *spread*.
- Ma il nuovo impegno implicitamente preso con Draghi dalla BCE è di eliminare i **bad equilibria** (rischi di default, sostenuti da aspettative di default, non in linea con i fondamentali), non di finanziare il debito degli stati. Oggi anche **TPI** (vedi dopo).



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# UME

## Lo spread tra BTP e Bund





- Resta il fatto che l'Eurozona è **fragile** perché non è supportata da una vera e propria unione politica (con più ampi poteri sui governi nazionali dell'UE e un bilancio comune);
- Gli investitori continuano a prezzare la **possibilità di un “breakup” e di un “rischio di ridenominazione”**.
- Uscire unilateralmente dall'euro è **legalmente** impossibile (si dovrebbe prima uscire dall'UE, come fatto dall'UK con la Brexit) e esistono **meccanismi** che dovrebbero comunque proteggere gli investitori (le «clausole di azione collettiva»), ma con paesi sovrani non si sa mai.
- Secondo alcune stime, il 50% dell'incremento spread con il governo populista del 2018-9 è stato dovuto al rischio di ridenominazione.



# La politica monetaria

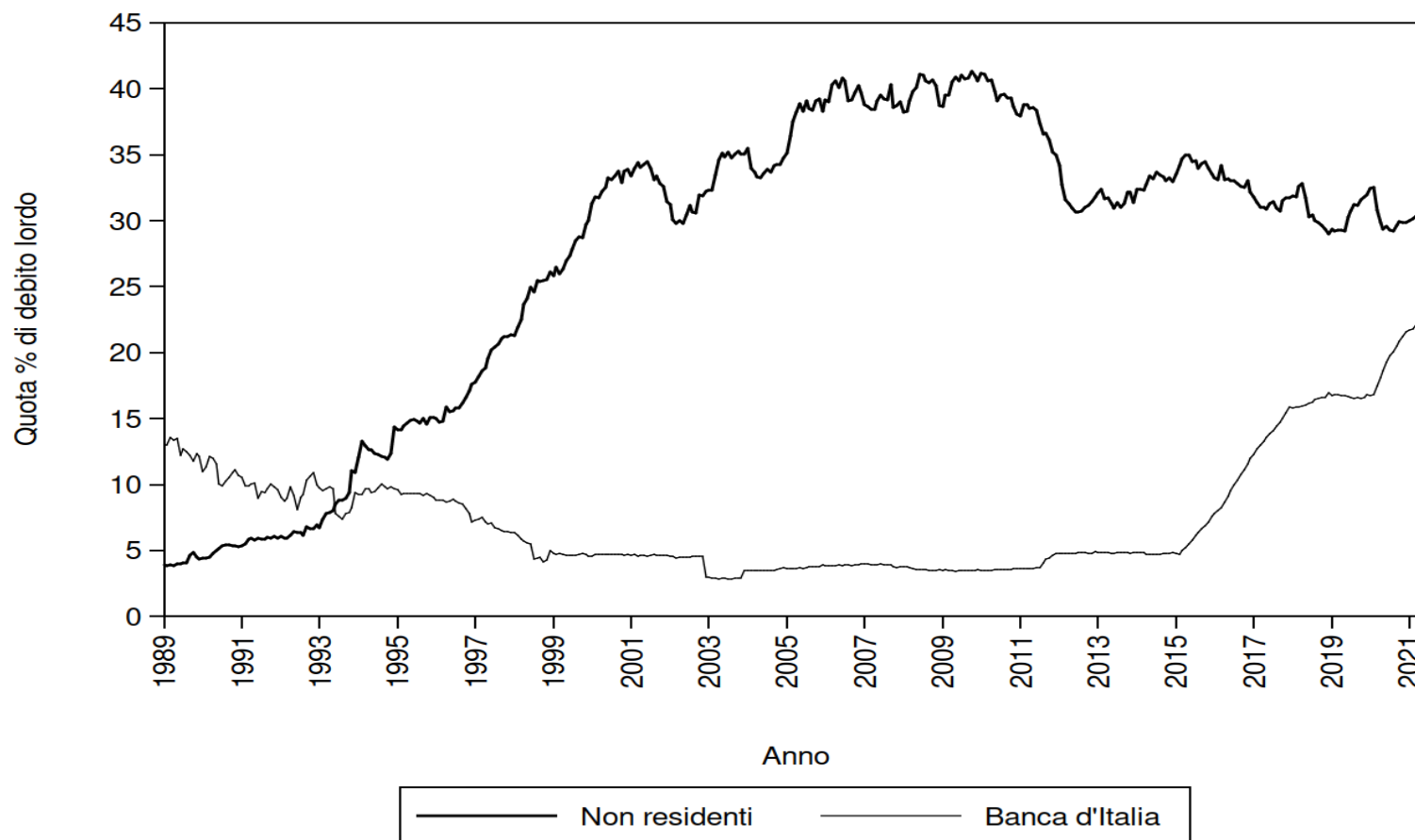
- A partire dal 2015 (due anni dopo la FED), la BCE è intervenuta pesantemente con acquisti di titoli pubblici dei paesi membri (il QE) per evitare *la deflazione*. Il paniere dei titoli comprati riflette la *capital key* (cioè la quota) dei paesi nel capitale BCE;
- Con la pandemia, è intervenuta in modo ancora più massiccio (con il programma **PEPP**), allontanandosi anche dalla capital key, quando lo ha ritenuto necessario.
- Per circa il 90% questi acquisti sono stati fatti dalle banche centrali nazionali.
- **Attenzione:** sui suoi titoli detenuti dall'euro-sistema (BCE + banche nazionali) un paese di fatto **non paga** neanche interessi. Questi sono profitti delle banche centrali che vengono restituiti ai paesi con il signoraggio, anche se il processo non è automatico.





UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Chi detiene il debito pubblico italiano?





- La politica monetaria incontra però un limite nel contrastare una profonda crisi economica (**trappola della liquidità**).
- Il **tasso di policy** non può diventare troppo negativo (nell'EMU è stato allo -0,50% fino a giugno 22) perché altrimenti gli investitori preferirebbero detenere moneta (che paga un tasso di interesse =0).
- Ci vuole una **politica fiscale espansiva** da parte dei paesi membri. La BCE l'ha richiesto a lungo (senza grande successo) nel periodo del QE, l'ha ottenuto durante la pandemia con il varo del Ng-Eu e altri programmi europei.



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

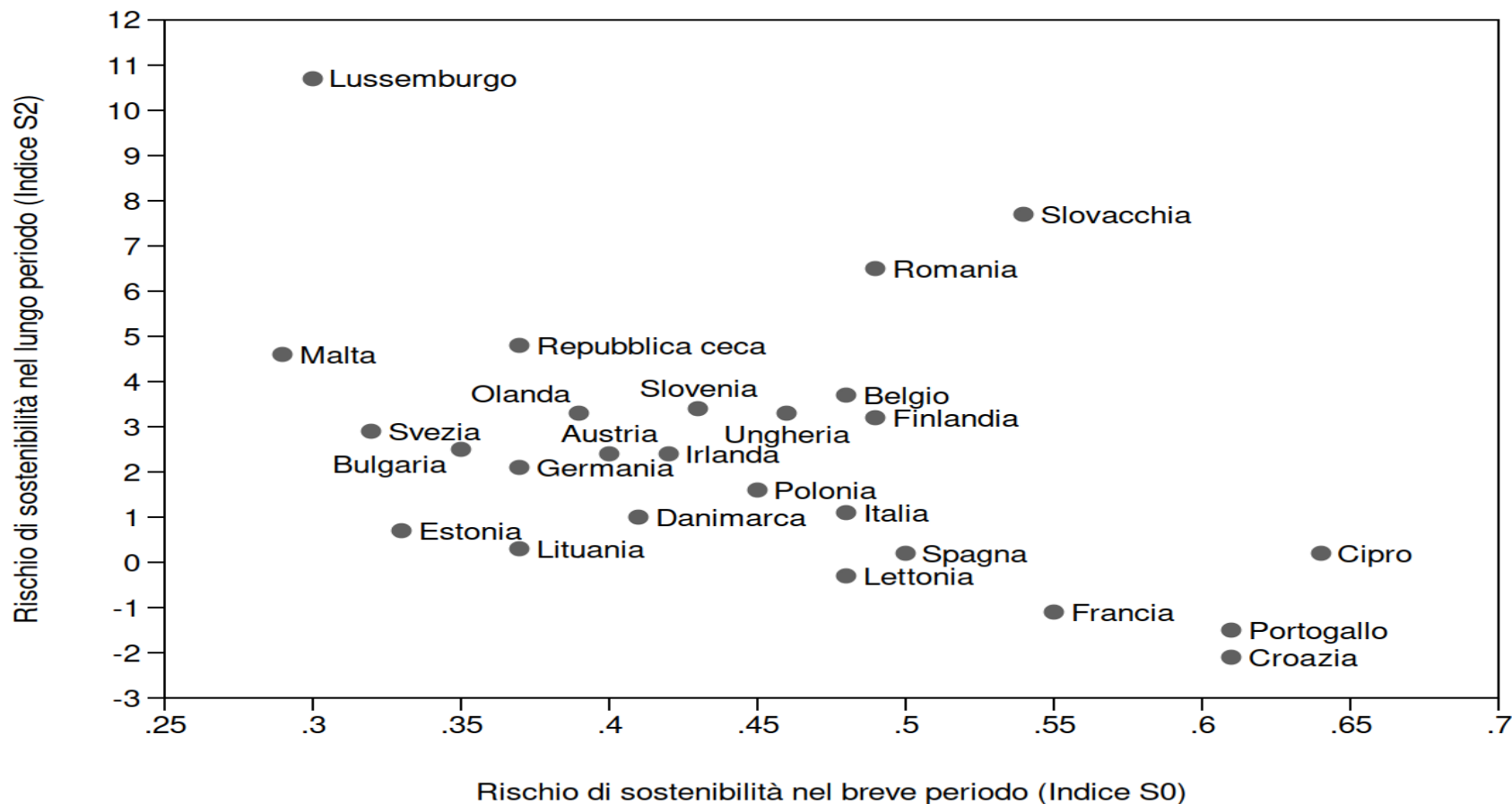
# C'è più debito pubblico di quello esplicito..

- I governi prendono continuamente impegni per il futuro che **non sono finanziati** dall'evoluzione attesa delle entrate. Esempi: la spesa per le **pensioni** o per la **sanità**, con una popolazione che invecchia ...
- Si parla di “**contabilità generazionale**” per determinare il **debito implicito** che si formerebbe se tenessimo conto di tutti gli impegni già presi da parte del governo in campo sociale **al netto** dell'evoluzione prevista per le entrate (scontando al presente spese e entrate).
- Guardare al debito implicito porta a **risultati diversi** sul fronte della sostenibilità. L'Italia è messa meno peggio di altri.



# Debito esplicito e implicito

## Rischi di sostenibilità nel breve e nel lungo periodo (EU Commission 2019)





UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

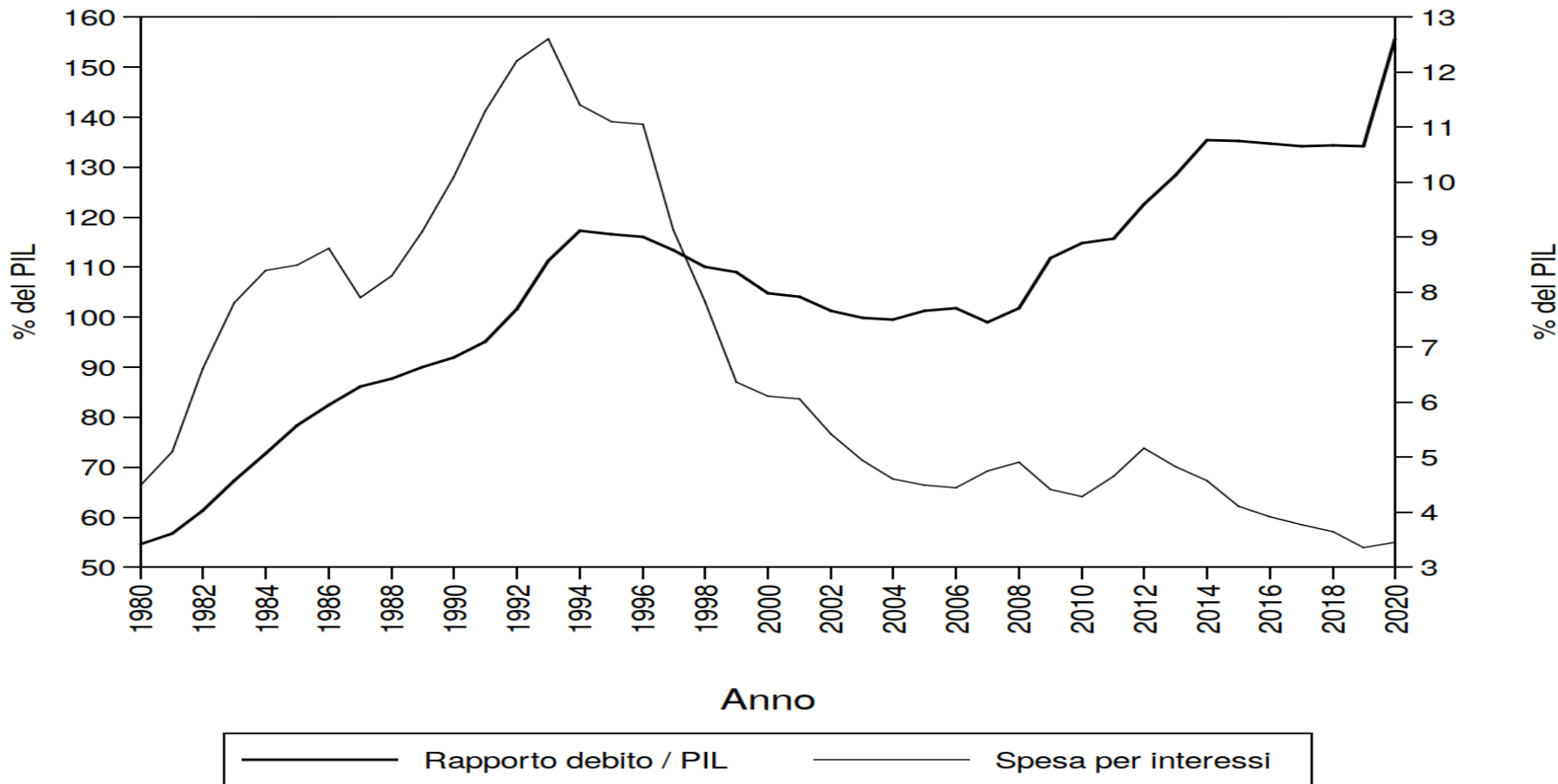
# E' sostenibile il debito pubblico italiano?

- Domanda difficile. Esiste una precisa definizione formale di sostenibilità, ma praticamente inutile. In genere, il debito è sostenibile se si immagina che il governo sia in grado di far fronte ai suoi impegni anche in casi estremi.
- Esistono però **indicatori di sostenibilità**.
- Il principale è il **rapporto  $D/Y$**  (nel Trattato di Maastricht  $<60\%$  Pil).
- Un altro è il rapporto **interessi su PIL**.



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Debito e interessi



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

Note: scala di destra, rapporto debito/PIL; scala di sinistra, rapporto spesa per interessi/PIL.



# Non solo in Italia

Table 1.1: Debt, deficits, and interest rates

Country	Net Debt (% GDP)		Overall Balance (% GDP)		Interest Rate <sup>a</sup> (%)	
	2021 <sup>b</sup>	2007 <sup>b</sup>	2021 <sup>b</sup>	2019 <sup>b</sup>	10Y	3M <sup>c</sup>
US	101.9	45.5	−10.8	−5.7	1.4 <sup>d</sup>	0.2
Germany	54.4	53.4	−6.8	1.5	−0.4 <sup>e</sup>	−0.5 <sup>f</sup>
France	103.3	58.0	−8.9	−3.1	0.0 <sup>e</sup>	−0.5 <sup>f</sup>
Italy	142.2	95.7	−10.2	−1.6	0.7 <sup>e</sup>	−0.5 <sup>f</sup>
Spain	104.5	22.4	−8.6	−2.9	0.3 <sup>e</sup>	−0.5 <sup>f</sup>
UK	97.2	36.5	−11.9	−2.3	0.7 <sup>e</sup>	0.1
Japan	171.5	94.4	−9.0	−3.1	0.1 <sup>d</sup>	−0.1



# Perchè $r$ è così basso?

- Due spiegazioni, non necessariamente alternative:
  - 1) Tutta colpa delle **banche centrali**
  - 2) “**Secular stagnation**”: per una serie di ragioni strutturali (invecchiamento popolazione, disuguaglianza distribuzione reddito) nel mondo occidentale non c’è abbastanza domanda aggregata (investimenti) per mantenere l’economia al suo livello potenziale (assorbire il risparmio); il tasso di interesse d’equilibrio è **negativo**.
- Se la seconda è vera, tassi bassi (**reali !**) resteranno ancora a lungo.
- Qualche «prova» empirica c’è, ma bene essere prudenti.

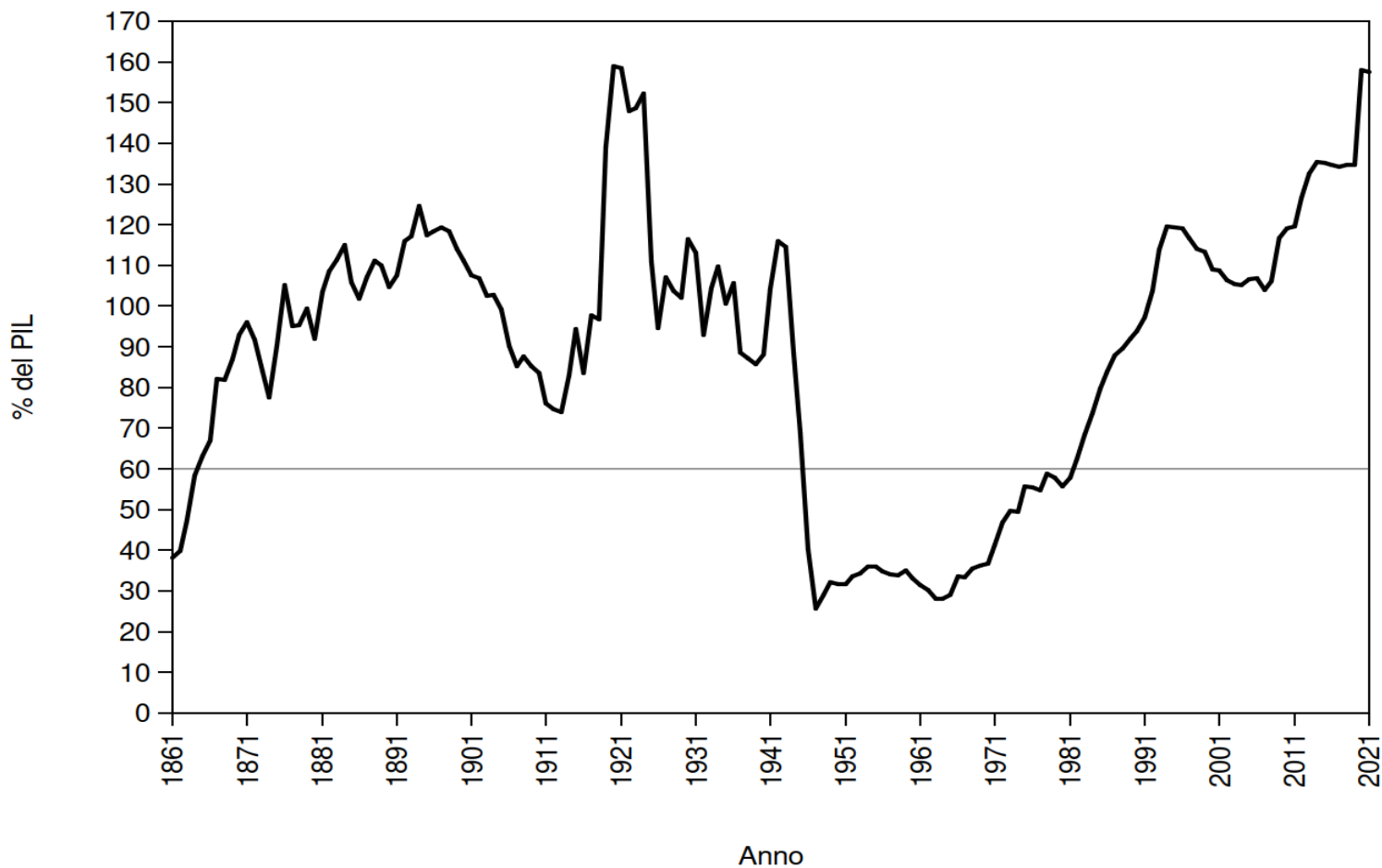




UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# L'evoluzione del debito pubblico su PIL

$D/Y$  dall'unificazione a oggi





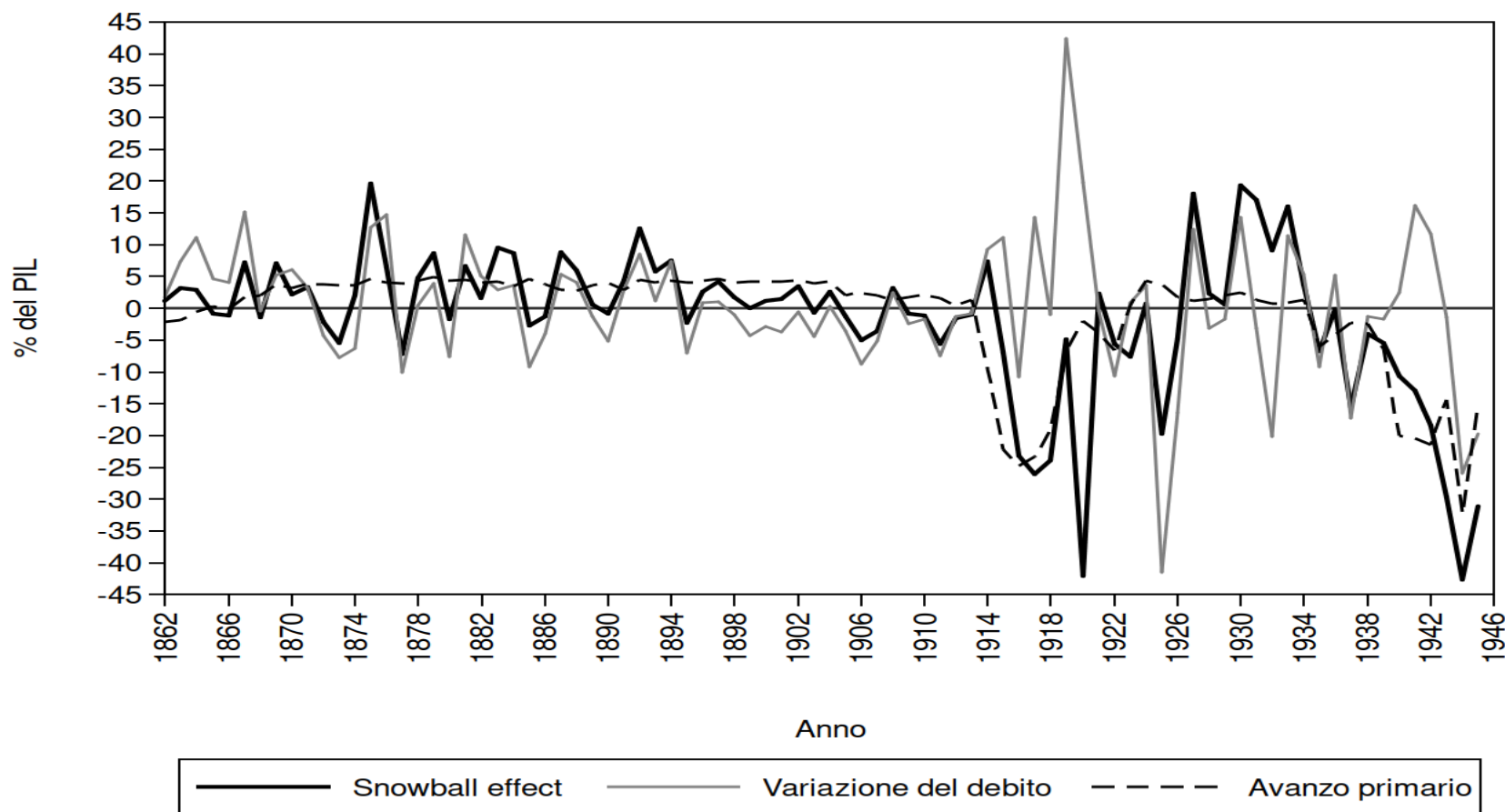
# Il rapporto Debito su PIL

- Ma come evolve questo rapporto  $D/Y$ ?
  - 1) avanzo /disavanzo *primario* (spesa totale al netto interessi meno entrate totali)
  - 2) effetto «palla di neve» (*snowball effect*) sul rapporto dell'anno precedente:  $r-g$ 
    - Se  $r-g > 0$   $D/Y$  aumenta anche a disavanzo=0
    - Se  $r-g < 0$   $D/Y$  si (può) ridurre anche con disavanzo  $> 0$



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

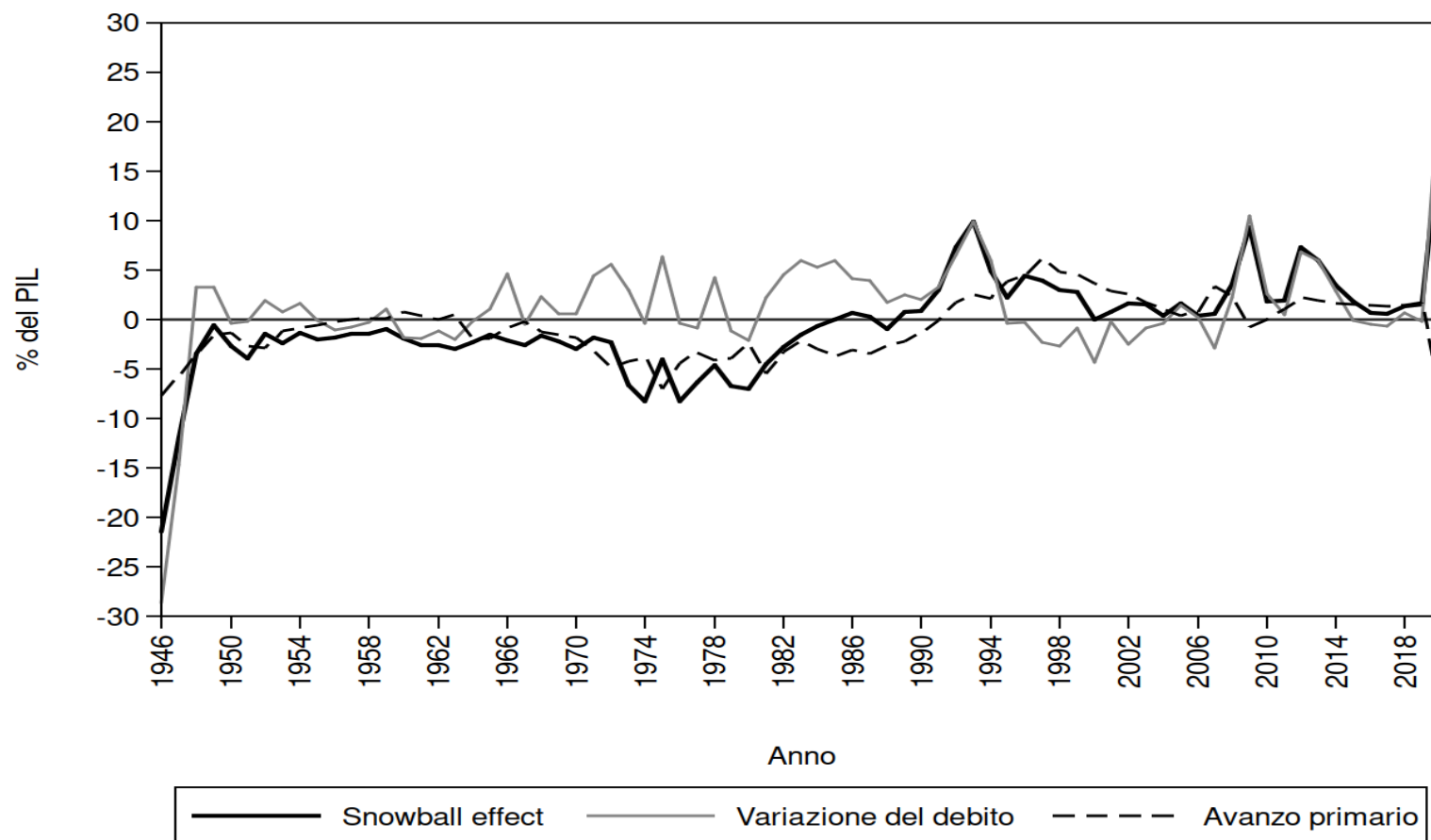
# Italia monarchica: le determinanti della variazione di D/Y





UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

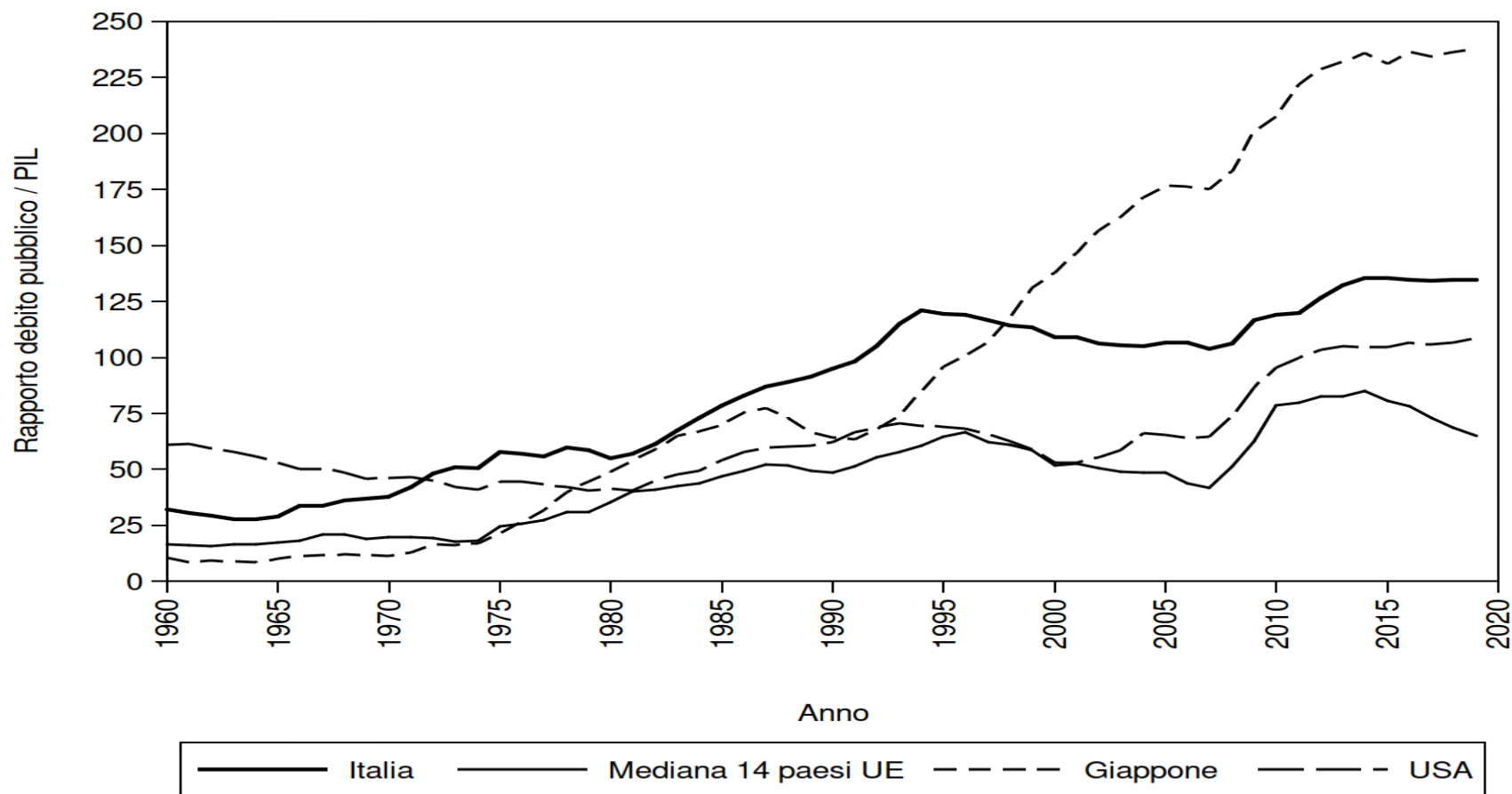
# Italia repubblicana: le determinanti della variazione di D/Y





UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Un confronto tra l'Italia e altri paesi sviluppati





# Come ne usciamo?

- **Soluzioni «facili» dei talk shows** (usciamo dall'euro e torniamo alla nostra Banca d'Italia, rinneghiamo il debito, tassiamo i ricchi, ...) hanno al fondo una idea comune: ci si può liberare del debito senza costi per nessuno, il debito è un non-problema, una invenzione delle *elites*;
- Problema: sono tutt'altro che «facili», avrebbero tutte costi elevatissimi, soprattutto nel breve periodo (e nel lungo siamo tutti morti). Ma potremmo trovarci a «scegliere» tra questi diversi scenari, se non riusciamo a riportare il debito su PIL su un livello più sostenibile.
- **Soluzioni meno facili:** impostare una politica di graduale riduzione del peso del debito, approfittando dei bassi tassi di interesse reali e incentivando la crescita grazie al Pnrr.



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Come ne usciamo?

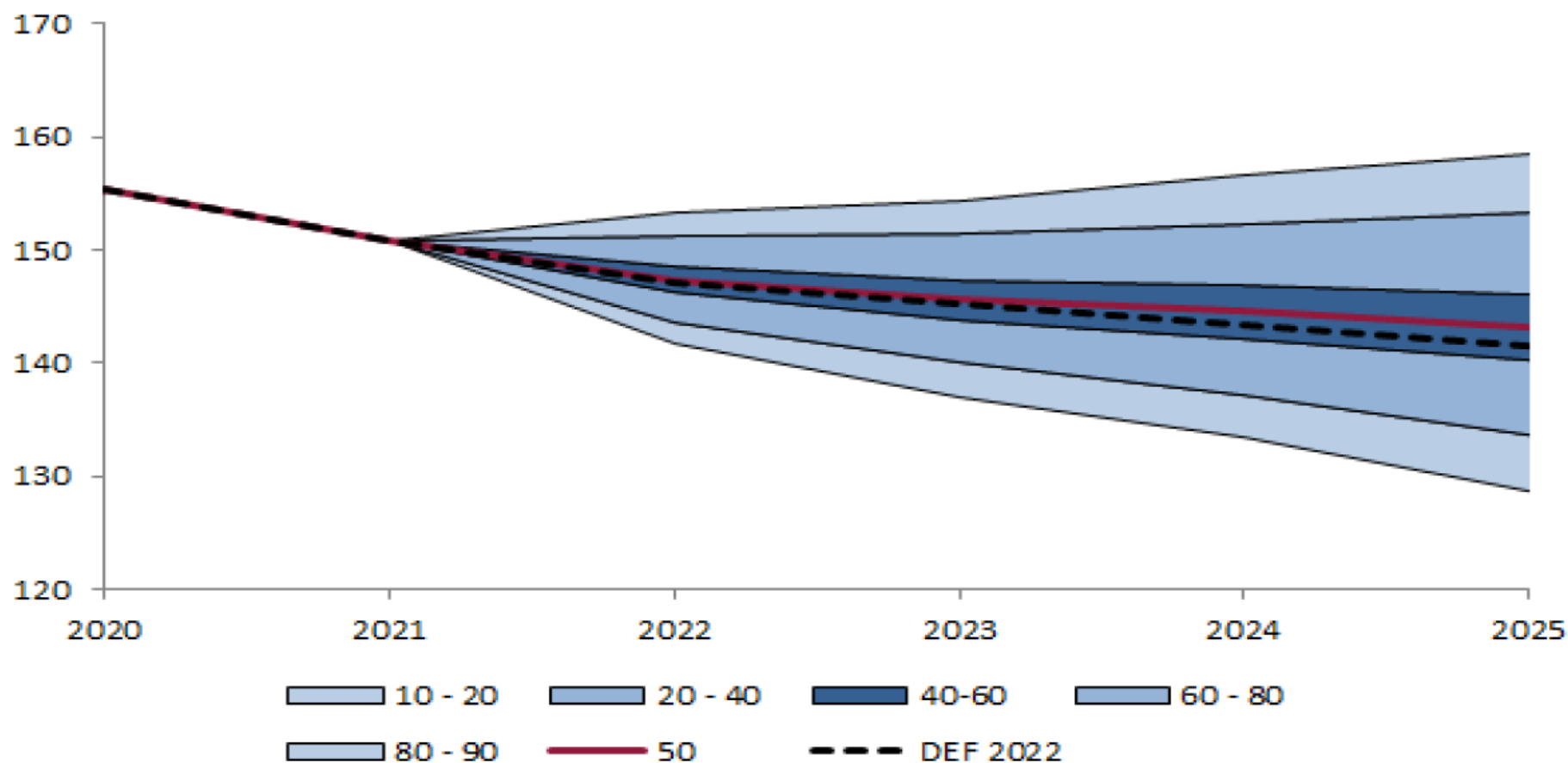
- Nel libro, trovate una serie di simulazioni finali, che suggeriscono che il tema fondamentale sia la **crescita economica**; se recuperiamo, grazie al Pnrr e comunque ad una diversa politica economica, una crescita **più vicina a quella media europea**, potremmo ridurre il D/Y senza costi eccessivi, con un avanzo primario non superiore a quello tenuto negli ultimi 30 anni (1-1,5% PIL).
- Ma da quando il libro è stato dato alle stampe (dicembre 2021), c'è stata la guerra in Ucraina, la crescita dell'inflazione, il rallentamento economico, l'annuncio di una politica più restrittiva da parte della BCE, la crescita dei tassi di interesse etc. E' il messaggio ancora valido?
- Da UPB, maggio 2022..



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Con l'inflazione D/Y ora in caduta..

**Fig. 2.7** – Analisi stocastica dell'evoluzione del debito in rapporto al PIL  
(punti percentuali)



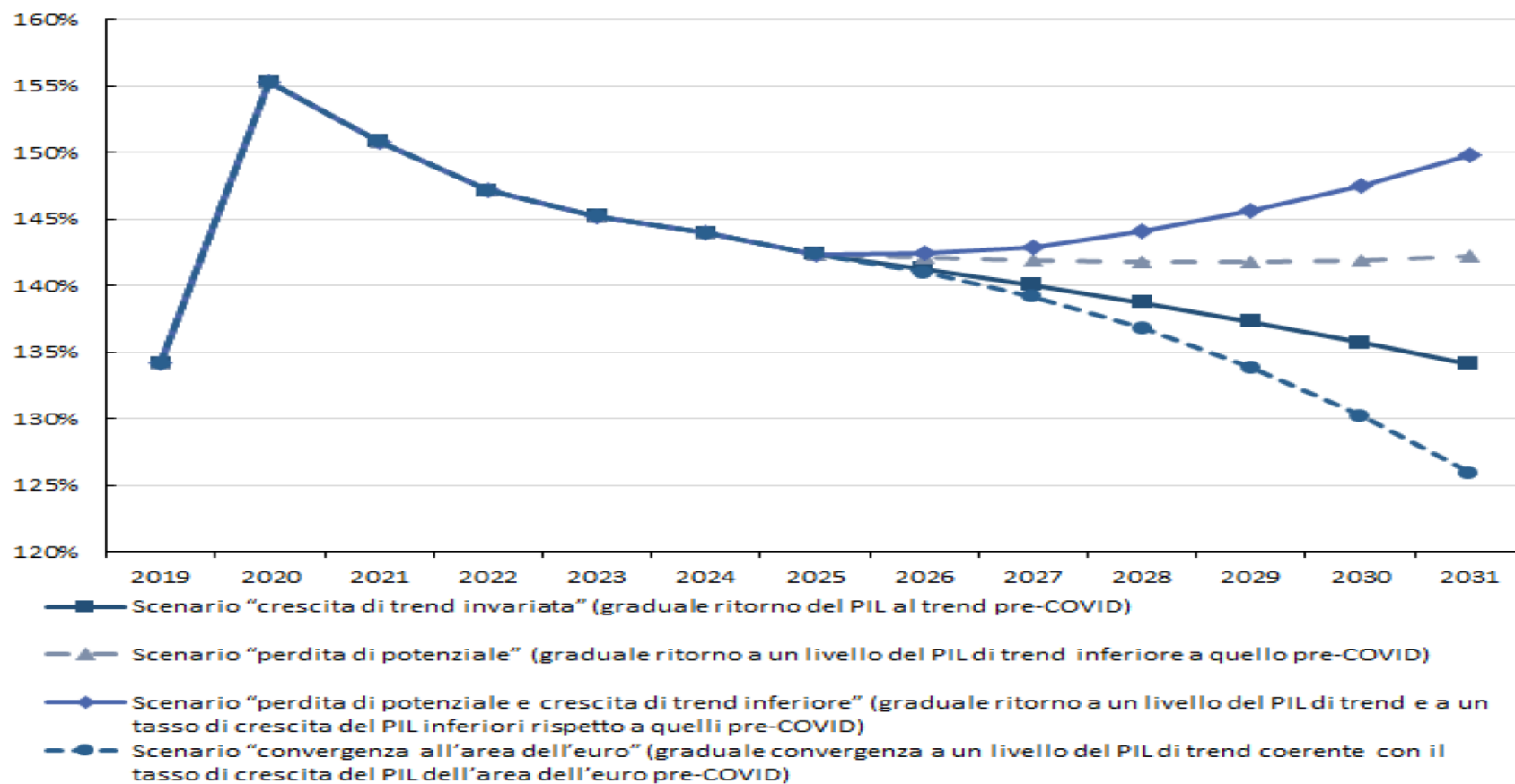




UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Ma il futuro dipende da crescita..

**Fig. 2.11** – Evoluzione del rapporto tra il debito e il PIL in scenari alternativi  
(punti percentuali di PIL)



Fonte: elaborazione su dati del DEF 2022, Banca d'Italia e Istat.



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Ma che è successo nel 2022?

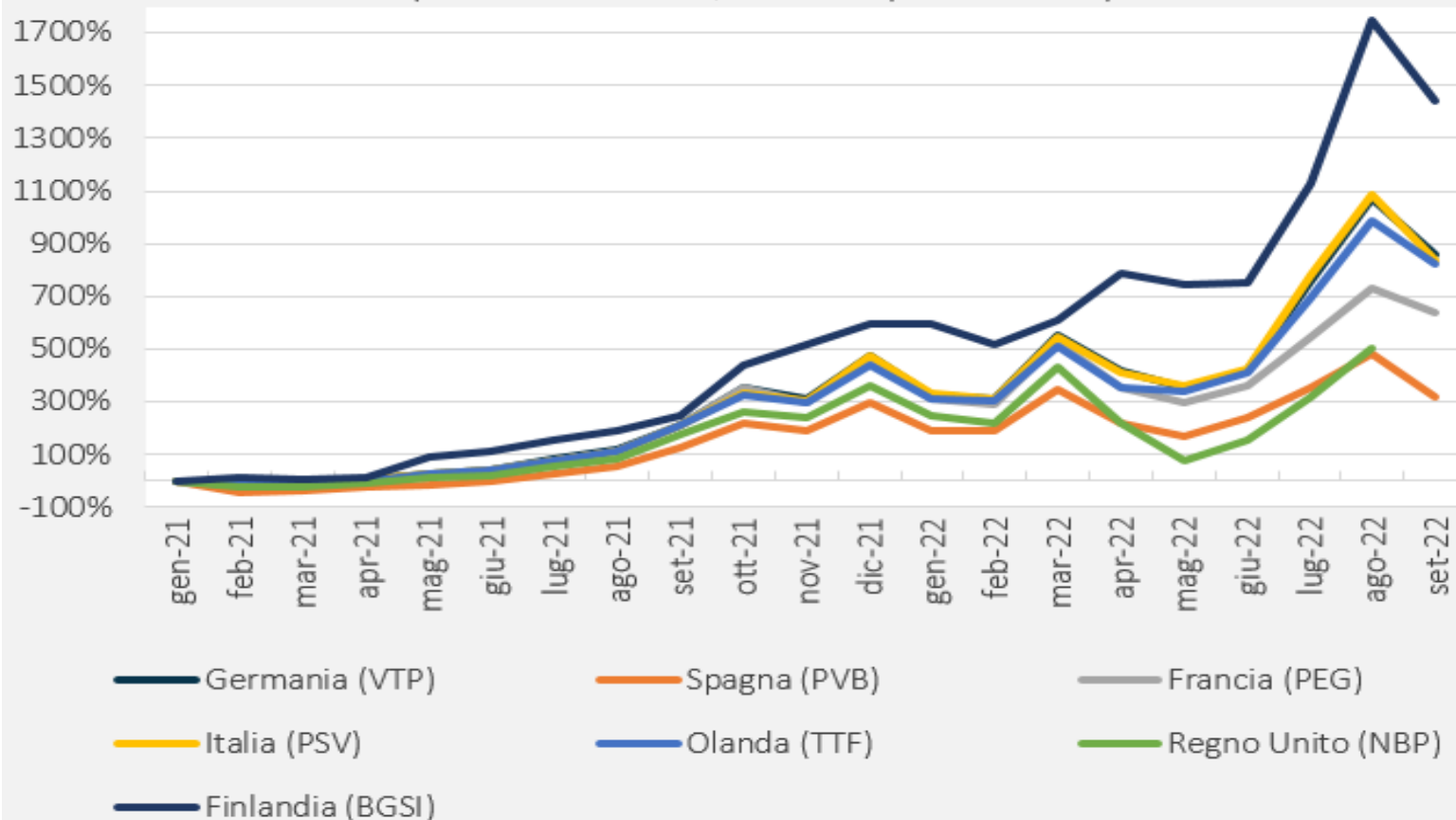
- Forte ripresa economica post-pandemica (Italia: PIL +6,6% 21; +3,7% 22);
- Ma qualche tensione sui prezzi materie prime fine 2021 (strozzature offerta a fronte ripresa domanda), aspettative di shock temporaneo su prezzi, uscita «dolce» dalle politiche iper-espansionistiche anti pandemia;
- 24 febbraio 2022: invasione Ucraina. Quadro cambia. Incertezza e forte shock ai prezzi gas e (per il modo in cui è calcolato) al prezzo energia.
- Shock molto + forte in EU che in altre aree (US). EU non produce materie prime & combustibili fossili, - BdP.



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Ma che è successo nel 2022?

**Fig. 3: Incrementi dei prezzi all'ingrosso del gas**  
(Anno base:2021; valori in percentuale)



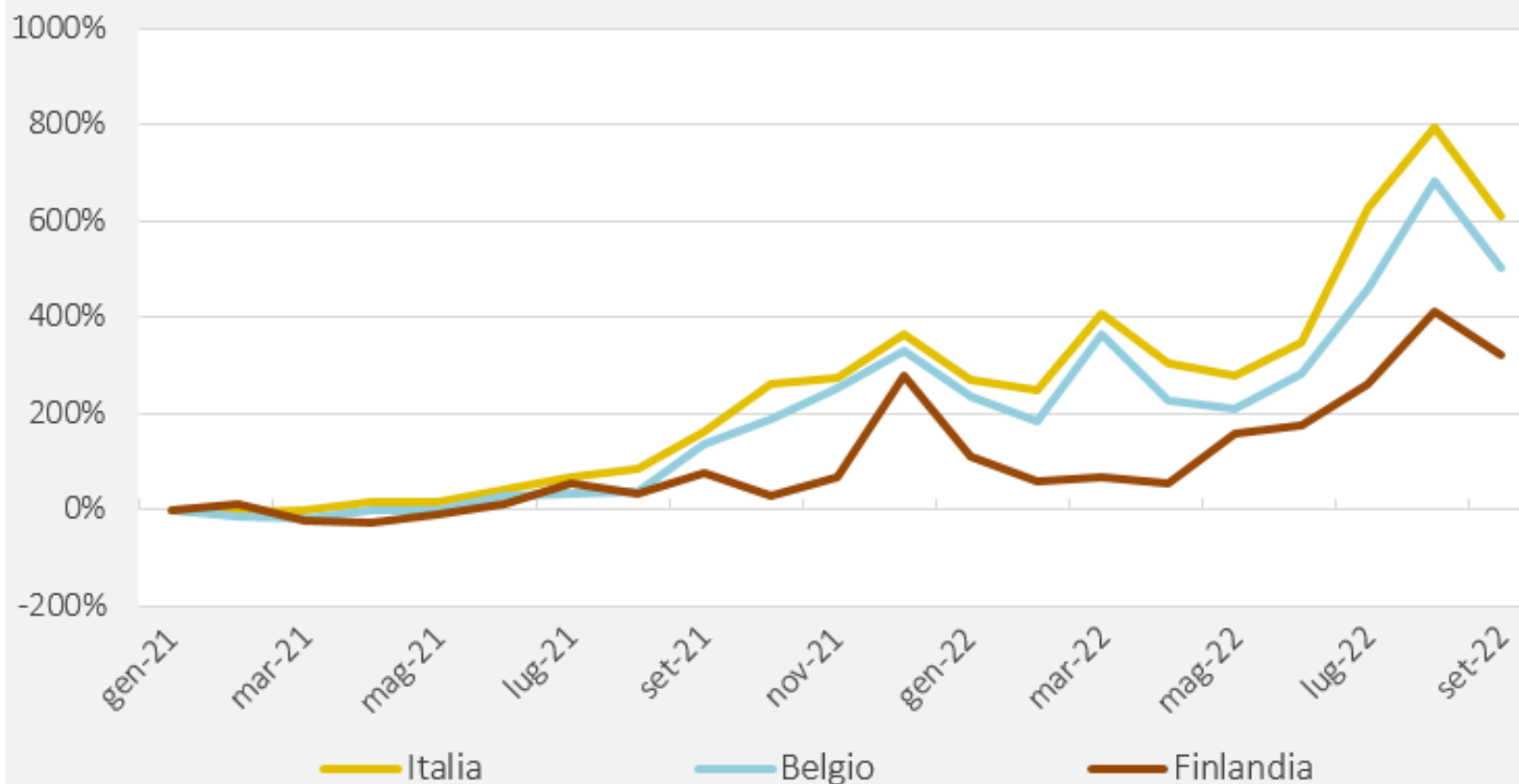
Fonte: Elaborazioni OCPI su dati degli hub nazionali del gas.



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Ma che è successo nel 2022?

**Fig. 2: Incremento dei prezzi all'ingrosso dell'energia elettrica**  
(Anno base:2021, valori in percentuale)



Fonte: Elaborazioni OCPI su dati Ember.



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Ma che è successo nel 2022?

- Lo shock sul livello dei prezzi di energia si è trasferito a valle, aumentando il tasso di inflazione (+11% in Euro area a ottobre 2022 in media d'anno).
- Le banche centrali hanno **radicalmente modificato** le loro politiche: la FED ha aumentato il tasso di policy di 5 volte da marzo (da 0,25 al 3,25%), la BCE da giugno tre volte (da zero a 2%). Gli acquisti di titoli sono stati sospesi e passi sono presi da BCE per ridurre il bilancio (Tltro, non rinnovo del 10% dei titoli in scadenza da prossimo anno);
- I governi sono intervenuti pesantemente per sostenere l'economia (in Italia, 3,3% del PIL da gov. Draghi).



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Che effetti sulle finanze pubbliche?

- Shock offerta (ragioni di scambio); dobbiamo pagare di più la bolletta a non residenti, siamo tutti più poveri, **meno crescita**;
- Necessità di sostenere consumatori (poveri) e soprattutto imprese; **più deficit**;
- **Interessi nominali + alti** (ma ancor + **negativi** in termini reali);
- Ma l'inflazione (inattesa) **aiuta** a sostenere il debito: l'inflazione al consumo **aumenta** le entrate tributarie (indirette), l'inflazione del PIL (deflatore implicito) **riduce il rapporto  $D/Y$**  aumentando il denominatore.



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Che effetti sulle finanze pubbliche?

- Qualche conto per il **2022**:
- Circa **+40 mld** di maggior entrate tributarie IVA (assorbiti interamente da interventi anti-bollette di gov Draghi);
- Circa **+15 mld** di maggior interessi (attorno al 4% sui BTP a 10 anni contro l'1% dell'anno scorso), perché il debito è indicizzato solo all'11% e solo 1/7 del debito deve essere rinnovato;
- Circa **-40 mld** di minor **debito reale** applicando l'incremento del deflatore implicito nel 2022 all'89% del debito (la parte non indicizzata).
- Dunque effetto netto: **+ 25 mld** di miglioramento finanze.



# Ma rischi instabilità..

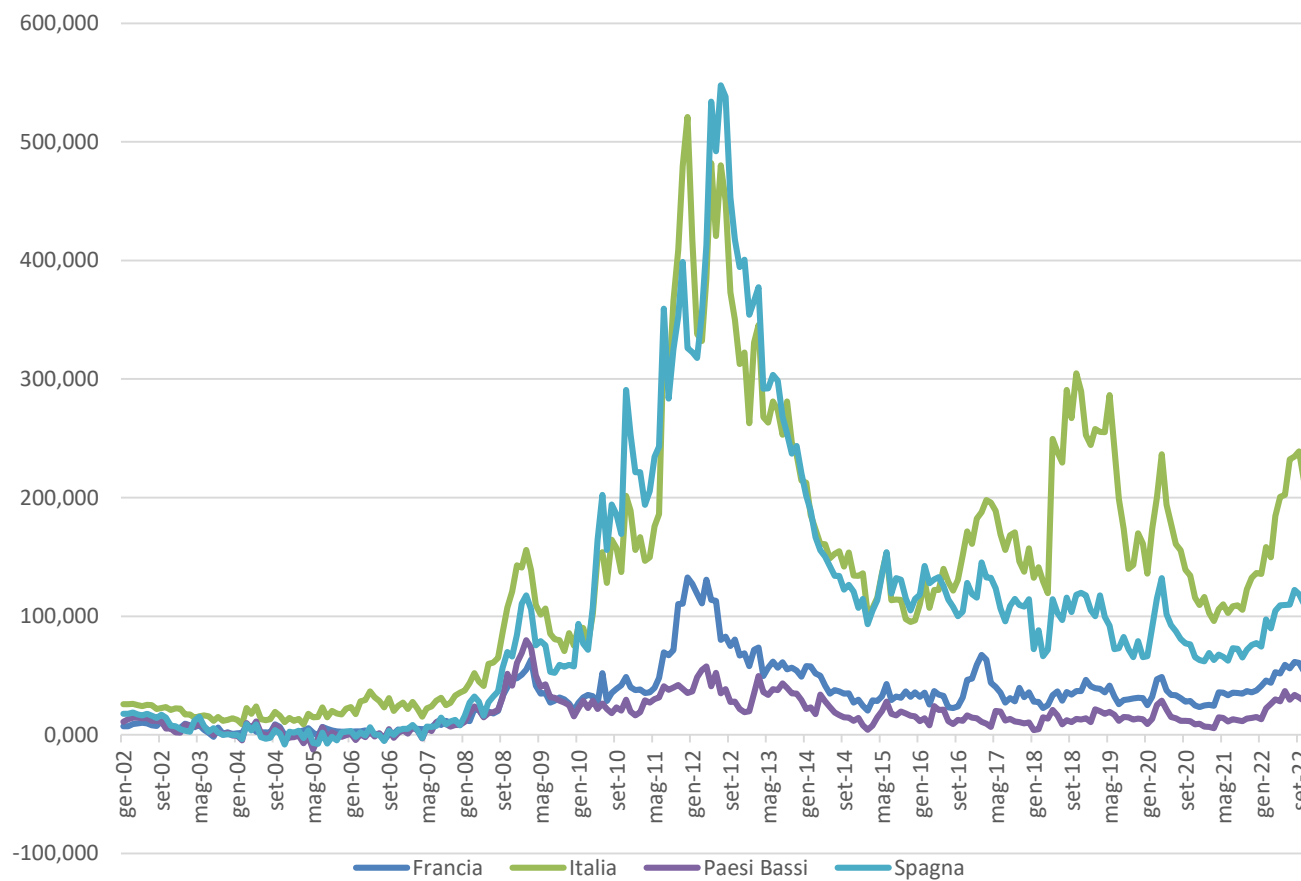
- Dunque, almeno finché non viene interiorizzata dai sottoscrittori, l'**inflazione** aiuta.
- Ma la situazione attuale di alta liquidità, forte incertezza, modifiche rapide nei portafogli degli operatori, crea **rischi sistemici** (già osservati in alcuni casi: governo Truss, sgonfiamento bolla valute virtuali);
- Nel caso italiano, il rischio è che la nuova politica della BCE (non più acquisti ma vendite titoli, incremento tassi di interesse) possa creare **un'esplosione dello spread** con rischi di insostenibilità del debito.





UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Lo spread





UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# Ma rischi instabilità..

- Per questo, BCE ha introdotto **Transmission Protection Instrument**.
- Acquisti potenzialmente illimitati titoli di stato di un paese che subisca un incremento dei tassi **non giustificati** dai fondamentali. Strumento condizionato a rispetto regole fiscali, Pnrr, valutazione sostenibilità
- Ma lo strumento non è ancora stato testato ( e speriamo non lo sia mai). Molta discrezionalità.



# Conclusioni

- I messaggi fondamentale del libro restano invariati.
- I tassi di interesse reali continuano a essere molto negativi e l'inflazione nel breve aiuta.
- Ma necessario riprendere un **percorso di crescita** (Pnrr), reso più difficile dallo shock energetico. Dipende anche da quanto dura (purtroppo, sicuramente almeno qualche anno).
- Il TPI rassicura, ma il sentiero **resta stretto**.
- Le conclusioni del libro restano da scrivere.