

La storia del debito pubblico in Italia

di Giovanni Carnazza*

Sommario

Il problema del debito pubblico non è nuovo per il nostro paese e, nel corso del tempo, il suo rapporto rispetto al Pil è sempre stato elevato e persistente. Alla fine degli anni Settanta, una volta venute meno quelle caratteristiche che avevano contenuto l'incremento di tale rapporto, come la significativa crescita economica e un contenuto tasso di interesse favorito da una politica monetaria accomodante, si assiste progressivamente a un suo aumento significativo non solo in termini relativi ma anche assoluti. Scomponendo i contributi apportati dalle politiche di bilancio e dalla crescita nominale del prodotto nell'influenzare la dinamica del rapporto debito/Pil, tale lavoro vuole ricostruire, in una prospettiva storica (1861-2019), le ragioni alla base della sua evoluzione.

Parole chiave: debito pubblico, Pil, rapporto debito/Pil, politiche di bilancio, Unione Monetaria Europea

The history of public debt in Italy

Abstract

The issue of public debt is not new for our country and, over time, its ratio to GDP has always been high and persistent. At the end of the Seventies, once those characteristics that had held back its increase disappeared, such as a significant economic growth and a low interest rate thanks to an accommodating monetary policy, the debt-to-GDP ratio progressively increases in relative and absolute terms. By breaking down the contributions made by budgetary policies and nominal growth in influencing the dynamics of the debt-to-GDP ratio, this work wants to examine, in a historical perspective (1861-2019), the reasons behind its evolution.

Keywords: public debt, GDP, public debt-to-GDP ratio, fiscal policies, European Monetary Union

* Università di Roma Tre. E-mail: giovanni.carnazza@uniroma3.it

1. Introduzione

Il problema del debito pubblico non è nuovo per il nostro paese. Analizzando il rapporto debito pubblico/Pil in Italia nel corso degli ultimi 160 anni, ciò che emerge nettamente, e che differenzia l'Italia rispetto ai maggiori paesi industrializzati, è il suo livello molto elevato e persistente. In questo quadro, non va comunque dimenticato che alcuni di questi paesi raggiungono in alcuni periodi livelli sensibilmente superiori rispetto a quelli registrati dall'Italia. In ogni caso, gli elevati valori di tale rapporto tendono a configurarsi come fenomeni isolati e non durevoli se confrontati con il caso italiano: nella maggior parte dei sottoperiodi considerati, l'Italia presenta valori mediamente superiori a quelli degli altri paesi considerati, a eccezione del Giappone nell'ultimo ventennio (Tabella 1).

Il Regno Unito che, al momento della costituzione dello Stato italiano (1861), presenta un valore del rapporto debito/Pil pari al 108,5%, circa tre volte quello italiano (39,4%); tale rapporto raggiunge valori elevati al termine delle due guerre mondiali (in particolare, nel 1946, registra il valore massimo del 269,8%) ma si stabilizza, a partire dai primi anni Settanta, al di sotto del 60% fino alla recente crisi¹. Anche il rapporto debito/Pil della Francia, pur facendo registrare valori mediamente elevati nel corso della prima metà del Novecento (nel 1921, 237%), si mantiene poi sempre al di sotto del 60% fino agli inizi del nuovo Millennio.² Dinamica inversa mostra, invece, il Giappone, il cui rapporto debito/PIL, salvo durante la Seconda Guerra Mondiale, si mantiene sempre al di sotto del 60%; è a partire dagli anni Ottanta che tale rapporto subisce una forte crescita che lo porta a superare la soglia del 200% nel 2009. Tra i paesi considerati, è opportuno sottolineare che la Germania non registra mai valori elevati del rapporto debito/PIL; in particolare, tale rapporto supera la soglia del 60% soltanto a partire dagli ultimi anni del Novecento. A tal proposito, bisogna considerare che il processo di iperinflazione che la Germania sperimenta nel corso degli anni Venti, conseguente alla decisione di monetizzare gran parte del debito data l'impossibilità di intraprendere

¹ Confrontando il processo di riduzione del debito pubblico che la Gran Bretagna e gli Stati Uniti intraprendono, rispettivamente, nel primo e nel secondo dopoguerra, emerge l'importante, ma non nuova conclusione, che, affinché tale processo di riduzione avvenga con successo e in tempi rapidi, il tasso di crescita del Pil debba essere superiore al tasso di interesse.

² Nel primo dopoguerra, la Francia, a seguito delle gravi perdite subite durante il conflitto, conosce un forte aumento del debito in rapporto al Pil; la successiva diminuzione di tale rapporto è da attribuirsi principalmente alle ripetute e violente sorprese inflazionistiche e ai drastici programmi di stabilizzazione intrapresi a livello fiscale nel momento in cui la situazione politica inizia a stabilizzarsi.

reforme fiscali troppo drastiche dato un quadro politico molto debole, determina la totale cancellazione del debito contratto durante il primo conflitto mondiale. È dagli inizi del nuovo millennio, soprattutto a partire dalla fine del primo decennio, che il profilo tedesco del rapporto debito/Pil inizia a sperimentare un lieve aumento. L'analisi dell'esperienza storica di questi paesi non è scevra di riflessioni, soprattutto in relazione al modo attraverso cui poter ridurre tale rapporto: la sua diminuzione può essere rapida qualora si ricorra a una sorpresa inflazionistica, come in Germania e in Francia, o viceversa lenta qualora si faccia affidamento su una riduzione delle spese e/o un aumento delle entrate, come nel caso degli Stati Uniti e del Regno Unito (Visaggio, 1997).

Tabella 1 – Rapporto debito pubblico/Pil medio in alcuni paesi³

	1861 - 1913	1914 - 1947	1948 - 1962	1963 - 1970	1971 - 1980	1981 - 1991	1992 - 1999	2000 - 2007	2008 - 2015
Francia	96.0%	177.7%	32.9%	17.7%	17.0%	30.7%	54.2%	62.9%	85.9%
Germania	39.3%	16.4%	18.6%	19.8%	23.8%	39.9%	53.1%	62.5%	74.8%
Italia	96.4%	94.6%	31.2%	32.4%	53.2%	81.7%	112.4%	102.1%	120.5%
Giappone	35.7%	57.0%	11.4%	7.7%	29.8%	66.0%	99.8%	170.9%	228.6%
Spagna	96.7%	53.0%	22.2%	11.1%	12.2%	36.4%	59.0%	46.6%	74.9%
Regno Unito	57.0%	162.7%	161.3%	91.2%	51.9%	38.5%	41.0%	37.9%	77.4%
Stati Uniti	13.3%	38.1%	68.3%	41.2%	35.0%	54.8%	66.5%	59.7%	96.2%

Fonte: elaborazioni su dati IMF, Historical Public Debt Database (2015)

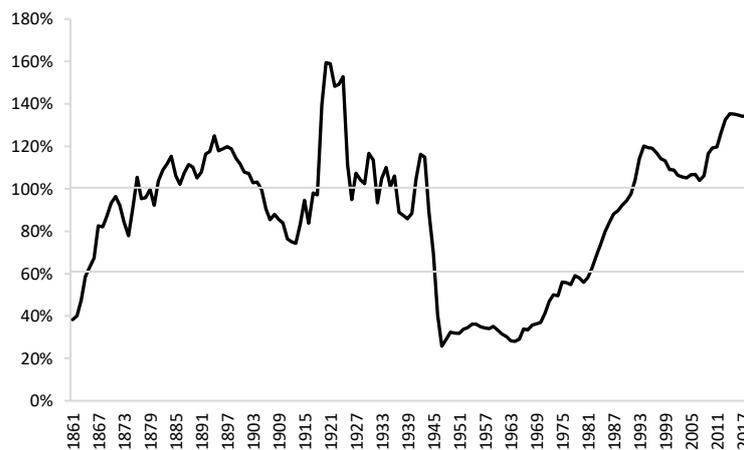
Il livello elevato e persistente del rapporto debito/Pil italiano può essere anche colto attraverso altri dati: su 159 osservazioni (1861-1919), il rapporto debito/Pil supera il valore del 60%, soglia che con il Trattato di Maastricht diventerà un vero e proprio limite di finanza pubblica per i paesi dell'Eurozona, per ben 119 volte (Figura 1). Inoltre, è interessante rimarcare che gli anni in cui il debito è superiore al prodotto non sono casi isolati. In particolare, su 159 osservazioni, l'incidenza del debito pubblico sul Pil è superiore al 100% in 72 anni.

In questo senso, il periodo successivo alla Seconda Guerra Mondiale, caratterizzato da un peso del debito in media ben al di sotto del 35 per cento, sembra, dunque, qualificarsi come un'eccezione: se confrontiamo l'esperienza italiana del secondo dopoguerra con quella di Francia, Germania e Spagna, si può inoltre notare che il basso livello del rapporto debito/Pil e la sua tendenza verso il basso caratterizzano non solo l'Italia ma tutti i paesi considerati (Figura 2). Fin da subito, è in ogni caso osservabile il progressivo e significativo divario che intercorre tra la dinamica del rapporto debito/Pil italiano e quella degli altri paesi

³ Per Francia, Germania, Giappone e Spagna i valori relativi ad alcuni anni sono mancanti.

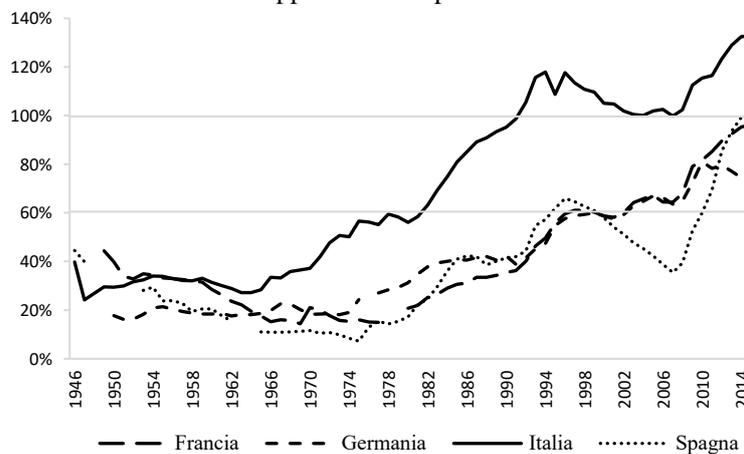
considerati fin dagli anni Sessanta. Al riguardo, è interessante osservare come il rapporto debito/PIL dei tre paesi considerati non arrivi mai a sfiorare il valore del 100% nel periodo compreso tra il 1946 e il 2015 mentre tale rapporto registra, in Italia, valori stabilmente al di sopra di questa soglia fin dal 1992.

Figura 1 – Andamento del rapporto debito pubblico/Pil (1861-2019)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

Figura 2 – Andamento del rapporto debito pubblico/PIL dal 1946 al 2015



Fonte: elaborazioni su dati IMF, Historical Public Debt Database (2015)

L'intera storia dell'unità d'Italia è, dunque, caratterizzata fin dall'inizio da un elevato e persistente livello di debito pubblico in rapporto al Pil.

Come vedremo, infatti, il nuovo Regno d'Italia non solo nasce con un livello di debito pubblico relativamente elevato, data la decisione di riconoscere i debiti degli Stati preunitari, ma tale debito mostra anche una forte tendenza all'aumento, a causa soprattutto dell'espansione della spesa pubblica volta a sostenere un vasto programma di opere pubbliche, considerate necessarie dopo l'unificazione. A ciò si aggiungono lo scoppio della Prima guerra mondiale, che assorbe un ammontare rilevante di risorse, la Grande Crisi del 1929 e la Seconda guerra mondiale. Il venticinquennio che fa seguito al secondo conflitto bellico sembra costituire un'eccezione se confrontato con la precedente e la successiva esperienza italiana ma sarà una crescita economica senza precedenti più che una accorta politica di bilancio a contribuire in maniera cruciale al contenimento del rapporto debito/Pil. Tra la fine degli anni Sessanta e soprattutto nel corso degli anni Settanta, vengono infatti poste le premesse per una successiva ancora più forte crescita di tale rapporto, introducendo elementi di sempre maggiore rigidità nella spesa corrente (dipendenti pubblici, sanità e previdenza sociale) ai quali, tuttavia, non corrisponde un'adeguata copertura finanziaria. Da ciò, gli elevati disavanzi pubblici in termini assoluti di quegli anni. In altre parole, si forma quello che Pedone (2011a) definisce *“uno zoccolo duro di fabbisogno primario”* che rappresenterà una caratteristica strutturale del sistema italiano di finanza pubblica, che però non desta preoccupazioni in quanto non si riflette immediatamente in un corrispondente aumento del rapporto debito/PIL. A tal proposito, come puntualizza Sarcinelli (1990), *“negli anni Settanta, l'elevato finanziamento monetario del disavanzo, il controllo dei movimenti di capitale e il mantenimento di tassi di interesse negativi o modesti in termini reali hanno permesso al debito di assumere un profilo di crescita non preoccupante. Senza queste politiche 'accomodanti', probabilmente il debito avrebbe mostrato una tendenza esplosiva molto prima”*. Quando vengono meno quelle condizioni favorevoli che contenevano in passato la crescita del rapporto debito/PIL, il problema relativo all'andamento di tale rapporto si manifesta in tutta la sua importanza, soprattutto nel momento in cui la firma del Trattato di Maastricht determina la trasformazione del rapporto debito/PIL da indicatore macroeconomico a vero e proprio vincolo di finanza pubblica. L'incompatibilità del rapporto debito/PIL italiano rispetto al limite fissato dal Trattato (60% del PIL) spinge l'Italia, per evitare l'emarginazione rispetto al nuovo progetto di unificazione europea, ad avviare una progressiva riduzione di tale rapporto che, tuttavia, si interromperà con lo scoppio delle recenti crisi.

Tale lavoro affronta il tema dell'origine e dello sviluppo del debito pubblico in Italia dividendo la dinamica di quest'ultimo in sette diverse

fasi. Nell'analizzare l'evoluzione del rapporto debito/Pil, si è deciso di separare i contributi apportati dalle politiche di bilancio e dall'andamento del Pil nominale alla variazione annuale di tale rapporto al fine di isolare, di volta in volta, i principali responsabili del suo sviluppo. A tal proposito, va innanzitutto sottolineato che la dinamica del peso del debito riflette essenzialmente il fabbisogno finanziario delle Amministrazioni pubbliche e l'andamento dell'economia. In questo quadro, seguendo l'approccio seguito in Francese e Pace (2008) e, dunque, ipotizzando che il fabbisogno sia approssimativamente uguale alla variazione del debito nominale, si ha che:

$$\Delta d_t = f_t - d_{t-1} \frac{y_t}{1 + y_t} \quad (1)$$

dove d_t indica l'incidenza del debito sul prodotto al tempo t , f_t il peso del fabbisogno e y_t il tasso di crescita del prodotto nominale.

2. Dall'Unità d'Italia alla Prima Guerra Mondiale (1861-1913)

Secondo Artoni e Biancini (2004), sono due i periodi che hanno determinato un elevato livello medio del rapporto debito/Pil italiano: il periodo successivo all'unificazione italiana fino alla fine del XIX secolo e il periodo che va dai primi anni Ottanta del Novecento fino alla prima metà degli anni Novanta. In questo quadro, le due guerre mondiali non sembrano aver influito sul livello di tale rapporto: da una parte, il Regno Unito e gli Stati Uniti condonano la gran parte del debito estero contratto a seguito della partecipazione alla Prima guerra mondiale; dall'altra, il debito accumulato nel corso del secondo conflitto mondiale viene ridotto drasticamente dalla violenta inflazione degli ultimi anni di guerra.

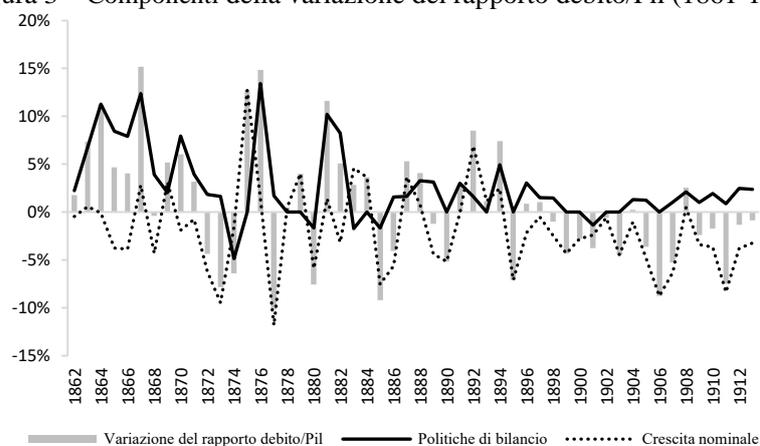
Il periodo che va dall'Unità d'Italia alla Prima guerra mondiale risulta, dunque, di particolare importanza perché i primi decenni successivi al 1861 rappresentano una prima fase, seppur non lineare, di sostanziale accumulo del debito pubblico (Figura 1). Verso la fine dell'Ottocento, il contributo della crescita del Pil nominale è tale da determinare, insieme ad una accorta politica di bilancio, una forte riduzione del rapporto debito/Pil (Figura 3).

Come anticipato, il nuovo Regno d'Italia nasce con un livello di debito pubblico relativamente elevato, data la decisione di ereditare i debiti degli Stati preunitari.⁴ Nei dieci anni successivi, il rapporto debito/Pil aumenta di

⁴ Pedone (2011a) illustra le ragioni di questa scelta nell'intento di rendere evidente la continuità tra i vecchi Stati e il nuovo Regno d'Italia in modo da assicurare a quest'ultimo

58,5 punti percentuali, dal 37,6% del 1861 al 96,1% del 1871. Le ragioni di questo aumento possono essere individuate in una serie di fattori: un forte aumento della spesa pubblica volto a sostenere un vasto programma di opere pubbliche; le spese militari derivanti dal compimento dell'unità d'Italia; il pagamento di un'indennità di guerra all'Austria; l'incorporazione nel debito del nuovo Stato nazionale dei debiti delle cosiddette regioni annesse, il Veneto e lo Stato Pontificio; i ritardi nell'entrata a regime dei provvedimenti di riordino fiscale posti in essere subito dopo l'unificazione.

Figura 3 – Componenti della variazione del rapporto debito/Pil (1861-1913)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

Il governo reagisce all'aumento del debito pubblico, oltre che con la vendita di beni demaniali ed ecclesiastici, soprattutto attraverso la leva fiscale. I connotati strutturali della riforma fiscale varata in quegli anni rimarranno di fatto in vita per più di un secolo. Da una parte, le imposte dirette vengono raggruppate in tre distinte tipologie: l'imposta sui terreni, l'imposta sui fabbricati e l'imposta sulla ricchezza mobile.⁵ Dall'altro,

fin da subito la caratteristica di debitore credibile. Accanto a questo aspetto, tuttavia, va sottolineato come l'onere del debito non fosse uniformemente distribuito tra le varie zone del paese ma fosse principalmente in mano al Regno di Sardegna (57,2%). Da questo punto di vista, i cittadini meridionali furono di fatto chiamati a rispondere di un debito contratto per finanziare opere poste in essere al nord d'Italia senza poter in alcun modo usufruire dei conseguenti benefici (Fausto, 2005).

⁵ L'imposta sulla ricchezza mobile inizia solo nel 1869 a dare un gettito significativo, che diventa più consistente con l'aumento dell'aliquota nel 1871. Tale imposta, la prima sui redditi istituita dall'Unità d'Italia, verrà abolita e sostituita dall'IRPEF con la riforma tributaria del 1973, entrata in vigore il 1° gennaio 1974.

vengono estese e inasprite le imposte sui consumi.⁶ La prima vicenda di rientro dal debito pubblico nella storia del nuovo Stato italiano è, dunque, caratterizzata dal ricorso all'aumento delle entrate. In tale quadro, il picco del 1876 raggiunto dal rapporto debito/PIL deve essere attribuito principalmente al riscatto delle ferrovie Alta Italia. D'altra parte, ciò che contribuisce a tenere il livello del rapporto debito/PIL mediamente elevato, in un periodo in cui disavanzi pubblici non registrano valori particolarmente consistenti, è la nazionalizzazione delle ferrovie, che si ha prima nel 1876 e, successivamente, nel 1905.

Il periodo che va fino al 1876 è contraddistinto dal perseguimento, da parte del governo della Destra storica, del pareggio di bilancio. Il tentativo di raggiungere tale obiettivo costa, tuttavia, alla Destra la perdita del governo. Il successivo periodo di governo della Sinistra è caratterizzato da un deciso aumento del valore del rapporto debito/Pil. In particolare, già dai primi anni Ottanta, tale rapporto registra valori stabilmente al di sopra del 100%. In questo periodo, la creazione di debito pubblico è finalizzata principalmente a favorire lo sviluppo dell'economia italiana, senza il supporto di un finanziamento monetario del disavanzo data la decisione del governo nel 1883 di riportare l'Italia nel *gold standard* e il conseguente vincolo del rispetto della copertura aurea dei biglietti in circolazione. In questo scenario, a contribuire al deterioramento della finanza pubblica, oltre che al peggioramento del rapporto debito/Pil, è il pessimo andamento economico di quel periodo dell'economia italiana.

Nei primi anni del Novecento, l'Italia conosce la prima fase di prolungata crescita economica. Il decollo dell'economia italiana si inserisce all'interno del più generale processo di sviluppo economico che in quel periodo caratterizza l'intera economia mondiale. Il miglioramento dei saldi di bilancio, conseguente alla crescita del reddito, fa sì che lo stock di debito pubblico rimanga sostanzialmente stabile fino al 1906, per poi conoscere un lieve aumento fino al 1913. In rapporto al PIL, tuttavia, il debito pubblico, che negli ultimi anni dell'Ottocento registra valori superiori al 115%, si riduce progressivamente fino a toccare il valore del 73,9%. A tal proposito, è interessante anticipare che ci vorranno più di 30 anni affinché il rapporto debito/Pil scenda al di sotto di questa soglia.

Nei primi anni del Novecento, l'accumularsi degli avanzi di bilancio non solo elimina la necessità di fare ricorso a nuove emissioni di titoli di debito pubblico ma contribuisce anche a far aumentare al di sopra della pari le quotazioni dei titoli già emessi. Ciò, insieme al favorevole contesto

⁶ Nel 1968, viene introdotta l'impopolare tassa sul macinato, un'imposta indiretta sulla macinazione del grano e dei cereali in genere.

economico vissuto dall'Italia in quegli anni, permette a Giolitti di affrontare il problema di ridurre lo stock di debito pubblico. La cosiddetta operazione di conversione della rendita, considerata una delle operazioni più importanti della sua politica finanziaria, votata dal Parlamento nel giugno 1906, offre ai portatori di titoli con rendite al 5% lordo e 4% netto la scelta tra la conversione in un titolo di nuova creazione, con interesse del 3,75% fino al 31 dicembre 1911 e del 3,50% dal 1° gennaio 1912 in poi, e il rimborso del debito alla pari.⁷ L'operazione volontaria di conversione ha pieno successo in termini di adesioni ma determina un risparmio non così rilevante quantitativamente sulla spesa annuale per interessi. In ogni caso, la piena riuscita della politica economica ora descritta, da una parte, testimonia il grado di credibilità e fiducia raggiunto dal Governo presso i cittadini e, dall'altra, può essere intesa, come segnalatrice della quota esigua di debito pubblico italiano detenuto all'estero in quegli anni (Fausto, 2005).

3. Dalla Prima guerra mondiale al secondo periodo post-bellico (1914-1947)

Alla vigilia della Prima Guerra Mondiale, il rapporto debito/PIL registra valori al di sotto del 75%. In questo quadro, lo scoppio del primo conflitto mondiale sconvolge gli equilibri del bilancio pubblico, assorbendo un grande ammontare di risorse: l'ammontare delle spese arriva a rappresentare quasi la metà del reddito nazionale e, all'interno di queste, quelle connesse ad attività belliche superano il 75% delle spese complessive; parallelamente, il sistema tributario, ancora regolato dalle prime leggi finanziarie successive all'unificazione del Paese, si dimostra non idoneo a finanziare l'eccezionale incremento delle spese (Pedone, 2011b). La guerra comporta, dunque, un enorme sforzo finanziario, a cui si provvede principalmente attraverso il ricorso all'indebitamento. In soli sette anni, il debito pubblico in termini assoluti aumenta di più dell'800%, passando dai 10 milioni di euro del 1914 ai 90,9 milioni di euro del 1920. Ciò contribuisce a far sì che, in quegli anni, il rapporto debito/Pil conosca un forte aumento, raggiungendo nel 1920 il valore massimo per l'intera storia dell'economia italiana (159,4%) (Figura 1).

In questo primo periodo, si verificano due fenomeni molto interessanti. Innanzitutto, l'aumento del debito pubblico contratto per finanziare la guerra viene collocato interamente all'estero, data l'incapacità del mercato

⁷ Per ulteriori approfondimenti, si veda De Cecco (1990).

finanziario italiano a far fronte al crescente fabbisogno statale. I prestiti forniti da Gran Bretagna e Stati Uniti, contratti in lire-oro, si gonfiarono in maniera significativa con la svalutazione della lira (Zamagni, 1998). In secondo luogo, il processo inflazionistico che si innesca durante la guerra, insieme al protrarsi del conflitto e all'incertezza del suo esito, determina un cambiamento nella struttura per scadenza del debito. Gli investitori non sono, infatti, disposti a impiegare denaro a lungo termine. In particolare, tra il 1914 e il 1919, i titoli di debito pubblico a medio e lungo termine passano dal 72% al 49,1% del totale mentre quelli a breve termine aumentano dall'1,6% al 12,8%.⁸

Il progressivo riequilibrio della finanza pubblica è reso possibile dall'esaurirsi degli effetti della guerra che porta a una rilevante caduta della spesa pubblica. Tra il 1922 e il 1926, i primi anni del periodo fascista, alla rapida discesa del rapporto debito/Pil di 50 punti percentuali concorrono anche altri fattori: la ripresa della crescita economica, una forte inflazione e la sostanziale cancellazione del debito estero da parte del Regno Unito e degli Stati Uniti.⁹ Nel periodo tra le due guerre mondiali, l'evoluzione del rapporto debito/Pil inverte la sua tendenza, riflettendo, più che la politica di bilancio, la politica valutaria e monetaria del regime fascista e, successivamente, gli effetti della Grande Crisi del '29. Così, dopo il 1926, nonostante ripetuti avanzi di bilancio primari, il rapporto riprende a crescere per effetto della politica deflazionistica e del cambio forte adottata dal regime che porta ad una riduzione del Pil in termini nominali.¹⁰ In questo quadro, lo scoppio della Grande Crisi del '29 non fa che aggravare la situazione, influenzando negativamente lo sviluppo economico e il bilancio statale.¹¹

⁸ I dati derivano da elaborazioni sui valori ricostruiti da Francese e Pace (2008).

⁹ A questo va aggiunto anche il cosiddetto Prestito del Littorio del 6 novembre del 1926, il quale prevede che i buoni ordinari del Tesoro, quinquennali e settennali con scadenza a partire dall'11 novembre dello stesso anno vengano convertiti obbligatoriamente in un prestito novennale al 5%. L'operazione di consolidamento forzato ora descritta si distingue dalla conversione della rendita del 1906 proprio per il suo carattere coercitivo.

¹⁰ Di fronte alle continue svalutazioni della moneta che rendono sempre più costose le importazioni di materie prime, Mussolini annuncia di volere, da una parte, difendere il valore della lira e, dall'altra, far entrare l'Italia nel *gold exchange standard*. Nel dicembre del 1927, viene dichiarata la cessazione del corso forzoso della lira, stabilendo una parità di 19 lire per un dollaro e di 92,46 lire per una sterlina, la cosiddetta quota novanta, che sancisce l'ingresso dell'Italia in tale regime monetario.

¹¹ La crisi economica determina, da una parte, una diminuzione delle entrate e, dall'altra, un aumento delle spese pubbliche finalizzato a fornire un sostegno all'attività economica privata. Gli iniziali deficit di bilancio non devono, tuttavia, far pensare ad una politica fiscale di natura anticiclica che anticipa la successiva rivoluzione keynesiana. Al contrario, di fronte all'accrescersi del disavanzo, la spesa per opere pubbliche tende immediatamente a

I forti e sempre più ampi disavanzi che il bilancio dello Stato registra dall'esercizio finanziario 1935-36 trovano la loro principale motivazione nella politica per il sostegno all'attività economica in regime di autarchia e nei crescenti impegni militari. Al riguardo, è interessante osservare che parte della spesa necessaria a far fronte alla guerra di Etiopia del 1935 viene sostenuta, dato il suo carattere eccezionale, attraverso un prestito forzoso e un prelievo straordinario. In particolare, nell'ottobre del 1936, i proprietari di terreni e fabbricati vengono obbligati alla sottoscrizione di un prestito venticinquennale nella misura del 5% del valore degli immobili stessi; inoltre, congiuntamente all'obbligo di sottoscrizione, viene introdotta un'imposta, della stessa durata del prestito forzoso, sul valore capitale dei beni immobili al fine di coprire finanziariamente il servizio del prestito. D'altra parte, nel 1936 l'uscita dell'Italia dal regime del *gold exchange standard* e il ripristino della facoltà del Tesoro di chiedere alla Banca d'Italia anticipazioni straordinarie permettono un maggiore ricorso al finanziamento monetario della spesa pubblica.¹² In questo modo, si ricostituisce “*quel regime di fiscal dominance che verrà poi largamente sfruttato negli anni Settanta*” (Pedone, 2011b).¹³ In questo quadro, la diminuzione del rapporto debito/Pil che si osserva nella seconda metà degli anni Trenta, nel periodo immediatamente precedente lo scoppio del Secondo conflitto mondiale, dipende principalmente dall'aumento dei prezzi dopo anni di deflazione.

L'ingresso dell'Italia nella Seconda Guerra Mondiale genera una nuova esplosione del debito pubblico, al cui finanziamento si provvede, a differenza di quanto avvenuto durante il primo conflitto mondiale, non attraverso l'accensione di prestiti esteri ma attraverso il ricorso al risparmio nazionale, senza però incentivarne la sottoscrizione attraverso tassi di interesse più elevati. Da questo punto di vista, si fa molto più affidamento sui sentimenti patriottici e sulla mobilitazione popolare per far fronte agli eventi bellici (Musu, 2012). Come nel primo conflitto mondiale, anche in questo caso il sistema tributario non riesce a finanziare le crescenti spese belliche, nonostante l'introduzione di un'imposta sugli scambi ad ampia base, come l'imposta generale sull'entrata¹⁴, e i ripetuti prelievi

contrarsi, connotando la politica di bilancio come insufficiente dal punto di vista della stabilizzazione del ciclo (Pedone, 1967).

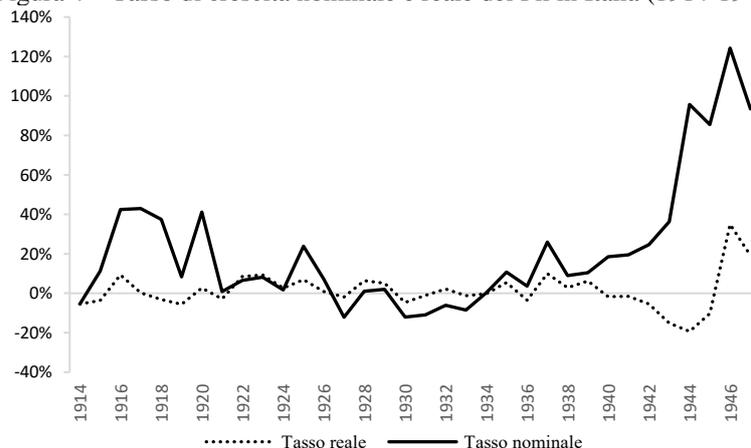
¹² L'iniziale obbligo, introdotto nel 1893, per la Banca d'Italia di concedere al Tesoro anticipazioni temporanee e straordinarie viene successivamente revocato per effetto della rivalutazione delle riserve auree della Banca d'Italia.

¹³ Per maggiori informazioni sulle caratteristiche del regime di *fiscal dominance*, si veda Sargent e Wallace (1981).

¹⁴ L'Imposta Generale sull'Entrata (IGE), introdotta nel 1940, si configura come un'imposta plurifase cumulativa, le cui caratteristiche distintive sono di colpire gli scambi in

straordinari. In ogni caso, nonostante il forte aumento del debito in termini assoluti, il rapporto debito/Pil non raggiunge valori particolarmente elevati: dopo aver toccato il picco del 116,3% nel 1942, tale rapporto conosce una netta diminuzione per effetto di un significativo e progressivo aumento dei prezzi sperimentato nel corso della Seconda Guerra Mondiale.

Figura 4 – Tasso di crescita nominale e reale del Pil in Italia (1914-1947)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

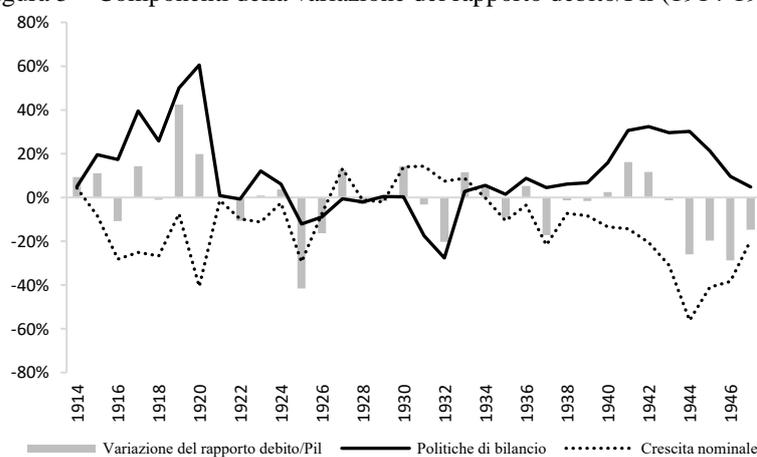
Da questo punto di vista, il confronto tra la crescita del Pil nominale e quello reale permette di dedurre quale sia stata la variazione media dei prezzi (Figura 4). In particolare, è la variazione annua del deflatore implicito del Pil a offrire una misura del tasso d'inflazione medio annuo sperimentato in quegli anni: nel 1944, ad esempio, l'economia italiana registra un tasso di crescita del deflatore del Pil superiore al 140%. Alla fine degli anni Quaranta, la cosiddetta tassa da inflazione rappresenta *“la soluzione al problema del debito pubblico”* (Musu, 2012). Nel 1947, il rapporto debito/Pil registra, infatti, il valore del 25,8%, il valore più basso mai registrato nell'intera storia del debito pubblico dall'Unità d'Italia ad oggi (Figura 1).

Nell'esaminare i contributi delle politiche di bilancio e della crescita nominale del prodotto nell'influenzare l'evoluzione del rapporto debito/Pil emerge un aspetto molto interessanti nel confronto tra quanto avvenuto nel

tutti i passaggi del processo produttivo e distributivo e di gravare ogni volta sul valore pieno dei beni e servizi scambiati. L'Imposta sul Valore Aggiunto (IVA), che prende il posto dell'IGE a partire dal 1974, si configura, invece, come un'imposta plurifase non cumulativa, la cui caratteristica è di applicarsi soltanto all'incremento di valore aggiunto realizzato nei vari stadi del processo produttivo e distributivo del bene o servizio in questione.

corso dei due conflitti mondiali: se, da una parte, l'elevata inflazione registrata durante la Seconda Guerra Mondiale è fondamentale nel ridurre drasticamente il rapporto debito/Pil, dall'altra, la forte crescita dei prezzi sperimentata dall'economia italiana nel corso della Prima Guerra Mondiale non è sufficiente a controbilanciare l'accumulazione di debito derivante dai crescenti disavanzi di bilancio (Figura 5). In quest'ultimo caso, come visto, il risultato è un forte aumento del rapporto debito/PIL. Le due guerre mondiali, dunque, pur accumulate da un rilevante sforzo in termini di spesa pubblica, incidono in modo diametralmente opposto sull'andamento di tale rapporto, dato il diverso contesto macroeconomico sperimentato dall'economia italiana durante i due conflitti mondiali.

Figura 5 – Componenti della variazione del rapporto debito/Pil (1914-1947)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

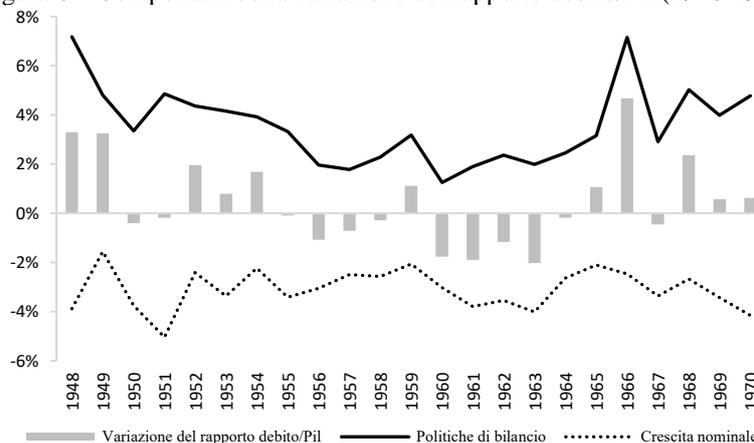
4. Il miracolo economico e la crisi della politica di bilancio liberista (1948-1970)

Al termine della Seconda guerra mondiale, grazie all'elevata inflazione registrata negli anni precedenti, l'Italia riparte con un rapporto debito/Pil molto basso, inferiore a quello registrato al momento dell'Unificazione, che continuerà a mantenersi stabile tra il 25% e il 35% fino alla fine degli anni Sessanta (Figura 1). La significativa riduzione del valore reale del debito di guerra è resa possibile dalla sconfitta del regime che l'aveva accumulato, il quale diventa il capro espiatorio del dissesto finanziario ereditato; in ogni caso, la nascente Repubblica Italiana non sceglie la via del ripudio formale

del debito, considerandosi successore del precedente Regno d'Italia (De Cecco e Pedone, 2001).

In relazione all'evoluzione del rapporto debito/Pil e ai relativi contributi alla sua dinamica, emerge una considerazione preliminare molto interessante: a differenza di quanto visto nei periodi precedentemente analizzati, il contributo apportato dal numeratore e dal denominatore del rapporto all'andamento di quest'ultimo è netto. Da una parte, infatti, le politiche di bilancio dello Stato rappresentano l'elemento chiave nello spiegare la tendenza all'aumento di tale rapporto; dall'altra, l'elevata crescita economica sperimentata in quegli anni permette non solo il contenimento del rapporto debito/Pil ma anche in alcuni anni, soprattutto nella prima metà degli anni Sessanta, la sua diminuzione (Figura 6).

Figura 6 – Componenti della variazione del rapporto debito/Pil (1948-1970)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

Il problema principale che l'Italia deve innanzitutto affrontare nel secondo dopoguerra riguarda il cercare di riportare sotto controllo gli elevati tassi di inflazione. Tale necessità scaturiva anche dalla decisione di aderire a un sistema dei pagamenti internazionali basato su cambi rigidi (Graziani, 1979). Al riguardo, con misure adottate nell'agosto del 1947 e poi entrate in vigore il 1° ottobre, il Ministro dell'Economia e delle Finanze, e poi Governatore della Banca d'Italia, Luigi Einaudi imposta una manovra di stabilizzazione monetaria che annovera, tra le altre cose, l'innalzamento delle riserve obbligatorie presso la Banca d'Italia.¹⁵

¹⁵ In realtà, le nuove norme sulla riserva obbligatoria non erano calcolate così da provocare una significativa contrazione di credito da parte del sistema bancario nel suo

Quest'ultimo provvedimento contribuisce indirettamente a modificare la composizione del debito pubblico verso i titoli a breve termine, data la possibilità per le banche di assolvere i loro obblighi di riserva presso la Banca d'Italia con titoli a breve termine del Tesoro. Nel 1949, tali titoli rappresentano circa il 30% del totale, il valore più alto mai registrato fino a quel momento.¹⁶

Se i primi anni del dopoguerra sono caratterizzati da disavanzi di bilancio molto consistenti¹⁷, il periodo che va dagli anni Cinquanta ai primi anni Sessanta è caratterizzato da una politica di bilancio improntata a grande severità che riesce a mantenere un sostanziale equilibrio nei conti pubblici. D'altra parte, a favorire una comoda gestione del bilancio pubblico e il contenimento del rapporto debito/Pil, concorrono un'elevata crescita economica, che assicura un aumento automatico delle entrate tributarie e del denominatore del rapporto, e il contenimento della spesa per interessi, ottenuto anche grazie al maggior ruolo giocato dal finanziamento monetario e dai titoli a breve termine.

All'inizio degli anni Sessanta, si verificano due fenomeni importanti: da una parte, iniziano a emergere pressioni inflazionistiche principalmente per l'effetto della pressione di una domanda in continua espansione su un'offerta che non riesce ad adeguarsi per carenza dei fattori produttivi disponibili e, dall'altra, si registrano ampi disavanzi della bilancia dei pagamenti conseguenti al peggioramento del saldo di conto corrente, favorito, a sua volta, dall'aumento dei prezzi interni (Musu, 2012). Per contrastare il sorgere di tali fenomeni, la Banca d'Italia attua, nel 1963, una manovra restrittiva che si rivela immediatamente efficace nel ridurre il tasso di inflazione e nel riportare in pareggio la bilancia dei pagamenti. D'altra parte, il regime di cambi fissi non consente di utilizzare la svalutazione per conseguire l'equilibrio esterno. La stretta monetaria ha tuttavia un costo: il tasso di crescita dell'economia diminuisce quasi della

complesso. Ciò che determinò la significativa restrizione creditizia e i conseguenti effetti deflazionistici fu principalmente il meccanismo delle aspettative da parte degli operatori di una caduta al ribasso dei prezzi (Foà, 1949). Questo costrinse il Governo a intraprendere una politica di spesa compensativa per evitare il collasso dell'attività industriale italiana, connotando il tentativo di una politica ortodossa da parte di Einaudi come una politica di maggior intervento e controllo statale (Hirschman, 1948).

¹⁶ Si veda la nota 9.

¹⁷ Come scrive Fausto (2005), mentre le entrate diminuiscono a causa dello squilibrio economico-finanziario, della contrazione dei consumi, dell'arresto del commercio e del disordine dell'amministrazione fiscale, le spese, nonostante la riduzione degli oneri del debito pubblico per l'inflazione e l'annullamento di quelli per le forze armate e le colonie, aumentano per i nuovi oneri di carattere sociale, come le spese per l'assistenza postbellica ai reduci e agli sfollati, le spese per le riparazioni dei danni di guerra, le spese per la smobilitazione.

metà nell'arco di un solo anno. In questo senso, si può affermare che, in presenza di un conflitto tra diversi obiettivi di politica economica, la Banca centrale non mostra alcun dubbio ad abbandonare almeno momentaneamente l'obiettivo della crescita (Visaggio, 1997).

In questo scenario, il compito di stimolare la crescita economica viene assegnato alla politica di bilancio. Tale scelta viene favorita dal passaggio al governo da maggioranze di centro a una nuova maggioranza di centro-sinistra. Le due componenti del nuovo governo mostrano, infatti, interessi contrastanti, la cui sintesi mette fine alla disciplina fiscale seguita fino a quel momento: da una parte, la componente di sinistra preme per aumentare le spese volte ad estendere il *Welfare State*; dall'altra, quella di centro è ferma nel salvaguardare gli interessi del proprio blocco sociale, poco incline a addossarsi l'onere del maggior interventismo statale. Nel giro di pochi anni, si assiste, dunque, ad un forte deterioramento dei conti pubblici. In particolare, sottovalutando gli effetti a lungo termine sugli equilibri complessivi del bilancio pubblico, vengono introdotte forme molto generose di trattamenti pensionistici attraverso la rivalutazione delle pensioni e l'introduzione delle pensioni sociali e di anzianità. Nel 1968, l'intervento riformatore dello Stato prevede anche una radicale riforma del sistema pensionistico e un'innovazione nell'assetto giuridico e finanziario degli ospedali, che getta le basi per la successiva istituzione del Servizio Sanitario Nazionale.¹⁸ All'aumento delle spese per le prestazioni sociali, si aggiunge inoltre l'espansione delle spese per i dipendenti pubblici.¹⁹

In questo quadro, è opportuno concentrare l'attenzione su due aspetti importanti. Innanzitutto, le origini dello squilibrio dei conti pubblici vanno fatte risalire proprio alla metà degli anni Sessanta, momento in cui l'incidenza del debito sul prodotto riprende ad accrescersi, dopo una fase di accentuata flessione (Sartor, 1998). D'altro canto, l'evoluzione della finanza pubblica di questo periodo deve essere inserita nel quadro europeo e, in questo senso, il tentativo di incrementare il ruolo dello Stato in determinati ambiti può essere letto come un tentativo di adeguamento ai modelli prevalenti nei principali paesi europei (Artoni e Biancini, 2004).

A partire dal 1967, ha inizio un nuovo processo di aggiustamento dei conti pubblici che trae forza dalla presenza nel nuovo Governo di una componente prevalentemente liberista. A fronte della maggiore cautela

¹⁸ Nel 1968, con la legge Mariotti, viene riformato il sistema degli ospedali, fino ad allora gestiti da enti di assistenza e beneficenza, trasformandoli in enti pubblici e disciplinandone l'organizzazione, la classificazione in categorie e le funzioni nell'ambito della programmazione nazionale e regionale ed il finanziamento.

¹⁹ Per ulteriori approfondimenti sulle cause dell'espansione della spesa pubblica in questo periodo e nei due decenni successivi, si veda Franco, 1993.

nella politica di bilancio, nella seconda metà degli anni Sessanta, la Banca d'Italia, dopo aver riportato sotto controllo il tasso d'inflazione e gli squilibri della bilancia dei pagamenti, torna ad attuare una politica monetaria espansiva, sostenendo, attraverso una politica di stabilizzazione del tasso di interesse, la crescita economica. Tale politica consegue un duplice risultato: da una parte, stimola la spesa per investimenti e, quindi, la crescita economica; dall'altra parte, riducendo, se non eliminando, il rischio di perdite in conto capitale, agevola un ampio collocamento di titoli pubblici, emessi per far fronte alla crescente esigenza di risorse finanziarie necessarie a coprire gli aumenti dei disavanzi pubblici (Visaggio, 1997). Il rialzo generalizzato dei tassi di interesse internazionali, tuttavia, alimentato verso la fine degli anni Sessanta da nuove tensioni inflazionistiche, porta ad una sospensione temporanea della politica di stabilizzazione del tasso di interesse per timore di una fuoriuscita di capitali e del conseguente disavanzo della bilancia dei pagamenti. Ciò costringe la Banca d'Italia, a fronte delle incertezze del mercato, a svolgere il ruolo di compratore di ultima istanza nell'offerta di titoli pubblici, perdendo, in questo modo, l'autonomia necessaria per conseguire gli obiettivi finali monetari. Si intravedono, dunque, i primi segnali di quello che risulterà essere il problema centrale degli anni Settanta: il rapporto tra la Banca d'Italia e il Tesoro.

5. I semi della crisi della finanza pubblica (1971-1980)

Nel corso degli anni Settanta, il bilancio dello Stato registra continui ed elevati disavanzi primari: le entrate, nonostante il successo dal punto di vista del gettito della riforma tributaria introdotta in Italia tra il 1973 e il 1974, non riescono a controbilanciare il rapido e marcato aumento della spesa pubblica al netto degli interessi. L'espansione della spesa pubblica riguarda principalmente la spesa corrente mentre quella in conto capitale rimane sostanzialmente stabile. Dal lato delle entrate, come anticipato, il sistema tributario italiano viene radicalmente modificato nel 1973 con l'introduzione dell'Iva e nel 1974 con l'adozione di un modello d'imposizione fondato sull'imposta personale progressiva sul reddito. In conseguenza di questa riforma, nel corso del decennio, la quota delle entrate pubbliche sul Pil aumenta considerevolmente grazie all'aumento del gettito delle imposte dirette. Tale aumento è diretta conseguenza del meccanismo di riscossione delle imposte personali fondato sul sostituto di imposta e sul *fiscal drag*, fenomeno quest'ultimo determinato

dall'introduzione di un'imposta fortemente progressiva in un periodo di elevata inflazione.

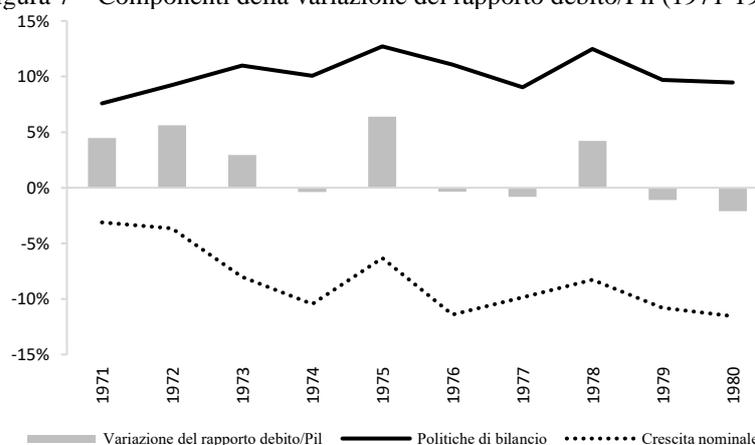
Relativamente all'aumento della spesa pubblica nel corso degli anni Settanta, è interessante sottolineare due aspetti. In primo luogo, tale aumento determina modificazioni strutturali nel bilancio pubblico attraverso l'introduzione di elementi di sempre maggiore rigidità nella spesa corrente. Tende a formarsi, in altre parole, come già anticipato in precedenza, quello *zoccolo duro di fabbisogno primario* che, da questo momento in poi, rappresenterà una caratteristica strutturale del sistema italiano di finanza pubblica. In particolare, si registra un aumento della spesa per i dipendenti pubblici e della spesa di tipo sociale per la sanità e la previdenza sociale.²⁰ Gli anni Settanta, infatti, sono gli anni in cui si costituisce il Servizio Sanitario Nazionale e in cui si concedono condizioni particolarmente favorevoli per l'accesso alle prestazioni previdenziali. In secondo luogo, l'aumento della spesa pubblica deve essere inquadrato all'interno dello scenario sociale e politico dell'epoca in cui *“la radicalità delle richieste sociali economiche favoriscono lo sgretolamento del consenso sociale e politico necessario al proseguimento delle politiche di bilancio di stabilizzazione”* (Visaggio, 1997). Nel corso del decennio, complice anche un sistema elettorale proporzionale che rende sempre più debole la forza parlamentare dei Governi di centro-sinistra, l'espansione della spesa pubblica si configura, dunque, come una vera e propria politica del consenso, alla quale non corrisponde un adeguato incremento delle entrate (Musu, 2012).

Le dinamiche ora descritte si traducono in un aumento costante del disavanzo primario del settore pubblico, a cui va aggiunto, come vedremo, una quota sempre più rilevante di spesa corrente per interessi. L'elevato disavanzo non si riflette, tuttavia, in un immediato e corrispondente aumento del rapporto debito/Pil. Tale rapporto, infatti, seppur in continuo aumento durante gli anni Settanta, registra valori ancora contenuti (Figura 1). Il suo contenimento è favorito dal contributo apportato dalla crescita nominale del prodotto (Figura 7). Approfondendo tale dinamica, la crescita del debito pubblico si colloca su un sentiero sostenibile per due ragioni fondamentali: in primo luogo, un basso onere per interessi determinato dal

²⁰ Il finanziamento delle pensioni avviene in quegli anni con un sistema di tipo retributivo e questo, insieme a una estensione della pensione di anzianità a persone con un numero di anni di contribuzione estremamente basso, appesantisce la spesa pensionistica per un numero molto elevato di anni in quanto a favore di soggetti con elevata speranza di vita. In questo senso, alcuni sottolineano la confusione della funzione previdenziale del sistema pensionistico in una veste prettamente assistenziale (Musu, 2012).

finanziamento diretto del Tesoro da parte della Banca d'Italia, che giunge anche a possedere, alla metà degli anni Settanta, poco meno del 50% del debito pubblico complessivo (Pedone, 2011b); in secondo luogo, il processo inflazionistico sviluppatosi e alimentatosi nel corso del decennio, da una parte, come visto, attiva, dato il sistema fiscale progressivo con aliquote fissate sul reddito nominale, il meccanismo del *fiscal drag* che contribuisce all'aumento delle entrate e, dall'altra, garantisce un'elevata tasso da inflazione sul debito pubblico.

Figura 7 – Componenti della variazione del rapporto debito/Pil (1971-1980)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

Relativamente alla spesa per interessi, è necessario iniziare a rilevare il progressivo aumento della sua incidenza sul Pil: nonostante gli anni Settanta siano un periodo in cui risulta rilevante il peso del finanziamento del disavanzo pubblico attraverso la creazione di base monetaria da parte della Banca d'Italia, il forte aumento del debito pubblico in termini assoluti, che passa dai 13,4 miliardi di euro del 1970 ai 116,7 miliardi del 1980²¹, comporta una partecipazione crescente dei cittadini alla sua sottoscrizione. Di conseguenza, la spesa corrente per interessi inizia ad aumentare, diventando sempre più rilevante, ma rimanendo comunque inferiore a quanto sarebbe avvenuto nel caso in cui fosse stato assente il sostegno da parte della Banca d'Italia.²²

²¹ Fonte dei dati: Banca d'Italia.

²² Per mantenere bassi i tassi di interesse, nel corso degli anni Settanta si fa ricorso anche al cosiddetto vincolo di portafoglio, che prevede che le banche investano obbligatoriamente in titoli una certa quota, inizialmente del 6%, successivamente ampliata al 9%, dei loro depositi. Di fatto, tuttavia, tale provvedimento introduce nel sistema finanziario

6. Gli anni Ottanta e l'esplosione del debito pubblico (1981-1991)

Nel corso degli anni Settanta, la crescita del rapporto debito/Pil, alimentata da elevati e crescenti disavanzi pubblici, risulta contenuta e sostenibile grazie al consistente finanziamento monetario da parte della Banca d'Italia, che limita la spesa per interessi, e al rilevante processo inflazionistico. Gli anni Ottanta si caratterizzano, invece, per una serie di trasformazioni politiche, istituzionali ed economiche che, affievolendo i due fattori che ne avevano contenuto l'incremento, concorrono alla vera e propria esplosione di tale rapporto (Figura 1).

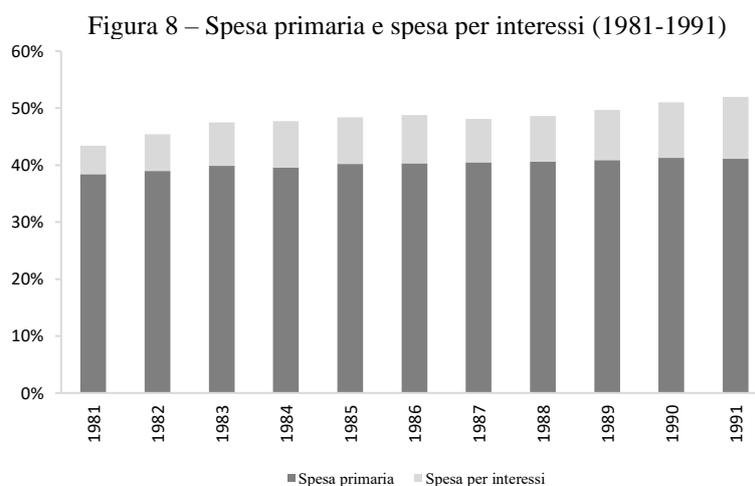
Da un punto di vista politico, la fuoriuscita del Partito comunista, ridotto nella sua rappresentanza parlamentare, dall'area governativa induce i Governi di centro-sinistra a cercare di estendere il consenso e a rafforzare il blocco sociale che ne sosteneva il potere, rinviando continuamente una rigorosa politica di stabilizzazione del debito pubblico. In questo, maggioranza e opposizione tendono ad assumere posizioni coincidenti: se, da una parte, la maggioranza usa la politica della spesa allo scopo di acquisire consenso sociale, dall'altra, l'opposizione concentra le sue battaglie nel sottolineare che tali politiche non sono sufficienti a tutelare gli interessi sociali della propria base elettorale. D'altro canto, l'ingresso dell'Italia nel Sistema Monetario Europeo, rendendo meno facile il ricorso alla svalutazione della lira, sposta il peso politica degli squilibri e della ricomposizione dei conflitti quasi interamente sul bilancio pubblico (Pedone, 2011a).

Da un punto di vista istituzionale, il cosiddetto divorzio del 1981, sancendo la fine dell'obbligo per la Banca d'Italia di sottoscrivere la quota di titoli pubblici di nuova emissione non collocata presso il mercato, afferma la definitiva autonomia della Banca centrale nei confronti della politica di bilancio del governo e, dunque, la sua piena libertà nella gestione della politica monetaria.²³ La differenza nella gestione delle nuove emissioni è sostanziale: mentre nel precedente decennio, la Banca d'Italia acquistava automaticamente la quota di titoli non collocata presso il

una distorsione sistematica che favorisce l'indebitamento pubblico a scapito dei finanziamenti al settore privato (Arcelli e Micossi, 1997).

²³ Oltre che come un modo per ridare alla Banca d'Italia il pieno controllo della base monetaria al fine di moderare il forte aumento dei prezzi, la fine del regime di *fiscal dominance* può essere interpretata come un tentativo per spingere i Governi degli anni Ottanta ad attuare una politica di stabilizzazione del debito pubblico (Visaggio, 1997). Questa speranza si rivela, tuttavia, presto vana, determinando soltanto un cambiamento nel finanziamento del disavanzo pubblico dalla Banca d'Italia al risparmio dei cittadini (Musu, 2012). Sul fronte della finanza pubblica, infatti, gli anni Ottanta si caratterizzano per la quasi totale assenza di iniziative particolarmente significative (Artoni e Biancini, 2004).

mercato, negli anni Ottanta fissa autonomamente la quota da acquistare in maniera coerente rispetto ai propri obiettivi di politica monetaria. Il pieno controllo della base monetaria da parte della Banca d'Italia rappresenta un elemento importante, insieme alla forte riduzione dell'indicizzazione salariale concordata nel 1984 tra Governo e movimenti sindacali, al crollo del dollaro agli inizi del 1985 e a una drastica riduzione del prezzo del petrolio nel 1986, nel processo di disinflazione che si mette in moto nel corso dei primi anni Ottanta. La fine della politica accomodante di finanziamento monetario del disavanzo ha, tuttavia, un risvolto ben preciso, ossia l'aumento rilevante del tasso di interesse che lo Stato deve corrispondere ai sottoscrittori dei titoli di debito pubblico di nuova emissione. Questo aspetto, insieme alla sempre più ampia quota di debito pubblico detenuta dal mercato²⁴, determina un aumento senza precedenti della spesa per interessi, la quale, nel 1991, arriva a rappresentare più di un quinto della spesa pubblica totale (Figura 8). D'altro canto, bisogna altresì tenere presente che la progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale elimina progressivamente i vantaggi di cui godeva il Tesoro nell'accesso all'elevato risparmio nazionale, esponendolo di fatto al giudizio dei mercati finanziari.



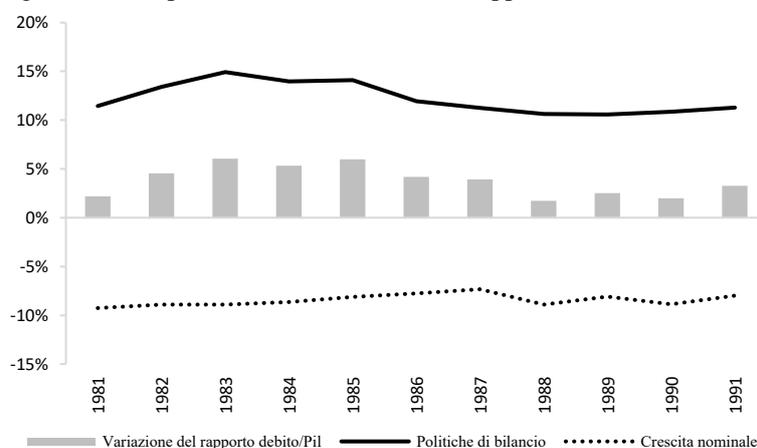
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

Da un punto di vista economico, infine, gli anni Ottanta si caratterizzano per la drastica riduzione del tasso di inflazione, il cui elevato valore aveva

²⁴ Se nel 1980 la Banca d'Italia deteneva circa un quarto del debito pubblico, dopo dieci anni questa quota arriva a registrare valori poco superiori del 10% (Musu, 2012).

permesso, nel decennio precedente il contenimento del rapporto debito/Pil. In questo quadro, il processo di disinflazione che si mette in moto nei primi anni Ottanta rappresenta un elemento fondamentale nella crescita del servizio del debito. In particolare, *“la principale determinante del forte aumento dell’onere effettivo del servizio del debito è la crescita dei tassi reali di rendimento, imputabile alla riduzione dell’inflazione, che non si riflette in una corrispondente riduzione dei tassi nominali. Questa maggiore resistenza alla discesa dei tassi nominali è anche il riflesso della drastica riduzione dell’intervento diretto della Banca d’Italia a sostegno del Tesoro”* (Pedone, 2011a). Le dinamiche ora presentate trovano un riflesso diretto nell’analisi dei contributi apportati dalle politiche di bilancio e dalla crescita nominale del prodotto all’evoluzione del rapporto debito/Pil: il contributo delle politiche di bilancio, per i motivi analizzati in precedenza, è talmente elevato che tale rapporto sperimenta un costante aumento per tutto il decennio; la crescita economica che l’Italia sperimenta nel corso del decennio in termini nominali, alimentata inizialmente dagli elevati tassi di inflazione e successivamente dalla più ampia ripresa dell’economia mondiale per la diminuzione dei prezzi del petrolio e delle materie prime, svolge un’azione frenante, anche se insufficiente all’aumento del rapporto debito/Pil (Figura 9).

Figura 9 – Componenti della variazione del rapporto debito/Pil (1981-1991)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d’Italia e Istat

7. Il Trattato di Maastricht e la corsa per l'euro (1992-2000)

All'inizio degli anni Novanta, sebbene il saldo primario ritorni in pareggio nel 1991 dopo un decennio di costante deficit iniziando a registrare avanzi primari a partire dal 1992, il bilancio pubblico comprensivo della spesa per interessi continua a registrare disavanzi molto elevati, in linea con quelli del decennio precedente. Alla base di questo deterioramento della finanza pubblica sta la continua crescita, iniziata nel 1981, dell'onere del servizio del debito. Gli elevati disavanzi pubblici alimentano una forte espansione del rapporto debito/Pil, favorita dal rallentamento economico che l'Italia conosce nei primi anni Novanta (Figura 1). In questo quadro, un primo fattore che favorisce la presa di coscienza della necessità di un'inversione di rotta è rappresentato dalla crisi valutaria e finanziaria che costringe l'Italia a uscire dal Sistema Monetario Europeo. La svalutazione della lira nella seconda metà del 1992, con conseguente uscita dell'Italia dallo SME, tuttavia, rappresenta soltanto uno dei due punti di svolta che in quell'anno segnano profondamente il corso della politica di bilancio. Il secondo punto di svolta è rappresentato dalla firma del Trattato di Maastricht²⁵ nel febbraio del 1992 che pone le premesse per lo sviluppo e la creazione dell'Unione Monetaria Europea (UME) sulla base di due principi: in primo luogo, l'idea di un processo graduale da percorrere nell'arco di diversi anni; in secondo luogo, la decisione di subordinare l'ingresso al soddisfacimento di determinati criteri di convergenza.²⁶ Con riferimento ai criteri di convergenza previsti dal

²⁵ Per approfondimenti circa i motivi alla base della firma del Trattato di Maastricht, si vedano Visaggio (1997) e Musu (2012). In particolare, entrambi gli autori sottolineano due punti interessanti: da una parte, la probabile sottovalutazione delle conseguenze politiche di una tale scelta; dall'altra, la speranza che ciò avrebbe permesso l'implementazione di quella disciplina fiscale che tutti ritenevano necessaria ma che nessuna forza politica osava imporre per la paura di perdere consenso.

²⁶ È interessante sottolineare che la teoria delle Aree Valutarie Ottimali, introdotta inizialmente da Mundell (1961), non prevede in alcun modo l'idea di una progressiva convergenza come prerequisito fondamentale. Risulta allora importante domandarsi perché gli estensori del Trattato abbiano prestato così tanta attenzione agli aspetti macroeconomici della convergenza rispetto a quelli microeconomici già previsti dalla letteratura. Al riguardo, Corsetti e Roubini (2003) individuano tre punti fondamentali, cui si fa riferimento nei lavori preparatori al Trattato, circa le ragioni che hanno portato all'imposizione di severi vincoli sulla finanza pubblica dei futuri paesi membri dell'unione monetaria, il cui minimo comun denominatore riguarda la preoccupazione circa la possibilità che si creino effetti di *spillover* negativi per il resto dell'unione monetaria qualora il debito pubblico di un paese membro dovesse aumentare in misura considerevole. Tale preoccupazione si basa sulla potenziale interdipendenza tra i tassi di interesse pagati da ogni emittitore sovrano che potrebbe interferire, a sua volta, con gli obiettivi di politica monetaria della Banca Centrale Europea. D'altro canto, non è da sottovalutare la possibilità che, alla base di tali vincoli, vi sia anche

Trattato di Maastricht, è importante altresì sottolineare che le condizioni richieste per la finanza pubblica rappresentano non solo una condizione necessaria per l'ingresso nella futura UME ma anche dei veri e propri vincoli da rispettare dopo l'avvio dell'unione monetaria stessa. Al riguardo, il Patto di stabilità e crescita, firmato ad Amsterdam nel giugno del 1997, rappresenta uno dei cardini guida dell'UME, integrando i contenuti del Trattato di Maastricht per quanto riguarda le procedure operative di gestione degli squilibri di finanza pubblica.

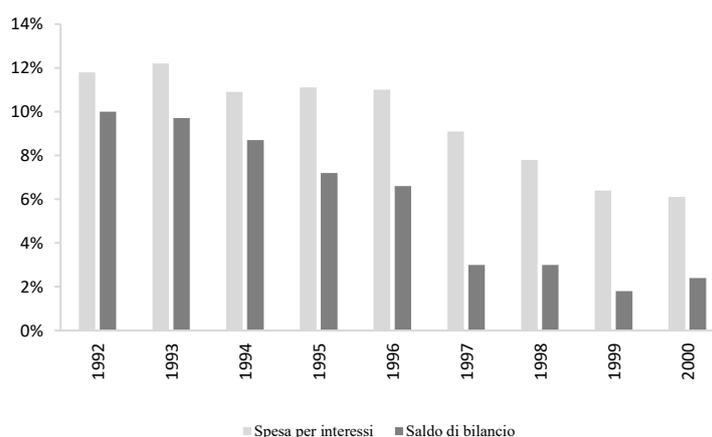
Il 1992 rappresenta, dunque, un anno chiave per comprendere le successive dinamiche di finanza pubblica. In particolare, la firma del Trattato di Maastricht e l'uscita dell'Italia dallo SME spingono l'ultimo Governo di centro-sinistra ad avviare un processo di progressivo riequilibrio del bilancio pubblico che rappresenta un importante fattore economico alla base dello sgretolamento del blocco sociale di riferimento. In questo quadro, il primo governo Amato (1992-1993) vara una drastica manovra di bilancio per il 1993, anticipando l'attuazione di molti punti all'ultima parte del 1992. La manovra restrittiva contribuisce, tuttavia, alla riduzione del tasso di crescita dell'economia che, a sua volta, determina una automatica riduzione delle entrate. Nel corso del 1993, il Governo tecnico, succeduto al Governo Amato e guidato dal governatore della Banca d'Italia Carlo Azeglio Ciampi, decide di attuare interventi correttivi volti ad assicurare un aumento delle entrate che risulti superiore all'aumento delle spese. Dai primi anni Novanta in poi, dunque, i vari governi che si succedono, a prescindere dal tipo di maggioranza parlamentare, vincolati dall'impegno assunto a Maastricht, avviano un processo di riduzione del disavanzo totale entro la soglia prevista dal Trattato, cercando al contempo di indirizzare l'evoluzione del rapporto debito/Pil verso la soglia del 60%. Numerosi sono gli interventi che vengono implementati dal lato delle spese: due riforme pensionistiche, il rallentamento degli incrementi salariali dei dipendenti pubblici e lo spostamento dell'aumento della spesa sanitaria nella sfera privata.²⁷ Per quanto riguarda le entrate, queste registrano, nel

l'obiettivo politico di ridurre la dimensione dello Stato nel sistema economica. In ogni caso, se, da una parte, è possibile trovare argomentazioni attraverso cui giustificare i vincoli di finanza pubblica introdotti con il Trattato di Maastricht, dall'altra, è molto più difficile razionalizzarne la precisione numerica, la quale sembra rispondere più a una mera media dei rapporti debito/Pil prevalenti a quel tempo in senso all'Unione Europea piuttosto che a una determinata teoria economica (Corsetti e Roubini, 2003; De Grauwe, 2010).

²⁷ Nella prima metà degli anni Novanta, si succedono due riforme pensionistiche. La riforma Amato, varata nel 1992, è una riforma timida: il calcolo delle pensioni avviene ancora attraverso un sistema retributivo. Al contrario, la riforma Dini, introdotta nel 1995, è molto più radicale e innovativa, aprendo la strada al sistema contributivo come criterio alla base del calcolo delle pensioni.

periodo considerato, un livello medio molto più elevato rispetto a quello registrato nei precedenti decenni e superano nel 1997 il valore del 46%.²⁸ In quell'anno, infatti, il Governo Prodi decide, al fine di dimostrare la buona volontà dell'Italia nel rispettare gli impegni presi e, di conseguenza, far sì che l'Italia faccia parte del primo gruppo di Stati che adotterà la moneta unica europea, di introdurre un'imposta straordinaria per l'Europa che aumenta di 2 punti percentuali le entrate tributarie. Nel corso degli anni Novanta, si assiste, dunque, a una progressiva riduzione del disavanzo totale di bilancio. A tal proposito, fondamentale per la dinamica di tale processo di rientro del disavanzo risulta la forte riduzione della spesa per interessi che caratterizza la seconda metà degli anni Novanta (Figura 10). Alla caduta del costo medio reale del debito pubblico influiscono senza ombra di dubbio la diminuzione dei tassi di interesse su scala mondiale e la sostanziale eliminazione del differenziale di rendimento rispetto agli altri paesi europei, conseguente al futuro venir meno della possibilità di svalutazione del debito finanziato (Artoni e Biancini, 2004).

Figura 10 – Spesa primaria e saldo di bilancio (1992-2000)



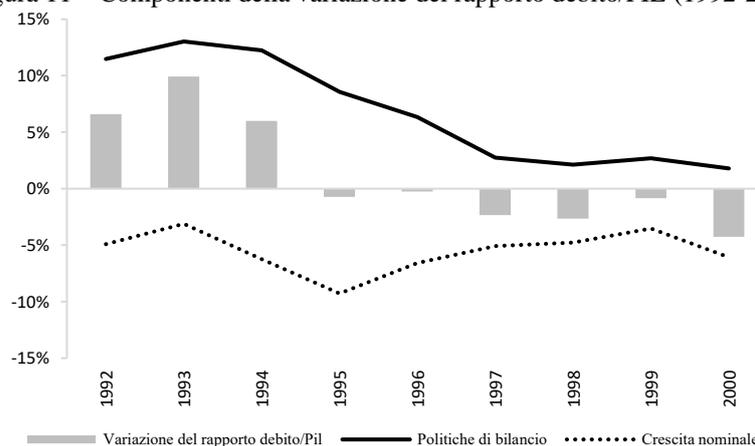
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

In questo quadro, il rapporto debito/Pil inizia una lenta ma costante discesa dalla seconda metà degli anni Novanta che si interromperà nella seconda metà del nuovo Millennio (Figura 1). In particolare, tale processo di rientro, trainato da una politica di bilancio nettamente restrittiva, non è, tuttavia, stato favorito dall'andamento economico dell'epoca (Figura 11). D'altro canto, l'esperienza degli anni Novanta dimostra come una politica

²⁸ Fonte dei dati: Banca d'Italia.

di bilancio volta a ridurre il disavanzo pubblico produca effetti sulla dinamica del debito pubblico con un'intensità che dipende in maniera decisiva dall'andamento dell'economia.

Figura 11 – Componenti della variazione del rapporto debito/PIL (1992-2000)



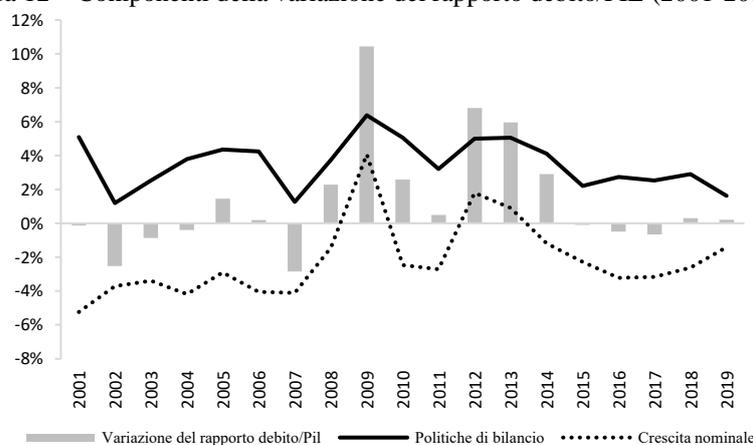
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

8. Il debito pubblico nel nuovo Millennio (2001-2019)

Il rapporto debito/PIL, toccato il picco relativo del 120,1% nel 1994, inizia una lenta ma costante discesa che accelera dopo la decisione dell'Italia di entrare nell'area euro fin dall'inizio (Figura 1). In questo quadro, mentre nella seconda metà degli anni Novanta l'aumento del debito pubblico in termini assoluti viene contenuto da una severa disciplina di bilancio, nel nuovo millennio il maggior contributo al contenimento del debito proviene dalla significativa e progressiva riduzione dei tassi di interesse, iniziata negli ultimi anni Novanta, che si traduce in una progressiva diminuzione della spesa per interessi. Il minor peso per il servizio del debito, tuttavia, non viene sfruttato per ridurre il disavanzo totale ma viene di fatto utilizzato per compensare l'aumento della spesa pubblica. Tra la fine degli anni Novanta e l'inizio del Duemila, infatti, il rapido deterioramento in cui entra la finanza pubblica italiana viene parzialmente mascherato dalla riduzione degli interessi, l'iniziale dividendo della partecipazione all'UME (Bassanetti *et al.*, 2013). Successivamente, lo scoppio della crisi finanziaria prima e la crisi dei debiti sovrani poi non solo interrompono questa discesa ma, nel giro di pochi anni, vanificano tutti gli sforzi effettuati nell'arco di più di un decennio.

In tale quadro, per comprendere pienamente l'evoluzione del rapporto debito/Pil nel corso del nuovo Millennio, è importante sottolineare, da una parte, come la modesta crescita economica registrata fino al 2007 abbia contribuito, nonostante politiche di bilancio non sempre rigorose, a una modesta riduzione di tale rapporto e, dall'altra, come la caduta del Pil sperimentata in alcuni anni nel corso della crisi finanziaria del 2008 e della successiva crisi dei debiti sovrani abbia determinato, insieme a un peggioramento dei conti pubblici dovuto ad un forte aumento delle spese, un significativo incremento del rapporto debito/Pil (Figura 12).

Figura 12 – Componenti della variazione del rapporto debito/PIL (2001-2019)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat

La crisi finanziaria del 2008, importata dagli Stati Uniti, non colpisce i paesi dell'Eurozona in maniera simmetrica. A subirla maggiormente risultano i cosiddetti PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna), i quali paesi registrano, nel biennio 2008-2009, una forte caduta del Pil reale e un drastico peggioramento delle finanze pubbliche a cui corrisponde un forte aumento del rapporto debito/Pil. Per quanto riguarda la Grecia, è opportuno sottolineare che la grave crisi delle finanze pubbliche emerge con ritardo, essendo stata nascosta all'Unione Europea attraverso opportune manipolazioni dei rendiconti fiscali. In ogni caso, "il limitato ricorso a misure di bilancio discrezionali per il sostegno diretto o indiretto della domanda è una caratteristica comune a molti paesi nell'esperienza della crisi in corso. Il peggioramento dei conti pubblici sembra scarsamente attribuibile a politiche di ispirazione keynesiana. Nella maggior parte dei casi, il repentino aumento dei disavanzi e del debito pubblico è attribuibile in larga misura all'agire degli stabilizzatori automatici piuttosto che alle

misure discrezionali, le quali si sono concentrate, sia negli Stati Uniti che in Europa, sul salvataggio del sistema finanziario più che sul sostegno della domanda di famiglie e imprese” (Pedone, 2011b). Un recente contributo ha anzi dimostrato che l’operare discrezionale dei vari Governi dell’Eurozona ha spinto in direzione contraria agli stabilizzatori automatici in modo da non far peggiorare ulteriormente le finanze pubbliche con probabili ripercussioni negative sulla dinamica del prodotto (Carnazza *et al.*, 2020). Tale circolo vizioso tra manovre correttive e contrazione del prodotto è ben descritto in Fantacone *et al.* (2015).

In questo quadro di progressivo peggioramento dei fondamentali macroeconomici, i mercati finanziari reagiscono aumentando lo scostamento tra i tassi di interessi a lungo termine dei titoli pubblici dei paesi in difficoltà rispetto a quello del paese considerato più sicuro, ossia la Germania. Alla base vi è il timore, nuovo per la neonata unione monetaria, che le obbligazioni degli emittitori sovrani possano non venir ripagati e il fatto che quote significative di questi titoli siano detenute dalle istituzioni bancarie amplifica la diffusione del contagio e dei rischi di insolvenza nell’intero sistema finanziario. Nel corso di due anni uno squilibrio originatosi principalmente nel settore privato degli Stati Uniti si trasforma, dunque, in una difficoltà generalizzata del settore pubblico in Europa. *“Una crisi finanziaria si trasforma in crisi reale”* (Bosi, 2012). Ciò sancisce l’inizio di una nuova fase per l’unione monetaria. Se, infatti, in un primo momento, la creazione dell’UME non aveva spinto i mercati a ritenere aumentato il rischio di inadempienza degli stati aderenti, in un secondo momento, la convinzione che i vari governi possano ripudiare direttamente il proprio debito, avendo perso il controllo della Banca centrale e, quindi, la possibilità di creare inflazione e svalutazioni inattese, si fa sempre più forte.

Nel corso del 2010, di fronte all’aumentare dei timori degli investitori internazionali per la situazione del debito sovrano dei paesi periferici dell’Eurozona e all’esplosione della crisi greca e irlandese, l’Unione Europea e la BCE, in cooperazione con il Fondo Monetario Internazionale, introducono misure volte a contrastare la sempre più rilevante instabilità del sistema finanziario. In questo quadro, *“a partire dall’estate del 2011, il brusco e inatteso peggioramento delle prospettive per l’economia mondiale accresce l’avversione al rischio degli investitori e accentua le paure sulla solidità di mutuatari fortemente indebitati. In Europa, i timori circa la sostenibilità del debito sovrano vengono innescati non solo dal peggioramento delle prospettive di crescita ma anche dall’esitante reazione politica dei paesi in più grave difficoltà così come da carenze di governance dell’UE nella gestione dei rischi sistemici”* (Bassanetti *et al.*, 2013). Nel gennaio 2012, al fine di cercare di disinnescare le tensioni sui

mercati finanziari attraverso il rafforzamento della disciplina fiscale, i capi di Stato e di governo di tutta l'Unione Europea approvano, con il voto contrario del Regno Unito e della Repubblica Ceca, il cosiddetto Fiscal Compact, un trattato destinato a regolare a partire dal 2013 le politiche di bilancio economiche dei singoli paesi. L'aspetto più rilevante del Fiscal Compact riguarda la fissazione dell'obiettivo del pareggio del bilancio, inteso come deficit strutturale, cioè corretto per le fluttuazioni del ciclo economico e delle misure *one-off*, massimo pari allo 0,5% del PIL, da tradurre possibilmente anche a livello costituzionale.²⁹ Il Fiscal Compact prevede, inoltre, l'obbligo per i Paesi con un debito pubblico superiore al 60% del PIL di rientrare entro tale soglia ad un ritmo pari ad un ventesimo dell'eccedenza in ciascuna annualità.³⁰ In ogni caso, ciò che sembra aver determinato la significativa diminuzione del rischio percepito dagli investitori e, di conseguenza, dei tassi di interesse sul debito sovrano sono i ripetuti interventi della Banca Centrale Europea (Altavilla *et al.*, 2015; De Pooter *et al.*, 2015; Krishnamurthy *et al.*, 2018). A tal proposito, è interessante mettere in luce come, passate le tensioni sui mercati finanziari, dal 2015 in poi, il rapporto debito/Pil rimanga sostanzialmente invariato grazie a una perfetta compensazione tra deficit complessivo di bilancio e crescita nominale del prodotto (Figura 12).

9. Conclusioni

Riassumendo quanto avvenuto negli ultimi anni, è possibile affermare che, a partire dal 2008, la situazione della finanza pubblica in Italia peggiora sensibilmente. Tale peggioramento, insieme alle modeste e in alcuni anni negative performance di crescita, determina un rapido incremento del rapporto debito/Pil. Il processo di progressiva riduzione di tale rapporto, intrapreso nei primi anni successivi alla firma del Trattato di Maastricht, si interrompe bruscamente con lo scoppio della crisi, riportando, da questo punto di vista, l'economia italiana in una situazione peggiore rispetto a quella dei primi anni Novanta. In tale scenario, è interessante, tuttavia, osservare che, nel periodo delle due crisi in precedenza analizzato, la situazione della finanza pubblica italiana è

²⁹ In Italia, il vincolo del pareggio di bilancio viene inserito nella Costituzione con una modifica all'articolo 81 approvata nell'aprile del 2012.

³⁰ Il criterio non implica che il rapporto debba essere ricondotto in vent'anni al livello del 60% ma piuttosto che ogni anno si debba verificare un ridimensionamento di un ventesimo della distanza dall'obiettivo, rispetto al quale di fatto si accosterebbe continuamente ma potrebbe non essere mai raggiunto (Gabriele, 2013).

migliore rispetto a quella di molti paesi dell'Eurozona, grazie soprattutto a un costante avanzo primario cumulato superiore a quello della stessa Germania.³¹ Ciò che determina l'aumento del rapporto debito pubblico/Pil italiano sono la sostanziale immobilità del PIL nominale e la rilevante spesa per interessi. Nonostante gli avanzi primari conseguiti, infatti, il bilancio complessivo italiano, appesantito dalla spesa per interessi, registra saldi fortemente negativi, alimentando l'accumulazione stessa del debito in un allarmante circolo vizioso. Il rapporto debito/PIL, a causa anche della stazionarietà del denominatore, è così aumentato, più che vanificando gli sforzi intrapresi dai vari Governi succedutisi a partire dai primi anni successivi la firma del Trattato di Maastricht. Tali dinamiche permettono di individuare quella che possiamo chiamare una vera e propria zavorra per la politica di bilancio italiana, soprattutto in periodi in cui il mercato richiede un'elevata remunerazione per il proprio investimento, ossia l'enorme ammontare del debito pubblico in termini assoluti (circa 2.410 miliardi di euro alla fine del 2019).³²

La recente crisi sanitaria, che ben presto si è trasformata in crisi economica con contrazioni significative del prodotto a livello mondiale, ha messo in luce l'estrema sensibilità del rapporto debito/Pil circa le potenziali dinamiche negative di finanza pubblica e del prodotto che non sono direttamente sotto il controllo dei decisori politici.³³ D'altro canto, il rapporto debito/Pil, mettendo insieme un'informazione derivante da un concetto di *stock* e una derivante da un concetto di flusso, porta con sé una serie di pericolose distorsioni. Prendiamo, ad esempio, come riferimento il dato relativo al quarto trimestre del 2019 e mettiamolo a confronto con quello del secondo trimestre del 2020: nell'arco di sei mesi, si è passati da un rapporto debito/Pil del 134,7% a uno del 149,4%.³⁴ Tale aumento, oltre che per un inevitabile peggioramento del saldo di bilancio il quale ha dovuto contrastare gli effetti recessivi del *lockdown*, è derivato da una drastica riduzione del prodotto. Questo rende il debito italiano improvvisamente insostenibile agli occhi degli investitori? L'intuizione di fondo è che i vincoli di finanza pubblica, introdotti per la prima volta con il Trattato di Maastricht e poi progressivamente rafforzati con successivi trattati, abbiano creato dei veri e propri valori segnaletici per i mercati finanziari rispetto ai quali gli operatori hanno fatto perno soprattutto nei periodi di elevata variabilità. Da questo punto di vista, la BCE ha assunto

³¹ Per maggiori approfondimenti, si veda Carnazza (2018).

³² Fonte dei dati: Banca d'Italia.

³³ Per maggiori approfondimenti circa le implicazioni socioeconomiche conseguenti al diffondersi del Coronavirus, si veda Nicola *et al.* (2020).

³⁴ Fonte dei dati: Banca d'Italia e Istat.

un ruolo sempre più fondamentale, ponendosi più volte *de facto*, ma non *de jure* data l'impossibilità prevista dai Trattati, come prestatore di ultima istanza. Tale constatazione porta a formulare una domanda molto delicata in merito al processo di unificazione monetaria: come si è arrivati a creare una moneta senza Stato? Il rapporto Werner del 1970, così denominato dal nome del suo autore, l'allora Primo Ministro e Ministro delle Finanze del Lussemburgo, Pierre Werner, rappresenta uno dei primi progetti volti alla creazione di un'unione economica e monetaria parlava della possibilità che l'unione monetaria potesse agire come un lubrificante per una successiva unione politica. In realtà, al riguardo, già Kaldor (1971) ammoniva dalla possibilità che una tale dinamica potesse davvero realizzarsi con parole che suonano quanto mai attuali: “*se la creazione di un'unione monetaria e il controllo della Comunità sui bilanci nazionali provocasse pressioni, portando al crollo del sistema, l'unione monetaria avrebbe impedito, anziché promosso, lo sviluppo di un'unione politica*”. D'altra parte, nel tentativo di ridurre il rapporto debito/Pil, è impensabile non tenere conto delle ripercussioni negative che eventuali manovre restrittive di bilancio determinano nei confronti della dinamica del prodotto. Data anche l'architettura delle regole europee in termini di *output gap* e saldo strutturale, come visto, è altamente probabile che si inneschino circoli viziosi tra politiche di bilancio restrittive, caduta del prodotto e allontanamento dall'obiettivo di bilancio concordato con la Commissione Europea.

Bibliografia

Altavilla, C., Carboni, G. and Motto, R. (2015). *Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Lessons from the Euro Area*. ECB Working Paper 1864, European Central Bank.

Arcelli, M. e Micossi, S. (1997). *La politica economica negli anni Ottanta (e nei primi anni Novanta)*, in *Debito pubblico e riforma tributaria*, i *Quaderni di Economia italiana*, n.9, 2011.

Artoni, R. e Biancini, S. (2004). *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, in Ciocca P. e Toniolo G. (a cura di), *Storia Economica d'Italia*, Laterza.

Bassanetti, A., Bugamelli, M., Momigliano, S., Sabbatini, R. e Zollino, F. (2013). *The policy response to macroeconomic and fiscal imbalances in Italy in the last fifteen years*, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)*, n. 211, Banca d'Italia.

Bosi, P. (2012) (a cura di), *Corso di scienza delle finanze*, Il Mulino.

Carnazza, G. (2018). *Il saldo strutturale: origini, sviluppi e applicazioni nell'Unione Europea*. *Argomenti – Rivista di economia, cultura e ricerca sociale*.

Carnazza, G., Liberati, P. e Sacchi, A. (2020). *The cyclically-adjusted primary balance: A novel approach for the euro area*, *Journal of Policy Modeling*, September-October.

- Corsetti, G. e Roubini, N. (2003). *Riflessioni sugli aspetti fiscali del Trattato di Maastricht*, in *Economia Italiana*, n. 2.
- De Pooter, M., Martin, R. F. and Pruitt, S. (2015). *The Liquidity Effects of Official Bond Market Intervention*. *International Finance Discussion Papers*, 1138.
- De Cecco, M. (1990). "The Italian National Debt Conversion of 1906", in Dornbusch, R. e Draghi, M. (a cura di), *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge University press.
- De Cecco, M. e Pedone, A. (2001). "Le istituzioni dell'economia" in Romanelli, M. (a cura di), *Storia dello Stato italiano*, Donzelli.
- De Grauwe, P. (2010), *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino.
- Fantacone, S., Garalova, P. G. e Milani, C. (2015). *Deficit strutturali e politiche di bilancio: i limiti del modello europeo*. *Rivista di Politica Economica*.
- Fausto, D. (2005). "Lineamenti dell'evoluzione del debito pubblico in Italia (1861-1961)", in *Rivista di Storia Finanziaria* n.15, luglio-dicembre.
- Foa', B. (1949). *Monetary Reconstruction in Italy*, in Graziani, A. (1979) (a cura di), *L'economia italiana dal 1945 a oggi*, Il Mulino.
- Francesse, M. e Pace, A. (2008). *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n.31.
- Franco, D. (1993). *L'espansione della spesa pubblica in Italia*, Il Mulino.
- Gabriele, S. (2013). *L'austerità: un caso di eterogenesi dei fini?*, *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, Il Mulino.
- Graziani, A. (1979) (a cura di), *L'economia italiana dal 1945 a oggi*, Il Mulino.
- Hirschman, A.O. (1948). *Inflation and Deflation in Italy*, in Graziani, A. (1979) (a cura di), *L'economia italiana dal 1945 a oggi*, Il Mulino.
- Kilponen, J., Laakkonen, H. and Vilmunen, J. (2015). *Sovereign Risk, European Crisis-Resolution Policies, and Bond Spreads*. *International Journal of Central Banking*, vol. 11(2), pages 285-323, March.
- Nicola, M., Alsafi, Z., Sohrabi, C., Kerwan, A., Al-Jabir, A., Iosifidis, C., Agha, M. and Agha, R. (2020). *The socio-economic implications of the coronavirus pandemic (COVID-19): A review*. *International Journal of Surgery*, 78.
- Mundell, R. (1961). *A Theory of Optimal Currency Areas*, in *American Economic Review*, n. 51.
- Musu, I. (2012). *Il debito pubblico*, Il Mulino.
- Pedone, A. (1967). *Il bilancio dello Stato e lo sviluppo economico italiano: 1861-1963*, *Rassegna economica*, a. XXXI, n. 2.
- Pedone, A. (2011a). *Introduzione*, in Pedone, A. (a cura di), *Debito pubblico e riforma tributaria*, i *Quaderni di Economia italiana*, n.9.
- Pedone, A. (2011b). *Bilancio delle amministrazioni pubbliche, formazione e gestione del debito pubblico*, *Economia italiana*, 2011/3.
- Sarcinelli, M. (1990). *Tendenze e squilibri della finanza pubblica italiana*, in *Economia italiana*, 2011/2.
- Sargent, T.J. e Wallace, N. (1981). *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*, in Matteuzzi, M. e Simonazzi, A. (a cura di) (1988), *Il debito pubblico*, Il Mulino.
- Sartor, N. (1998) (a cura di). *Il risanamento mancato*, Carocci.
- Visaggio, M. (1997). *Politiche di bilancio e debito pubblico*, *La Nuova Italia Scientifica*
- Zamagni, V. (1998). *Il debito pubblico italiano 1861-1946: una ricostruzione della serie storica*, *Rivista di Storia Economica*, n.3.