

# La sostenibilità del debito pubblico: alcuni spunti di riflessione

Marcello Signorelli

(Prof. Ordinario di Politica Economica presso l'Università di Perugia,  
Componente del Consiglio di Presidenza della Società Italiana di Economia)

Il tema della sostenibilità del debito pubblico è estremamente complesso e sarà qui trattato solo fornendo alcuni spunti di riflessione.<sup>1</sup>

Innanzitutto è opportuno ricordare che il disavanzo pubblico (cioè l'ammontare di spesa pubblica non coperta dalle entrate pubbliche) può essere finanziato con emissione di nuovi titoli di debito pubblico oppure, solitamente per una parte minore, con stampa di moneta da parte della Banca Centrale. Peraltro questa seconda modalità è formalmente preclusa nell'Eurozona.<sup>2</sup>

Si noti anche che nelle fasi di recessione (riduzione della produzione) si determina automaticamente un aumento del deficit innanzitutto per le maggiori spese dello Stato (si pensi, ad esempio, alla Cassa Integrazione Guadagni in Italia) e le minori entrate pubbliche (si pensi al minor gettito dovuto al minor reddito da lavoro imponibile e alla riduzione del valore degli scambi tassabili) cui possono aggiungersi gli interventi discrezionali con politiche economiche anticicliche (ad es. allargando i sostegni al reddito e/o incrementando gli investimenti pubblici). Quest'ultima considerazione ci ricorda che efficaci politiche di stabilizzazione, in una prospettiva keynesiana, possono ridurre durata, intensità e persistenza degli effetti di una recessione e quindi contenere l'accumulo di deficit pubblico e i conseguenti incrementi di debito pubblico (tralasciando di considerare la copertura con stampa di moneta, ove possibile).

A questo punto cominciamo a porci alcune domande. La presenza di deficit e l'incremento di debito pubblico pone delle criticità in termini di sostenibilità? E cosa si intende per insostenibilità del debito pubblico o crisi del debito sovrano? E da cosa dipende? Indubbiamente la fiducia ha un ruolo molto importante. In sostanza, si ha una situazione di crisi del debito sovrano in senso stretto quando non vi sono acquirenti delle emissioni di debito pubblico per la sfiducia sulle capacità dello Stato di rimborsarlo alla scadenza (nessuno acquista un titolo di debito che teme non sarà rimborsato a scadenza). Una situazione di insostenibilità un po' meno grave si ha quando vi sono acquirenti alle nuove emissioni di debito pubblico ma essi richiedono un tasso di interesse piuttosto elevato (solitamente come premio per rischio effettivo o percepito più elevato) tale da far lievitare la spesa per interessi e quindi il deficit e il debito pubblico, determinando una spirale appunto insostenibile che può anche diventare una vera e propria crisi del debito sovrano in senso stretto. Ma da cosa dipende tale perdita di fiducia (totale o parziale) sulle capacità di rimborso a scadenza del debito pubblico? I fattori rilevanti

---

<sup>1</sup> Per approfondimenti con approccio didattico si veda Marelli e Signorelli (2019, cap. 11).

<sup>2</sup> Per un approfondimento delle caratteristiche e criticità dell'Eurozona si veda Marelli e Signorelli (2017).

sono molteplici e interagiscono fra di loro in maniera molto complessa e mutevole nelle diverse circostanze storiche ed istituzionali. Non va comunque dimenticato che la Banca Centrale (la BCE per l'Eurozona) può intervenire con efficacia per evitare (o quantomeno ritardare) che un forte aumento del debito pubblico - ad esempio in seguito ad una grave crisi finanziaria o ad uno shock pandemico - si traduca in una crisi del debito sovrano in senso stretto; effettivamente nell'ultimo anno di pandemia l'incremento di debito pubblico è stato largamente acquistato dalle Banche Centrali contribuendo a determinare addirittura un calo dei già storicamente bassi tassi di interesse. Nel caso in cui la Banca Centrale acquisti i titoli di debito pubblico, per finanziare il disavanzo, al momento dell'emissione (mercato primario) si parla di "finanziamento monetario" o stampa di moneta. Ma perché una Banca Centrale non procede alla stampa di moneta per coprire interamente i disavanzi pubblici evitando così la necessità di aumentare il debito pubblico? Il timore principale è che ciò possa da un lato favorire il perpetuarsi di comportamenti di "finanza allegra" e sperperi da parte dei Governi attratti da logiche di breve periodo di gestione del consenso e dall'altro vi è la preoccupazione di determinare, prima o poi, elevata inflazione o addirittura iperinflazione cioè una più o meno rapida perdita di potere d'acquisto della moneta con gravi instabilità ed effetti distributivi distorsivi e regressivi, poiché l'inflazione danneggia soprattutto i percettori di redditi fissi e bassi. Peraltro, negli ultimi anni - sia dopo la crisi finanziaria del 2008 che con lo shock pandemico 2020 - le forti immissioni di moneta delle Banche Centrali non si sono affatto accompagnate a significativi incrementi del livello dei prezzi, soprattutto per il freno dovuto a fattori ciclici (il prevalere di recessioni o stagnazione che spingono verso il basso il tasso di inflazione) e determinanti strutturali (come la competizione internazionale dei paesi emergenti connessa alla globalizzazione dei mercati). Anzi, nell'ultimo quarto di secolo si è passati da una diffusa situazione di decrescente e bassa inflazione a episodi di pur lieve deflazione. Come vedremo di seguito, questa troppo bassa inflazione rende più difficile una dinamica di sostenibilità del debito pubblico.

Occorre anche notare che nell'Eurozona, dove non è possibile formalmente la stampa di moneta per coprire i deficit pubblici, con il Quantitative Easing di Draghi (avviato nel marzo 2015) e con quello per l'emergenza pandemica della Lagarde (deciso nelle riunioni del 18 marzo, 4 giugno e 10 dicembre 2020) ci si è avvicinati ad una cosiddetta "quasi monetizzazione" tramite il riutilizzo immediato per nuovi acquisti da parte della BCE delle risorse del rimborso ricevuto a fronte di scadenze di titoli di debito pubblico acquistati in precedenza (ad esempio, dopo la decisione del 10 dicembre 2020, tale "reinvestimento" proseguirà fino ad almeno la fine del 2023). Quindi, in un certo senso, la Banca Centrale svolge un ruolo importante nel "dare fiducia" agli investitori relativamente alla sostenibilità del debito pubblico intesa come capacità dello Stato di rimborsare alla scadenza (in tal senso si dice che

la Banca Centrale è prestatore di ultima istanza per gli Stati). Tuttavia, qualora gli incrementi di debito pubblico dovessero essere rilevanti e persistenti nel tempo oppure dovessero avere brusche accelerazioni è ragionevole attendersi che - prima o poi - si determini una crisi del debito sovrano intesa come incapacità di rimborso alla scadenza (connessa al venir meno della fiducia e quindi degli acquirenti alle nuove emissioni e con eccessi di vendite speculative nei mercati secondari) oppure, in caso di intervento con enorme stampa di moneta della Banca Centrale, si determini una impennata dell'inflazione. In sintesi, si può dire che la Banca Centrale può fare molto nel breve termine per la sostenibilità del debito pubblico ma nel lungo termine la sua efficacia si riduce molto se mancano le condizioni legate all'andamento dell'economia reale dello Stato emittente i titoli di debito pubblico.

Ma la rilevanza del livello e della dinamica del debito pubblico non dipende tanto dal suo valore assoluto quanto da come essi si rapportano ad altre dimensioni macroeconomiche. Ad esempio, solitamente si considerano il livello e l'andamento nel tempo del rapporto Debito pubblico/PIL, anche se tale indicatore presenta alcune criticità connesse al fatto di rapportare una grandezza stock (il Debito esistente a una certa data) e una flusso (il PIL di un anno); infatti taluni suggeriscono di considerare variabili diverse come la dimensione del risparmio privato inteso come potenziale massimo di domanda di acquisto per far fronte all'offerta di debito pubblico. In ogni caso, pur in un contesto non deterministico e molto incerto sulle reali condizioni di sostenibilità del debito pubblico, è comunque saggio perseguire dinamiche prudenziali che non mettano a repentaglio la fiducia degli investitori privati e che permettano agli Stati di conservare margini di "spazio fiscale" per intervenire in chiave anticiclica con maggior deficit e debito in contesti futuri gravemente recessivi.

Peraltro, fin dalla definizione dei parametri di Maastricht (il cui Trattato è stato approvato nel 1992) si è ritenuto di dare un rilievo sia al livello del rapporto Debito pubblico/PIL (individuando una soglia del 60% pur non essendoci un fondamento teorico robusto) sia alla sua dinamica nel tempo (che deve essere decrescente se si è oltre la soglia massima sopra indicata). Tuttavia, il caso giapponese (con un rapporto Debito /PIL che da lungo tempo supera il 200%) sottolinea ulteriormente le difficoltà di attribuire un rilievo al Debito pubblico in termini di livello rispetto al PIL, pur considerando che gran parte di tale debito giapponese è detenuto internamente al paese (notoriamente gli investitori esteri sono più volatili e - a parità di altre condizioni - possono aumentare i rischi di insostenibilità del debito pubblico). Un po' più robusta appare essere l'analisi della dinamica nel tempo del rapporto fra Debito pubblico/PIL; infatti, pensando ad un paese con un livello di debito pubblico elevato ma sostenibile (come l'Italia) nel senso della fiducia di rimborso e quindi con una buona domanda di acquisto, è plausibile che la previsione di una futura dinamica decrescente di tale rapporto sia da considerare come una condizione sufficiente di sostenibilità del debito pubblico

medesimo; viceversa, una dinamica crescente (soprattutto se a tassi di crescita elevati e con improvvise accelerazioni) è da considerare una dinamica (potenzialmente) di insostenibilità (che si potrà concretizzare in un futuro più o meno lontano, anche in base al maggiore o minore attivismo ed efficacia della Banca Centrale).

Diviene quindi rilevante determinare i fattori che contribuiscono ad una dinamica decrescente del rapporto Debito/PIL. Nella formuletta seguente la variazione di tale rapporto ( $\Delta b$ ) è fatta dipendere dal saldo primario (cioè la differenza tra entrate e uscite pubbliche al netto degli interessi sul debito pubblico) rapportato al PIL (indicato con la lettera  $a$ ) nonché alla differenza fra il tasso di interesse ( $r$ ) e il tasso di crescita del PIL ( $g_y$ ) moltiplicata per il rapporto Debito/PIL, senza dimenticare l'eventuale contributo del finanziamento monetario (stampa di moneta) indicato con  $mg_m$ :

$$\Delta b = -a + b (r - g_y) - mg_m$$

Ipotizzando assenza (o impossibilità come nell'Eurozona) di stampa di moneta per finanziare il deficit pubblico e, in prima approssimazione, considerando di avere un saldo primario pari a zero, in tale situazione la dinamica decrescente (cioè quella virtuosa che favorisce la sostenibilità) si realizza se l'economia cresce ad un tasso maggiore del tasso di interesse medio ponderato sui titoli di debito pubblico. Si noti che entrambe le variabili (tasso di interesse e tasso di crescita del PIL) debbono necessariamente essere considerate o entrambe in termini nominali o entrambe in termini reali. In sostanza, il tasso di interesse indica la velocità di crescita del numeratore e il tasso di crescita economica indica la velocità di variazione del denominatore. Qualora si rimuova l'ipotesi di saldo primario pari a zero e si ipotizzi un avanzo primario di bilancio (come peraltro avutosi in Italia dal 1993 ad oggi con le sole eccezioni del 2009 e del 2020-21) si potrebbe avere una dinamica decrescente (sostenibile) anche in presenza di una crescita economica un po' inferiore al tasso di interesse. Naturalmente, molto dipende anche dall'entità del saldo primario positivo. Infine, in presenza di una parte di deficit finanziato con la stampa di moneta si determinerebbe, a parità di altre condizioni, una situazione ancora migliore per ottenere una dinamica decrescente del rapporto Debito/PIL.

Ma quali sono le politiche economiche in grado di determinare una riduzione del rapporto Debito/PIL? Eccole in estrema sintesi. Le più virtuose sono quelle volte a favorire la crescita economica; solitamente si ritiene che gli investimenti pubblici nonché la spesa pubblica in capitale umano e in ricerca e sviluppo possano favorire un più elevato tasso di crescita del PIL, ma molte altre politiche strutturali e istituzionali possono trainare la crescita potenziale e effettiva, per non parlare del ruolo cruciale degli investimenti privati che possono essere incentivati da politiche fiscali e industriali. Si noti tuttavia che in contesti altamente incerti, come l'attuale situazione pandemica, sono proprio gli investimenti privati insieme ai consumi quelli che stentano di più a ripartire. Inoltre, si consideri che un tasso di inflazione più elevato

favorisce una crescita del denominatore (il PIL nominale) ben maggiore rispetto al numeratore con una rilevante spinta alla riduzione del rapporto Debito/PIL; viceversa, situazione di bassa inflazione o peggio ancora di deflazione ostacolano la tendenza decrescente del rapporto in questione. Inoltre, politiche di miglioramento del saldo primario (tagli di spese e/o aumenti di tassazione) possono contribuire a ridurre il rapporto Debito/PIL purché non siano attuate in contesti ciclici recessivi in cui avrebbero effetti keynesiani negativi sulla crescita economica e controproducenti sulla stessa dinamica del rapporto considerato. Soprattutto in contesti storici diversi da quelli attuali (caratterizzati da tassi ufficiali pari a zero) anche politiche monetarie espansive possono spingere i tassi verso il basso e quindi far risparmiare in spesa per interessi sul debito pubblico contribuendo alla riduzione del rapporto Debito/PIL. Infine, anche se non possibili nell'Eurozona, politiche di maggiore "monetizzazione" riducono la necessità di emettere Debito pubblico e quindi migliorano la dinamica del rapporto; peraltro, se l'immissione di moneta aggiuntiva induce un po' di inflazione ciò contribuirebbe ulteriormente ad accrescere il denominatore del rapporto Debito/PIL (si ricordi che le due variabili del rapporto sono entrambe in termini nominali).

Alla sostenibilità può contribuire anche una buona gestione del debito pubblico per scadenze (evitando concentrazioni eccessive) e tipologie (favorendo gli investitori interni, solitamente meno volatili nel disinvestire, e le scadenze più lunghe).

Si ricordi che nell'Eurozona vi sono criticità – in particolare l'esistenza di debiti pubblici nazionali di entità diversa – che se combinate con una scarsa efficacia della BCE (come ai tempi della presidenza Trichet) possono contribuire a favorire anziché ostacolare crisi del debito sovrano (come avvenuto a partire dal 2009, come crisi in senso stretto, in Grecia, Irlanda, Portogallo e Cipro). Peraltro la piccola dimensione economica dei paesi coinvolti ha anch'essa contribuito ad accelerare l'impatto delle vendite speculative sui debiti sovrani trascinate dal grave peggioramento delle aspettative, facendo così precipitare la crisi. Mentre i paesi più grandi (come Italia e Spagna) tendono ad avere mercati dei titoli di Stato più spessi e quindi - in tal senso - meno facilmente aggredibili dagli speculatori ribassisti e dalle improvvise crisi di fiducia che tuttavia possono condurre a rischiose situazioni di "crisi degli spread" o crisi del debito sovrano in senso lato che, nel caso si protraggano, possono precipitare in vere e proprie crisi di insostenibilità in senso stretto; talvolta si dice anche che tali paesi sono "too big to fail" (troppo grandi per fallire) ma a volte si aggiunge che sono anche "too big to be saved" (troppo grandi per poter essere salvati); quindi l'eventuale crisi di sostenibilità di un paese come l'Italia determinerebbe gravi effetti sistemici per l'intera Eurozona e non solo.

Tuttavia, non va dimenticato che, diversamente dal debito privato (pensate al mutuo per l'acquisto di un'abitazione), il debito pubblico non deve essere affrontato con l'intento – peraltro impossibile se si esclude il ripudio totale – di azzerarlo in un più o meno determinato

orizzonte temporale. Mentre è cruciale che si preservi la sua piena sostenibilità nel tempo, anche tramite un coordinamento virtuoso fra politica monetaria e politica di bilancio che, soprattutto in contesti di gravi crisi, è cruciale che collaborino per evitare scenari catastrofici. Va anche ricordato che storicamente, considerando ad esempio il caso italiano, le principali riduzioni del rapporto Debito/PIL si sono avute in fasi di accelerazione inflazionistica (a conclusione delle due guerre mondiali) mentre – come già sottolineato – la modalità più virtuosa per preservare la sostenibilità del debito pubblico è indubbiamente quella di avere una buona crescita economica. In tal senso, guardando alla composizione della spesa pubblica, è importante che aumenti la quota di “debito buono” (per usare la nota definizione di Mario Draghi) cioè finalizzato appunto alla crescita economica del paese.

Infine, va ricordato che sono assolutamente da evitare decisioni di ripudio (parziale o totale) del Debito pubblico poiché, oltre agli effetti ricchezza negativi con riduzioni dei consumi, ciò determinerebbe gravi instabilità e peggioramenti reputazionali e sulle aspettative tali da rendere più costose le emissioni future e più probabile il ripetersi di crisi del debito sovrano.

In conclusione intendo ribadire che le considerazioni sopra sono da considerare come semplici spunti di riflessione per un tema – quello della sostenibilità del debito pubblico – che ha una elevata complessità e richiede ulteriori approfondimenti rifuggendo semplicistiche logiche di tipo deterministico.

### **Riferimenti bibliografici per semplici approfondimenti**

- Marelli E. e Signorelli M. (2019), *Politica Economica. Le politiche nel nuovo scenario europeo e globale*, seconda edizione aggiornata e ampliata, Giappichelli, Torino.
- Marelli E. e Signorelli M. (2017), *Europe and the Euro: Integration, Crisis and Policies*, Palgrave, London and New York.