

RIVISTA DI

# **POLITICA ECONOMICA**

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:  
PERCHÉ È UN PROBLEMA  
E COME SE NE ESCE

Leonardo Becchetti  
Sofia Bernardini  
Stefano Caselli  
Marika Cioffi  
Lorenzo Codogno  
Carlo Cottarelli  
Giampaolo Galli  
Gabriele Giudice  
Marcello Messori  
Ugo Panizza  
Andrea F. Presbitero  
Pietro Rizza  
Marzia Romanelli  
Pietro Tommasino  
Carlo Valdes



CONFINDUSTRIA

N. 1-2019

Rivista di  
**Politica Economica**

Direttore: Giampaolo Galli

Chair del board: Stefano Manzocchi

**Advisory Board**

Barbara Annicchiarico

Mario Baldassarri

Riccardo Barbieri

Leonardo Becchetti

Andrea Boitani

Massimo Bordignon

Luigi Carbone

Elena Carletti

Alessandra Casarico

Stefano Caselli

Lorenzo Codogno

Luisa Corrado

Carlo Cottarelli

Francesco Daveri

Sergio Fabbrini

Eugenio Gaiotti

Nicola Giammarioli

Gabriele Giudice

Paolo Guerrieri

Luigi Guiso

Elisabetta Iossa

Francesco Lippi

Marcello Messori

Salvatore Nisticò

Luigi Paganetto

Ugo Panizza

Marcella Panucci

Andrea Prencipe

Andrea Filippo Presbitero

Riccardo Puglisi

Pietro Reichlin

Francesco Saraceno

Fabiano Schivardi

Lucia Tajoli

Gilberto Turati

RIVISTA DI

# POLITICA ECONOMICA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:  
PERCHÉ È UN PROBLEMA  
E COME SE NE ESCE

<b>Introduzione</b> .....	pag. 5
Giampaolo Galli	
<b>Debito pubblico e crescita economica</b> .....	» 21
Andrea F. Presbitero	
<b>La sostenibilità del debito pubblico italiano, un <i>safe asset</i> e una capacità fiscale per l’Eurozona</b> .....	» 39
Lorenzo Codogno	
<b>Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese</b> .....	» 53
Stefano Caselli	
<b>La riduzione del debito pubblico: l’esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni</b> .....	» 69
Sofia Bernardini, Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli, Carlo Valdes	
<b>Un fondo di ammortamento del debito dell’Area euro: cos’è, perché costruirlo, come progettarlo</b> .....	» 87
Marika Cioffi, Pietro Rizza, Marzia Romanelli, Pietro Tommasino	
<b>Completare l’Unione economica e monetaria con un <i>safe asset</i> europeo (E-bond)</b> .....	» 99
Gabriele Giudice	
<b>Il gioco della flessibilità non vale la candela del nuovo ESM</b> .....	» 121
Marcello Messori	
<b>Come risolvere il problema del debito pubblico italiano: un’analisi critica delle soluzioni facili</b> ..	» 135
Ugo Panizza	
<b>Le molte “leggerezze” che circolano sul debito pubblico e perché uscire dall’euro non sarebbe una soluzione</b> .....	» 159
Leonardo Becchetti	

# Come risolvere il problema del debito pubblico italiano: un'analisi critica delle soluzioni facili

Ugo Panizza\*

- *Il metodo ortodosso per risolvere il problema del debito pubblico è quello di adottare politiche fiscali prudenti che portino a una riduzione del rapporto debito/PIL con una lunga serie di avanzi o pareggi di bilancio. Questa è una soluzione difficile perché richiede o tasse più alte o una riduzione della spesa pubblica.*
- *Alcuni osservatori hanno proposto soluzioni "facili" al problema del debito che vanno dall'idea che un aumento della spesa pubblica può ridurre il rapporto debito/PIL, alla monetizzazione della spesa pubblica o, addirittura, al ripudio del debito.*
- *Questo articolo suggerisce che non esistono soluzioni facili per i problemi difficili.*

JEL classification: H62; H63; E31; E41.

Keywords: debito pubblico, inflazione, default.

---

\* ugo.panizza@graduateinstitute.ch, Pictet Chair in Finance and Development, The Graduate Institute of International and Development Studies, Ginevra. Fellow CEPR e Fondazione Luigi Einaudi (Torino). Grazie a Giampaolo Galli, Alessandro Missale e Andrea Presbitero per utili commenti e suggerimenti.

## 1. Introduzione

Secondo le stime della Banca d'Italia, nel 2019 il debito pubblico italiano ha superato i 2.400 miliardi di euro, avvicinandosi al 135% del PIL. Tra le economie avanzate, solamente gli Stati Uniti e il Giappone hanno livelli di debito pubblico più alti di quello italiano (circa 10,000 miliardi di euro il Giappone e 18,000 miliardi gli Stati Uniti) e solamente il Giappone e la Grecia hanno rapporti tra debito e PIL più alti di quello italiano. Dato che gli articoli di Caselli, Codogno e Presbitero pubblicati in questo volume parlano delle problematiche legate ad alti livelli di debito pubblico, questo articolo dà per scontato che sarebbe desiderabile ridurre il rapporto debito/PIL del nostro Paese.

La soluzione ortodossa al problema del debito pubblico è quella di ridurlo con una serie di piccoli avanzi o pareggi di bilancio. In questo modo, il rapporto debito/PIL diminuirebbe automaticamente grazie alla crescita economica (Cottarelli, 2016)<sup>1</sup>. Però, questa è una soluzione "difficile" perché richiede o tasse più alte, oppure una riduzione della spesa pubblica. Oltretutto, secondo alcuni commentatori ed economisti, questa soluzione sarebbe anche controproducente perché porterebbe a una riduzione del PIL e a un ulteriore aumento del rapporto debito/PIL (Paternesi, Meloni e Stirati, 2018)<sup>2</sup>.

Un'implicazione di questo punto di vista è che esiste una prima soluzione "facile" al problema del debito pubblico: una politica adeguata di aumento della spesa pubblica potrebbe contribuire a ridurre il rapporto debito/PIL attraverso la crescita del PIL. Secondo la versione liberista di questa soluzione facile, basterebbe invece tagliare le tasse per stimolare l'offerta aggregata e ridurre il rapporto debito/PIL (si veda il dibattito sulla curva di Laffer). Cottarelli (2016)<sup>3</sup> dimostra con un semplice esempio numerico che, anche se un aumento del disavanzo potrebbe portare ad una riduzione immediata del rapporto debito/PIL, dopo due o tre anni un aumento del disavanzo porta quasi sempre ad un aumento del rapporto debito/PIL. È infatti difficile trovare esempi in cui un'espansione fiscale ha ridotto il rapporto debito/PIL. Non per caso le teorie associate a queste idee sono state definite come *voodoo economics*.

Quella del deficit che riduce il rapporto debito/PIL non è l'unica idea per una soluzione facile al problema del debito italiano. Alcuni commentatori hanno suggerito che l'Italia dovrebbe semplicemente ripudiare parte del debito. Un'altra possibilità sarebbe quella di riacquistare la sovranità monetaria (cioè, uscire dall'euro) e finanziare

---

<sup>1</sup> Cottarelli C., *Il Macigno*, Feltrinelli, Milano, 2016.

<sup>2</sup> Meloni P., Stirati W., Stirati A. (2018), Austerità in Italia: i sacrifici alimentano il debito, *Economia e Politica*, 23 aprile <https://www.economiaepolitica.it/politiche-economiche/europa-e-mondo/austerita-in-italia-i-sacrifici-alimentano-il-debito/>

<sup>3</sup> Cottarelli C., *Il Macigno*, Feltrinelli, Milano, 2016.

la spesa pubblica emettendo moneta. È stato persino affermato che uno stato che può battere moneta non ha vincoli di bilancio, rendendo qualsiasi discussione sulla sostenibilità del debito pubblico completamente futile<sup>4</sup>.

Questo articolo esamina se queste soluzioni facili potrebbero essere utili per risolvere i problemi del debito italiano.

## 2. Come cresce il debito: una breve storia dell'esplosione del debito italiano

Per capire quali sono le determinanti del rapporto debito/PIL occorre concentrarsi sia sul numeratore che sul denominatore di questo rapporto. Il numeratore (cioè il debito misurato in euro) varia con il disavanzo pubblico. Quest'ultimo è normalmente diviso in spesa per interessi e disavanzo primario (cioè la differenza tra quello che lo stato spende per motivi diversi dagli interessi passivi e quello che lo stato incassa con le tasse e altri introiti). Il denominatore (cioè il PIL misurato in euro) varia con il tasso di crescita nominale dell'economia che, a sua volta, è uguale alla somma del tasso di crescita reale e il tasso d'inflazione. Usando queste relazioni è possibile derivare una formula che descrive le variabili che influenzano il rapporto debito/PIL:

$$\Delta d = p + (i - \pi - g)d \quad (1)$$

In questa equazione,  $d$  rappresenta il rapporto debito/PIL,  $\Delta d$  la variazione di questo rapporto,  $p$  il rapporto tra disavanzo primario e PIL,  $i$  il tasso d'interesse nominale medio sullo stock di debito,  $\pi$  il tasso d'inflazione e  $g$  il tasso di crescita del PIL reale (cioè al netto dell'inflazione)<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Ad esempio, Fabio Dragoni (un giornalista con posizioni vicine alla Lega) ha affermato che: «Siamo tutti prigionieri del pregiudizio mentale che i soldi siano finiti, non sono finiti: i soldi sono potenzialmente infiniti qualora lo stato abbia la sua sovranità monetaria». <https://twitter.com/ago-rarai/status/1096307447092912128?s=20>. Il deputato leghista Claudio Borghi ha invece scritto che «Se uno stato ha un debito espresso nella propria moneta ed ha sovranità monetaria non potrà mai giungere a non onorarlo, perché potrà sempre "stampare" il denaro necessario alla restituzione del debito». [https://www.liberoquotidiano.it/allegati/basta\\_euro\\_manuale.pdf](https://www.liberoquotidiano.it/allegati/basta_euro_manuale.pdf).

<sup>5</sup> L'equazione (1) è un'approssimazione. La formula precisa è data da:  $\Delta d = p + \frac{(i - \pi - g)}{(1 + g + \pi)}d + sf$ , dove  $sf$  è una variabile che tiene conto di aggiustamenti del debito che non sono dovuti al disavanzo o al tasso di crescita (per una descrizione dettagliata di questa variabile si veda Campos C., Jaimovich D., Panizza U. (2003), The Unexplained of Public Debt, *Emerging Markets Review, Elsevier*, 7 (3), pp. 228-243.

L'equazione (1), che può anche essere riscritta come  $\Delta d = p + (r - g)d$ , ci dice che una riduzione del debito richiede un avanzo primario maggiore della differenza tra il tasso d'interesse reale ( $r$  nella formula) e la crescita del PIL moltiplicata per lo stock di debito. Se il tasso d'interesse reale è minore del tasso di crescita dell'economia ( $r < g$ ), il debito può diminuire (o stabilizzarsi a livelli alti) anche in presenza di un disavanzo primario (Blanchard, 2019 e Wyplosz, 2019)<sup>6</sup>. Se, invece, il tasso d'interesse reale è molto più alto del tasso di crescita dell'economia occorrono grandi avanzi primari per stabilizzare il debito.

La Figura 1 illustra l'evoluzione del rapporto debito/PIL italiano nel secondo dopoguerra e descrive gli elementi che hanno contribuito a questa evoluzione. Le colonne grigie mostrano il contributo della crescita economica, quelle rosse il contributo del disavanzo primario e quelle arancioni il contributo del tasso d'interesse reale<sup>7</sup>. Le colonne con valori positivi illustrano i fattori che contribuiscono all'aumento del rapporto debito/PIL e le colonne con valori negativi illustrano i fattori che contribuiscono a una riduzione di questo rapporto. Una crescita economica positiva contribuisce a far diminuire il rapporto, i disavanzi primari fanno aumentare il rapporto e gli interessi reali fanno aumentare il rapporto quando sono positivi e lo fanno diminuire quando, come negli anni Settanta, sono negativi.

È possibile dividere la storia recente del debito pubblico italiano in sei periodi: (i) un periodo di circa 15 anni (1950-64) in cui il debito è rimasto stabile attorno al 30% del PIL; (ii) un periodo di dieci anni (1964-75) durante il quale il debito raddoppia, passando dal 27 al 56% del PIL; (iii) un periodo di circa 5 anni (1975-80) in cui il debito oscilla tra il 56 and 59% del PIL; (iv) un periodo di circa 15 anni (1980-1995), in cui il debito esplose e passa dal 56 al 120% del PIL; (v) una fase di consolidamento in cui il debito scende fino al 103% del PIL (1995-2007); (vi) una nuova esplosione del debito che, nel 2018, porta il rapporto debito/PIL al di sopra del 130%<sup>8</sup>.

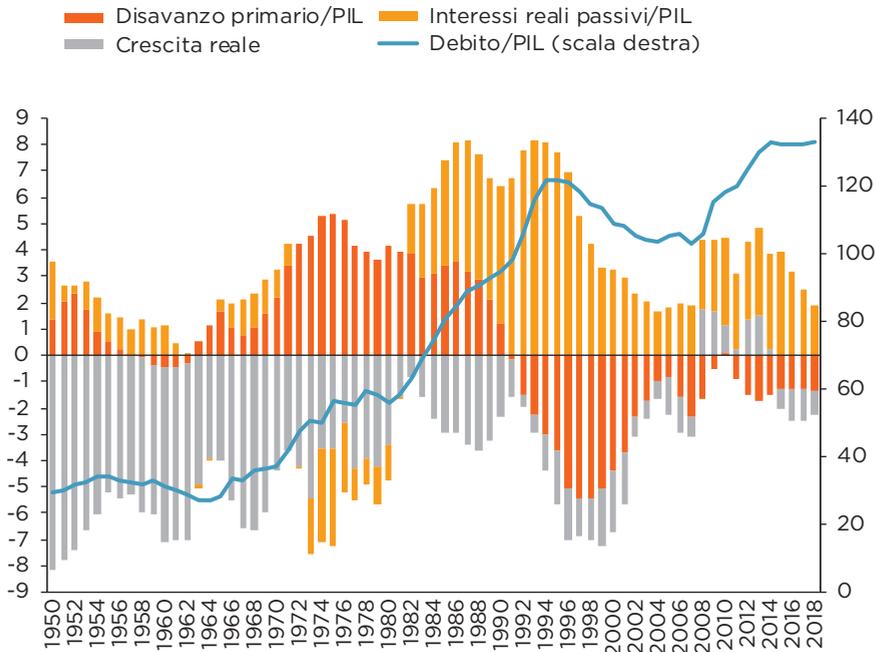
<sup>6</sup> Blanchard O. (2019), Public Debt and Low Interest Rates, *American Economic Review*, 109 (4), pp. 1197-1229. Wyplosz C. (2019), Olivier in Wonderland, *VoxEU* <https://voxeu.org/content/olivier-wonderland>

<sup>7</sup> Per facilitare la lettura dei dati, ogni punto rappresenta il valore centrale di una media mobile calcolata su un periodo di tre anni. Per esempio, la colonna che misura il disavanzo primario per il 1990 è la media del disavanzo primario per il periodo 1989-91.

<sup>8</sup> Per una discussione dettagliata dell'evoluzione del debito pubblico italiano fino alla metà degli anni Novanta si veda Missale A., *Public Debt Management*, Oxford University Press, Oxford, UK, 2000.

### Figura 1 - L'evoluzione del debito pubblico italiano e delle sue determinanti

La linea blu (da leggere sull'asse di destra) indica l'evoluzione del rapporto debito/PIL, e le barre indicano l'evoluzione del rapporto tra disavanzo primario e PIL, interessi reali e PIL, e la variazione del debito legata al tasso di crescita dell'economia.



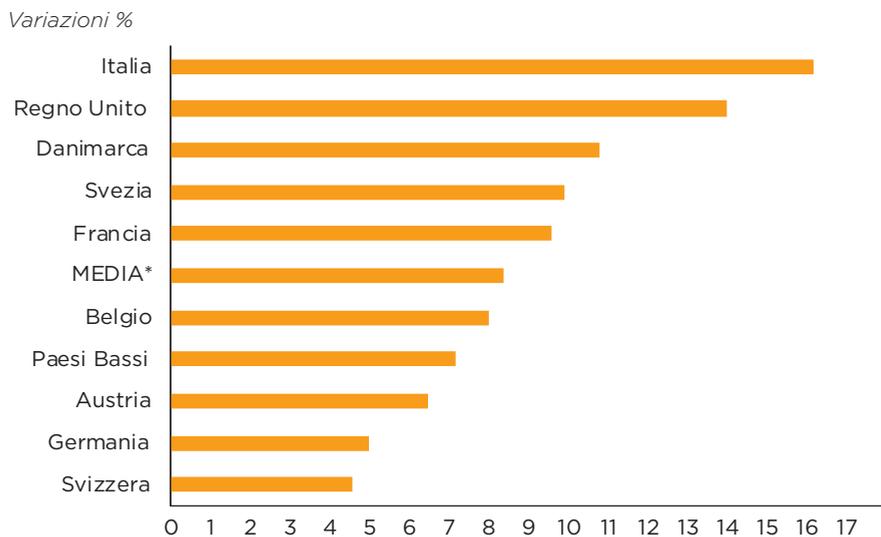
Fonte: nostre elaborazioni basate su dati FMI (World Economic Outlook) e Mauro *et al.* (2015)<sup>9</sup>.

Nel primo periodo, il debito rimase stabile grazie a una combinazione di disavanzi moderati (sovente con avanzi primari) e una rapida crescita economica. Nella seconda metà degli anni Sessanta, l'Italia iniziò ad accumulare una serie di disavanzi primari che dapprima orbitarono attorno all'1,5% del PIL, ma che poi aumentarono rapidamente, superando il 7% del PIL nel 1975. Questi disavanzi primari furono la causa principale del raddoppio del debito nel periodo che va dal 1964 al 1975 (con buona pace per le teorie che suggeriscono che un'espansione fiscale può portare a una riduzione del rapporto debito/PIL). Tra il 1975 e il 1980 i disavanzi primari restarono elevati, ma il rapporto debito/PIL non aumentò di molto perché l'alta inflazione (la media

<sup>9</sup> Mauro P., Romeu R., Binder A., Zaman A. (2015), A Modern History of Fiscal Prudence and Profdigacy, *Journal of Monetary Economics*, 76 (C), pp. 55-70.

per il periodo 1975-1980 era al di sopra del 16%) portò il tasso d'interesse reale in campo negativo, erodendo il valore reale del debito.

**Figura 2 - Inflazione media (1973-1980) in Italia e altri paesi europei**



\*Il valore MEDIA riporta la media europea escludendo l'Italia.

Fonte: nostre elaborazioni basate sui dati di Miles *et al.* (2017)<sup>10</sup>.

L'alta inflazione degli anni Settanta fu in parte dovuta a fattori esterni, principalmente gli aumenti del prezzo del petrolio in seguito alla guerra del Kippur nell'ottobre del 1973 e all'adozione di politiche monetarie espansive a livello internazionale. Tuttavia, i fattori esterni non furono la sola ragione per gli alti tassi d'inflazione che caratterizzarono l'Italia tra il 1973 e il 1980. Durante questo periodo la media dell'inflazione italiana fu superiore al 16%, quasi il doppio della media delle altre democrazie europee (si veda la Figura 2). Tra il 1973 e il 1986, ci fu solo un anno in cui uno dei paesi descritti nella Figura 2 ebbe un tasso d'inflazione più alto di quello italiano (il Regno Unito nel 1975, si veda la Figura 3)<sup>11</sup>.

Il differenziale tra l'inflazione italiana e quella di altri paesi colpiti da shock esterni simili a quelli che colpirono l'Italia è probabilmente legato a eventi come l'accordo Agnelli-Lama sulla scala mobile ma

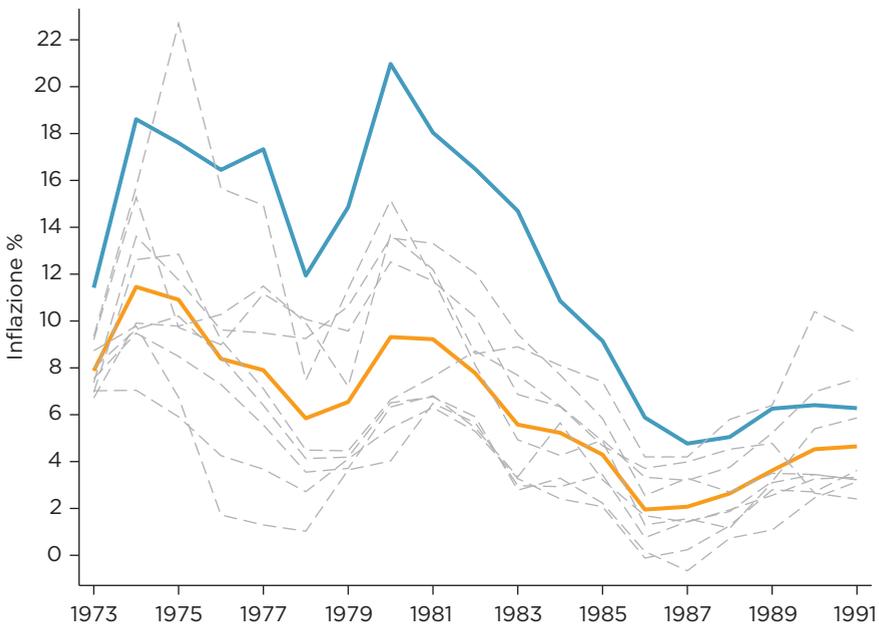
<sup>10</sup> Miles D., Panizza U., Reis R., Ubide A. (2017), *And Yet It Moves, Geneva Report on the World Economy*, CEPR, London.

<sup>11</sup> Un'altra economia avanzata che a metà degli anni Settanta registrò un tasso d'inflazione più alto di quello dell'Italia fu il Giappone nel 1974.

anche al fatto che negli anni Settanta la politica monetaria italiana era principalmente guidata dalla necessità di finanziare i disavanzi pubblici. La Figura 4 mostra la forte correlazione tra inflazione e disavanzo e tra inflazione e monetizzazione del disavanzo nelle maggiori economie avanzate.

### Figura 3 - Inflazione in Italia e altri paesi europei (1973-91)

La linea blu descrive l'evoluzione dell'inflazione italiana, le linee tratteggiate descrivono l'evoluzione dell'inflazione nei nove paesi della Figura 2 e la linea arancione descrive l'inflazione media in questi nove paesi.

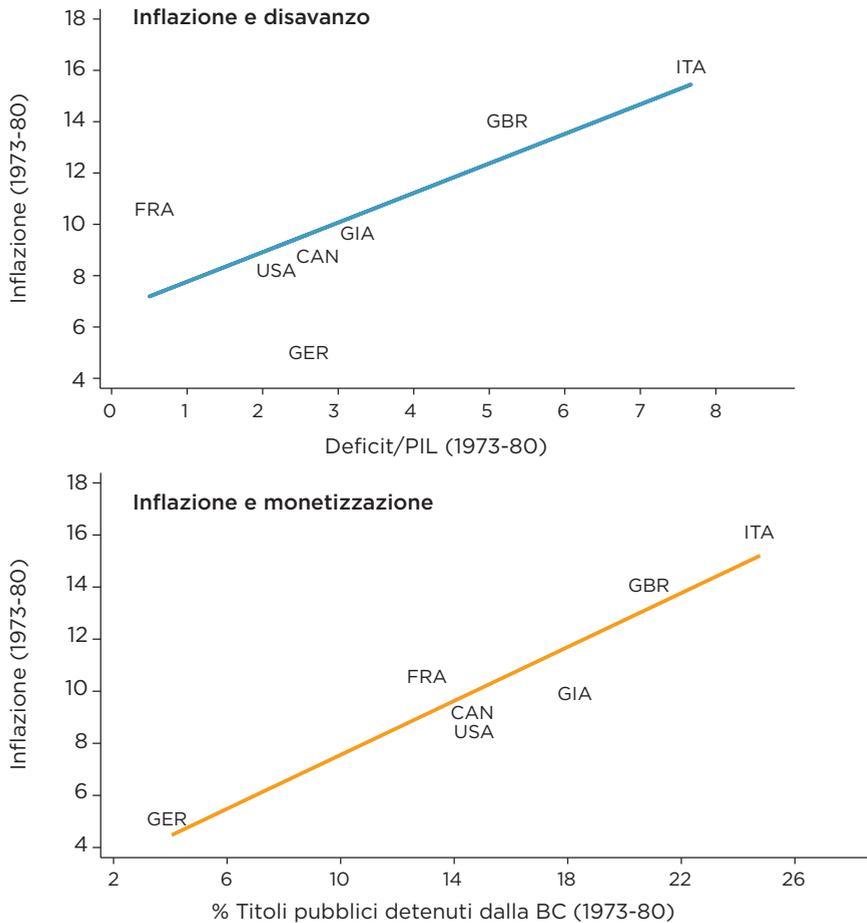


Fonte: nostre elaborazioni basate sui dati di Miles *et al.* (2017)<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Miles D., Panizza U., Reis R., Ubide A. (2017), *And Yet It Moves*, *Geneva Report on the World Economy*, CEPR, London.

### Figura 4 - Inflazione, disavanzo, e monetizzazione nei paesi G7 (1973-80)

La Figura in alto illustra la correlazione tra inflazione media e disavanzo medio nei paesi G7 nel periodo 1973-80. La Figura in basso illustra la correlazione tra inflazione media e disavanzo medio nei paesi G7 nel periodo 1973-80. Le linee sono il risultato di regressioni lineari dell'inflazione sul disavanzo e la monetizzazione.



Fonte: nostre elaborazioni basate sui dati di Abbas *et al.* (2014), Miles *et al.* (2017) e Mauro *et al.* (2015)<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Abbas A., Blattner L., De Broeck M., El-Ganainy A., Hu M. (2014), Sovereign Debt Composition in Advanced Economies: A Historical Perspective, *IMF Working Paper* 14/162. Mauro P., Romeu R., Binder A., Zaman A. (2015), A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy, *Journal of Monetary Economics*, 76 (C), pp. 55-70. Miles D., Panizza U., Reis R., Ubide A. (2017), *And Yet It Moves, Geneva Report on the World Economy*, CEPR, London.

La situazione cambiò radicalmente grazie ad una serie di accordi con cui il governo e parti sociali si impegnarono a ridurre l'inflazione e con il divorzio tra Tesoro e Banca d'Italia del 1981 (per una discussione dettagliata si vedano Fratianni e Spinelli, 2001 e Galli, 2018)<sup>14</sup>. Dato che le aspettative d'inflazione non erano ben ancorate, la riduzione dell'inflazione portò ad un rapido aumento dei tassi d'interesse reali che, nelle parole di Beniamino Andreatta: «*si tradussero rapidamente in un nuovo grave problema per la politica economica, aumentando il fabbisogno del Tesoro e l'escalation della crescita del debito rispetto al prodotto nazionale*»<sup>15</sup>.

Tuttavia, sarebbe errato attribuire la crescita del debito tra il 1981 e il 1995 solamente agli alti tassi d'interesse reali. Il problema fu che dopo aver messo la casa monetaria in ordine, l'Italia, a differenza della maggioranza delle altre economie avanzate, continuò ad accumulare importanti disavanzi primari fino alla fine degli anni Ottanta. Fu questo mix di alti tassi d'interesse reali e disavanzi primari elevati che portò il debito italiano vicino al 100% del PIL alla fine degli anni Ottanta. La situazione cambiò a partire dal 1990 quando l'Italia iniziò ad accumulare una lunga serie di avanzi primari. Tuttavia, il debito continuò a crescere (raggiungendo il 120% del PIL nel 1995) a causa degli alti tassi d'interesse reali, che arrivarono ad assorbire il 15% della spesa pubblica<sup>16</sup>.

A partire dal 1995, una combinazione di avanzi primari e bassi tassi d'interesse reali (legati ad un crollo delle aspettative d'inflazione, in parte dovuto al processo di convergenza verso l'euro) portarono a una riduzione del rapporto debito/PIL. Rapporto che raggiunse un minimo del 103% nel 2004. Questa politica di consolidamento fiscale fu molto aggressiva nella seconda metà degli anni Novanta, con avanzi primari nell'ordine del 4-6% del PIL (in parte aiutati da operazioni speciali "sotto la linea"), ma rallentò dopo l'entrata nell'euro, quando gli avanzi si ridussero all'1-3% del PIL. Questa mini espansione fiscale portò a un nuovo aumento del rapporto debito/PIL nel 2005-2006. Ci fu poi una breve restrizione fiscale nel 2007 che fu immediatamente interrotta dallo scoppio della crisi finanziaria globale.

Il periodo 2000-2007 fu così un'occasione perduta per portare il debito al di sotto del 100%. Se nel 2000-2007 l'Italia avesse mantenuto

---

<sup>14</sup> Fratianni M., Spinelli F., *Storia monetaria d'Italia*, ETAS, Milano, 2001. Galli G. (2018), Il divorzio fra Banca d'Italia e Tesoro: teorie sovraniste e realtà, <https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-archivio-studi-e-analisi-il-divorzio-fra-banca-d-italia-e-tesoro-teorie-sovraniste-e-realta>

<sup>15</sup> Citato in Fratianni M. e Spinelli F., *Storia monetaria d'Italia*, ETAS, Milano, 2001, p. 500.

<sup>16</sup> Una domanda interessante è se gli alti tassi d'interesse furono necessari per riacquistare credibilità o se la Banca d'Italia condusse una politica troppo stringente (possibilmente legata alla stretta monetaria della Bundesbank dopo l'unificazione tedesca). Mentre una discussione di queste considerazioni va ben oltre lo scopo di questo articolo, torneremo al problema della credibilità quando parleremo della monetizzazione del debito come possibile soluzione "facile."

lo stesso livello medio di avanzi primari del periodo 1995-2000, il Paese sarebbe arrivato al 2008 con un rapporto debito/PIL vicino all'80%.

Il periodo successivo allo scoppio della crisi finanziaria globale è stato caratterizzato da politiche fiscali relativamente prudenti (con disavanzi primari più bassi o avanzi primari più alti della maggioranza degli altri paesi europei) e da una forte contrazione dell'economia che ha portato ad una rapida crescita del rapporto debito/PIL, fino ai valori odierni. È ragionevole pensare che gli alti livelli di debito con cui l'Italia è entrata nella crisi abbiano limitato la possibilità di mettere in atto politiche fiscali che avrebbero potuto sostenere la domanda aggregata<sup>17</sup>.

Dopo aver esaminato le ragioni legate alla crescita del debito italiano e avere stabilito che è improbabile che le politiche di espansione fiscale possano portare (almeno nel medio e lungo periodo) a una riduzione del rapporto debito/PIL, siamo pronti a discutere le altre due soluzioni "facili" per ridurre il debito.

### 3. Perché pagare?

*«[...] il debito è un rapporto di potere che si prefigge estrazione del valore (il pagamento degli interessi) e il dominio dell'assoggettato determinandone le scelte e obbligandolo alla rassegnazione. L'uscita dalla trappola del debito è dunque una battaglia fondamentale per riaprire l'orizzonte di una società diversa<sup>18</sup>».*

Se il debito pubblico fa parte di un sistema di oppressione, perché non ripudiarlo? Dopotutto lo stato è in una posizione di forza con i suoi creditori: se un individuo (o un'azienda) decide di non pagare un debito, i suoi creditori possono chiederne l'esecuzione e pignorare parte del reddito e dei beni mobili e immobili del creditore. In teoria, i creditori possono anche citare in giudizio lo stato, ma lo stato ha il monopolio della forza e se proprio non vuole pagare i propri debiti è difficile obbligarlo a pagarli.

Non a caso, economisti e giuristi si chiedono quali siano le condizioni che portano uno stato ad onorare i propri debiti dato che non esistono procedure ben definite che lo obblighino a farlo. La risposta standard a questa domanda è che gli stati tendono a ripagare perché

---

<sup>17</sup> Mentre sostenere la domanda aggregata può essere utile per stabilizzare il ciclo economico, sarebbe errato attribuire la performance di lungo periodo a politiche concentrate sulla gestione della domanda aggregata.

<sup>18</sup> Bersani M., prefazione a Toiussaint É., *Il Sistema*, Bordeaux Edizioni, Roma, 2019.

non farlo avrebbe costi elevati in termini di reputazione, crescita economica e commercio internazionale. Il fatto sorprendente è che molte analisi empiriche hanno trovato che questi costi non sono molto alti (per una sintesi di questa letteratura si veda Panizza *et al.*, 2009)<sup>19</sup>. Alcuni osservatori hanno usato i risultati di queste ricerche empiriche come evidenza in favore di politiche di ripudio del debito (Roos, 2019)<sup>20</sup>.

Prima di applicare queste idee al caso italiano occorre capire quali sono i limiti delle analisi empiriche che hanno trovato che i costi del default sono bassi.

Prima di tutto esistono dei problemi tecnici legati al fatto che gli episodi di default tendono ad essere rari, quindi le varie analisi empiriche hanno una "potenza" statistica limitata (questo problema porterebbe a non rifiutare l'ipotesi che il default non ha costi quando questa ipotesi è falsa). Un altro problema tecnico è legato alla difficoltà di stabilire un nesso causale tra il default e altre variabili macroeconomiche (questo problema tende ad amplificare la stima dei costi del default, parzialmente compensando il primo problema).

Al di là di questi problemi tecnici, esistono anche problemi concettuali che rendono le analisi empiriche esistenti poco adatte per esaminare i potenziali costi del ripudio del debito italiano.

La maggior parte dei casi inclusi nelle analisi empiriche sui costi del default riguardano episodi in cui un paese è entrato in default dopo che i mercati hanno smesso di concedergli credito. Questi sono casi in cui il default non è una scelta: il paese non paga perché non ha le risorse per pagare<sup>21</sup>. Non è perciò chiaro quali sarebbero i costi di quello che viene normalmente definito un default strategico (cioè la decisione di non pagare quando invece il paese potrebbe ripagare i propri debiti) o preventivo (cioè in anticipo di una situazione futura in cui il paese potrebbe non avere le risorse per non pagare i propri debiti). Grossman e van Huyck (1988)<sup>22</sup> ipotizzano che un default strategico avrebbe costi molto più elevati di un default legato all'incapacità di pagare.

---

<sup>19</sup> Panizza U., Sturzenegger F. e Zettelmeyer J. (2009), The Economics and Law of Sovereign Debt and Default, *Journal of Economic Literature*, 47 (3), pp. 651-698.

<sup>20</sup> Roos J. (2019), *Why Not Default?: The Political Economy of Sovereign Debt*, Princeton University Press.

<sup>21</sup> Esiste un dibattito sul fatto se un paese può veramente trovarsi in una situazione in cui non può onorare i propri debiti anche se volesse far di tutto per onorarli. Chi sostiene che questo non è mai il caso afferma che, dopotutto, un paese può sempre cedere ai creditori alcuni dei suoi beni. La Grecia, ad esempio, avrebbe potuto dare ai suoi creditori il Partenone oppure l'isola di Santorini. Questa è, però, una posizione estrema. Un po' come dire che un individuo che non può pagare i propri debiti potrebbe vendere parti non vitali del proprio corpo o, al limite, cedere in schiavitù.

<sup>22</sup> Grossman H., van Huyck J. (1988), Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation, *American Economic Review*, 78 (5), pp. 1088-97.

Occorre anche notare che tutte le analisi empiriche si basano su un campione di paesi in via di sviluppo o economie emergenti. Non è quindi chiaro quali sarebbero i costi di un default in un'economia avanzata ed altamente integrata come quella italiana.

Finalmente, mentre nei default studiati dalla letteratura empirica il debito ripudiato era principalmente in mano a investitori stranieri, solamente il 31% del debito italiano è detenuto da non residenti. Il 43% del debito pubblico italiano è detenuto da banche, assicurazioni e fondi e un altro 6% è in mano alle famiglie italiane (il rimanente 20% è detenuto da Banca d'Italia). Ripudiare il debito porterebbe a grandi perdite per questi soggetti e a un impoverimento di famiglie e intermediari finanziari che avrebbe conseguenze gravi per tutta l'economia italiana.

Il primo effetto di un ripudio sarebbe una riduzione diretta della ricchezza delle famiglie che detengono obbligazioni italiane direttamente o indirettamente tramite fondi e assicurazioni. Questa riduzione della ricchezza porterebbe ad una riduzione del consumo con conseguenze negative per il PIL. Data l'enorme quantità di titoli pubblici detenuti dalle banche italiane (il 25% del totale, circa 580 miliardi di euro), un ripudio del debito porterebbe anche a una catena di fallimenti bancari. Visto che i depositi sono comunque tutelati (secondo l'attuale legislazione, fino a 100.000 euro), lo stato dovrebbe trasferire dei fondi ai risparmiatori con depositi nelle banche che sono fallite. La necessità di proteggere i depositi eliminerebbe una parte importante della riduzione del debito associata con un suo ripudio.

Inoltre, visto che il sistema finanziario è necessario per finanziare le imprese e per le comuni operazioni di pagamento, lo stato è praticamente obbligato ad intervenire per salvare il sistema finanziario. Come ben spiegato da Lippi e Schivardi (2014),<sup>23</sup> la necessità di salvare le banche non è legata al desiderio di salvare i plutocrati, ma alla necessità di salvare l'economia. Il fallimento di un importante operatore finanziario potrebbe causare un effetto a catena (una crisi sistemica) che potrebbe risultare nel crollo dell'intero sistema finanziario e industriale. Secondo le stime di Laeven e Valencia (2018),<sup>24</sup> i costi fiscali diretti delle crisi bancarie (costi che escludono le garanzie dei passivi bancari descritti sopra) nelle economie avanzate ammontano a circa il 5,5% del PIL. Sempre secondo le stime di Laeven e Valencia (2018), le crisi finanziarie sono spesso seguite da recessioni molto profonde e grandi aumenti del disavanzo pubblico. Questi due fattori,

---

<sup>23</sup> Lippi F., Schivardi F. (2014), Le Conseguenze di un ripudio del debito, *La Voce*, <https://www.la-voce.info/archives/19664/conseguenze-ripudio-debito/>

<sup>24</sup> Laeven L., Valencia F. (2018), Systemic Banking Crises Revisited, *IMF WP 18/206*.

insieme ai costi fiscali descritti sopra, portano, per l'economia avanzata tipica, ad un aumento di venti punti nel rapporto debito/PIL<sup>25</sup>.

Riassumendo, assumiamo che un ripudio porti ad una riduzione del debito (quello che normalmente viene chiamato "haircut") del 37%<sup>26</sup>. Questo ripudio porterebbe ad una profonda recessione e ad una crisi bancaria che porterebbero ad un aumento del debito pari al 20% del PIL<sup>27</sup>. Alla fine, il paese si ritroverebbe con un sistema finanziario in cattivo stato, alti tassi di disoccupazione e un rapporto debito/PIL non molto al di sotto di quello iniziale (applicando queste stime al caso dell'Italia, il rapporto debito/PIL passerebbe dal 135% al 105%; una riduzione del debito simile a quella ottenuta in Italia tra il 1995 e il 2004 con l'adozione di politiche fiscali prudenti).

Chiaramente, se un giorno l'Italia si trovasse in una situazione in cui non può rifinanziare i titoli in scadenza, una ristrutturazione sarebbe l'unica opzione possibile. L'Italia è sopravvissuta a due guerre mondiali e può anche sopravvivere a una ristrutturazione del debito. Però questa non è un'opzione da prendere alla leggera, una ristrutturazione preventiva del debito italiano sarebbe una strategia molto rischiosa, con costi elevati e risultati limitati in termini di riduzione del rapporto debito/PIL.

#### 4. Monetizzare il disavanzo

Un'altra soluzione "facile" è quella di monetizzare il disavanzo pubblico. In pratica, tornare alla situazione precedente al divorzio tra Tesoro e Banca d'Italia con il governo che vende titoli alla banca centrale e la banca centrale che finanzia questi acquisti emettendo moneta. Chiaramente questo non può essere fatto all'interno dell'euro (il trattato di Maastricht proibisce sia alla Banca centrale europea che alle banche centrali nazionali di finanziare gli stati sul mercato primario), però potrebbe essere una possibilità se l'Italia uscisse dall'euro. Una valutazione dei costi e benefici dell'uscita dall'euro non fa parte degli obiettivi di questo articolo (si veda Manasse,

---

<sup>25</sup> Per ragioni contabili, questo aumento del rapporto debito/PIL normalmente non include il valore delle garanzie bancarie che, in un paese come l'Italia, potrebbero facilmente superare il 15% del PIL.

<sup>26</sup> Pari alla media di tutti gli episodi studiati da Cruces, Juan and Christoph Trebesch (2013), Sovereign Defaults: The Price of Haircuts, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5 (3), pp. 85-117. Per una discussione dei problemi legati ad un piccolo ripudio "chirurgico" si veda Galli G. (2018), Why Restructuring of the Italian Public Debt Should be Avoided, Osservatorio CPI [https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-Why\\_a\\_restructuring\\_should\\_be\\_avoided\\_GG\\_OCPI.pdf](https://osservatoriocpi.unicatt.it/cpi-Why_a_restructuring_should_be_avoided_GG_OCPI.pdf).

<sup>27</sup> E questi calcoli non includono i costi politici che potrebbero portare ad un'uscita dall'euro. Si veda Panizza U. (2015), Public Debt Risks in Italy: Myths, Facts and Policies, *Capital Markets Law Journal*, 10 (2), pp. 181-192.

2018,<sup>28</sup> e l'articolo di Becchetti in questo volume), il mio obiettivo è invece di vedere se è vero che al di fuori dall'euro l'Italia potrebbe adottare politiche che risolverebbero il problema del debito.

È vero che con una banca centrale sovrana l'Italia non avrebbe più vincoli di bilancio? È vero che un paese che può stampare la propria moneta e che emette debito in questa moneta sarà sempre in grado di ripagare i propri debiti?

Anche se abbiamo già visto che prima del divorzio tra Tesoro e Banca d'Italia la politica di monetizzazione dei disavanzi pubblici portò a tassi d'inflazione molto alti (Figura 4), chi sostiene che una banca centrale sovrana risolverebbe i problemi del debito afferma che non esiste un nesso evidente tra monetizzazione del debito e inflazione. A sostegno di questa tesi, viene fatto notare che la Banca del Giappone ha assorbito quantità enormi di debito pubblico senza nessun risultato in termini d'inflazione e che lo stesso vale per le operazioni di *quantitative easing* della Federal Reserve americana, della Banca d'Inghilterra e della stessa Banca centrale europea (operazioni che hanno consentito alla Banca d'Italia di assorbire il 20% del debito pubblico italiano).

Per capire perché la monetizzazione del debito ha fatto aumentare l'inflazione negli anni Settanta ma non sembra avere avuto nessun effetto sull'inflazione in questi ultimi anni occorre capire perché gli agenti economici decidono di tenere parte dei propri risparmi in forma di moneta, definire il signoraggio e chiarire il legame tra emissione di moneta e signoraggio<sup>29</sup>.

## 5. Moneta sovrana e vincoli di bilancio

Iniziamo con il vedere se è vero che un paese con moneta sovrana non ha vincoli di bilancio. Assumiamo un paese che parte da una situazione di pareggio di bilancio e che decide di aumentare la spesa pubblica per un ammontare pari al 10% del PIL. Assumiamo inoltre che il paese non può (o non vuole) aumentare le tasse e che quindi l'aumento della spesa pubblica porti a un disavanzo pari al 10% del PIL. Finalmente, assumiamo che il reddito iniziale di questo paese fosse pari a 1,000 miliardi e che prima dell'aumento la spesa pubblica rappresentasse il 30% del PIL. Dopo l'espansione fiscale, la spesa

---

<sup>28</sup> Manasse P. (2018), *Italexit*: perché i costi sono altissimi ed i benefici trascurabili, in *Cosa succede se usciamo dall'Euro*, a cura di Carlo Stagnaro, Istituto Bruno Leoni.

<sup>29</sup> I lettori interessati possono trovare gli elementi principali in Panizza U. (2019), Note su domanda di moneta, debito e signoraggio, [https://docs.wixstatic.com/ugd/78d868\\_ed6cee5bc9084d59b6443cdee69af7a8.pdf](https://docs.wixstatic.com/ugd/78d868_ed6cee5bc9084d59b6443cdee69af7a8.pdf)

pubblica passa a 400 miliardi e quella privata a 600 miliardi<sup>30</sup>. Questo è un caso tipico in cui il disavanzo spiazzava la spesa privata. Consideriamo ora il meccanismo con cui la spesa pubblica sostituisce quella privata. Questo meccanismo dipende dal metodo di finanziamento del disavanzo.

Se il disavanzo viene finanziato emettendo debito, alcuni agenti economici decidono volontariamente di ridurre la propria spesa e di modificare il proprio portafoglio di attivi finanziari. Questi agenti economici riducono la spesa oggi in cambio di una spesa più alta in futuro. Se, invece, il disavanzo viene finanziato emettendo moneta le cose sono più complicate. Dato che nessuno deve dare i propri soldi allo stato per comprare il debito, di primo acchito sembrerebbe che nessuno debba rinunciare a spendere per finanziare l'aumento della spesa. I soldi vengono creati *ex nihilo* dalla banca centrale (che i soldi li può stampare). Però, se è vero che il reddito rimane invariato, qualcuno deve diminuire la propria spesa, altrimenti lo stato non potrebbe aumentare la sua. Il meccanismo è quello del signoraggio (una tassa occulta).

Quando lo stato paga i suoi acquisti con moneta appena emessa dalla banca centrale, chi la riceve si sente più ricco e cerca di spenderla, ma dato che il reddito reale è invariato questo aumento della domanda si traduce in un aumento dei prezzi. L'inflazione fa sì che tutti i detentori di attività finanziarie non indicizzate perdano potere di acquisto e diminuiscano le proprie spese, fino ad arrivare a una situazione in cui la spesa privata è scesa di un ammontare pari all'aumento della spesa pubblica. Nel nostro esempio ci troviamo quindi in una situazione identica a quella in cui l'aumento della spesa è finanziato con il debito (la spesa privata è 600 e quella pubblica 400). La differenza è che il finanziamento con emissione di debito è completamente volontario e porterà ad un aumento delle imposte nel futuro. Il signoraggio, invece, è una tassa immediata, occulta e che non richiede l'approvazione del parlamento.

Le conseguenze dei due metodi di finanziamento sarebbero diverse solamente se il finanziamento con emissione di moneta portasse ad una crescita del PIL reale<sup>31</sup>. In questo caso, l'aumento del reddito potrebbe portare ad un aumento della domanda di moneta pari all'aumento dell'offerta di moneta, eliminando così gli effetti inflazionistici del finanziamento monetario del disavanzo. Però questa situazione richiederebbe un moltiplicatore legato all'emissione di moneta molto più alto di quanto suggerito dall'evidenza empirica. Infatti, l'evidenza

---

<sup>30</sup> Questo esempio assume che il moltiplicatore fiscale è zero. Questa assunzione semplifica l'analisi ma non è necessaria perché l'esempio serve per illustrare il modo di finanziamento di un dato disavanzo e non l'effetto del disavanzo sull'economia.

<sup>31</sup> Oppure ad una crescita del PIL reale più alta di quella di un finanziamento con emissione di debito, in caso il moltiplicatore fiscale fosse positivo.

empirica dimostra che, al di fuori di situazioni speciali caratterizzate da una trappola della liquidità, gli stati che emettono molta moneta per finanziare la spesa pubblica tendono a ritrovarsi con tassi d'inflazione molto elevati.

Inoltre, mentre è facile "imbrogliare" i creditori una volta con una sorpresa inflazionistica, le aspettative d'inflazione vengono rapidamente incorporate nei tassi d'interesse nominali. Quindi, uno stato che vuole continuare a finanziarsi emettendo moneta deve ricorrere a tassi d'inflazione sempre più alti<sup>32</sup>. In questo senso, parafrasando Friedman, le iperinflazioni hanno sempre ed ovunque un'origine fiscale.

Occorre notare che il signoraggio è sovente una tassa regressiva (specialmente quando i livelli d'inflazione sono alti, Boel, 2018)<sup>33</sup> perché nella maggior parte dei casi colpisce i piccoli risparmiatori che detengono i propri risparmi in strumenti che non sono protetti dall'inflazione. Lo stesso John Maynard Keynes (il paladino di molti dei sostenitori delle soluzioni facili) non vedeva di buon occhio la monetizzazione del disavanzo (Keynes 1923, pagine 42-66)<sup>34</sup>.

La teoria della tassazione ottimale suggerisce che, dato l'ammontare delle risorse necessarie e tenendo conto del principio di equità, uno stato dovrebbe adottare un menu di tasse che equalizza le distorsioni delle varie tasse. Quindi non è chiaro che il signoraggio ottimale sia uguale a zero. Però, visto che un'inflazione alta crea molte distorsioni, è improbabile che il livello di signoraggio ottimale sia molto alto.

Alti livelli d'inflazione hanno anche importanti implicazioni per la credibilità della banca centrale. Le aspettative d'inflazione sono una determinante fondamentale del tasso d'inflazione. Il sentiero di una banca centrale che ha perso la propria credibilità e che deve combattere aspettative d'inflazione elevate non è facile.

Una possibilità è quella di ristabilire la propria credibilità riducendo il tasso di crescita dell'offerta di moneta, mantenendo così livelli d'inflazione bassa e smentendo le aspettative di inflazione elevata<sup>35</sup>. Il problema è che questa strategia richiede tempo. Ci sarà quindi un periodo, che potrebbe durare molti anni, in cui l'inflazione è bassa ma le aspettative d'inflazione, e quindi i tassi d'interesse nominali, ri-

---

<sup>32</sup> Secondo i calcoli del Fondo monetario internazionale una riduzione sostanziale del debito italiano richiederebbe tassi d'inflazione nell'ordine del 25% per un periodo di due anni (Cottarelli, 2016). Un tasso d'inflazione del 6% per cinque anni porterebbe invece ad un signoraggio annuo del 3% e ad una riduzione del debito italiano pari al 15% del PIL. Si veda Fondo monetario internazionale (aprile 2013), *Fiscal Monitor*, International Monetary Fund, Washington DC.

<sup>33</sup> Boel P. (2018), The Redistributive Effects of Inflation and the Shape of Money Demand, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 90, pp. 208-219.

<sup>34</sup> Keynes J.M., *A Tract on Monetary Reform*, Macmillan, London, 1923.

<sup>35</sup> Un modo di mettere in atto questa strategia è quello di ancorare il tasso di cambio ad una moneta con bassa inflazione. Un'altra possibilità è quella di stabilire un'ancora nominale fissando degli obiettivi chiari per l'andamento futuro dell'inflazione (*inflation targeting*).

mangono alti. In questa situazione, lo stato (e tutti i creditori) finiscono per pagare tassi d'interesse reali *ex-post* molto elevati<sup>36</sup>. Questa è la situazione che ha contribuito alla crescita del debito italiano tra il 1981 e il 1994.

Un'altra possibile strategia è quella di emettere debito in valuta estera (Calvo, 1988)<sup>37</sup>. Facendo questo, un paese può importare la credibilità della banca centrale di un altro paese ed ottenere immediatamente tassi d'interesse bassi (se gli investitori pensano che il rischio di default sia basso). Facendo questo, però, il paese si espone ai rischi legati all'andamento del tasso di cambio (Eichengreen et al. 2007)<sup>38</sup>.

Un'altra affermazione dei fautori delle soluzioni facili è che uno stato che emette debito in moneta sovrana è sempre in grado di ripagare i propri debiti e, quindi, non è mai obbligato a fare default. Questa affermazione è, in un certo senso, vera. Se uno stato ha dei debiti espressi in lire e possiede una banca centrale che può stampare lire, lo stato sarà sempre in grado di ripagare i propri debiti stampando le lire necessarie.

Il problema è che se per ripagare i propri debiti lo stato deve stampare molta moneta, questa moneta perde valore (il fenomeno è nuovamente quello del signoraggio) e i creditori ricevono un pagamento che, in termini reali, vale meno di quanto avevano prestato allo stato. Dal punto di vista legale questo non è un default, ma per il creditore le conseguenze sono identiche a quelle di un default. Inoltre, l'inflazione modifica il valore di tutti i contratti di debito stipulati in termini nominali e quindi trasferisce ricchezza dai creditori ai debitori (anche quelli privati, non solo lo stato) e, come visto sopra, questo trasferimento di ricchezza, tende ad essere regressivo perché i grandi creditori sono sovente in grado di proteggersi dall'inflazione con strumenti indicizzati (oppure portando i soldi all'estero).

In conclusione, mentre in certe condizioni l'emissione di moneta può ridurre lo spiazzamento della spesa privata legata ad un aumento della spesa pubblica, l'affermazione che una banca centrale sovrana

---

<sup>36</sup> Il tasso d'interesse reale *ex-ante* è dato dal tasso d'interesse nominale meno l'inflazione attesa, il tasso d'interesse reale *ex-post* è dato dal tasso d'interesse nominale meno l'inflazione realizzata.

<sup>37</sup> Calvo G. (1988), Servicing the Public Debt: The Role of Expectations, *American Economic Review*, 78, pp. 647-661.

<sup>38</sup> Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U. (2007), Currency Mismatches, Debt Intolerance, and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters, in: *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, IL., pp. 121-170. Sarebbe scorretto affermare che avere un debito denominato in moneta domestica non serve a nulla. In presenza di equilibri multipli legati a crisi di liquidità, la presenza di una banca centrale che ha la credibilità per garantire il rifinanziamento del debito, può aiutare a portare il sistema verso l'equilibrio "buono" e ridurre la probabilità di una crisi. Questa è l'intuizione di De Grauwe P. (2011), The Governance of a Fragile Eurozone, *CEPS working documents*. Però l'affermare che avere debito in moneta nazionale può ridurre la probabilità di una crisi di liquidità è completamente diverso dal sostenere che uno stato con debito in moneta sovrana non ha vincoli di bilancio.

può eliminare il vincolo di bilancio dello stato non ha nessun fondamento empirico o teorico. Se questo fosse vero, i paesi con una banca centrale sovrana e che emettono debito nella propria moneta non avrebbero bisogno di finanziare la spesa pubblica tassando i propri cittadini. I sostenitori dell'idea che la moneta sovrana elimina i vincoli di bilancio dovrebbero spiegare perché in paesi come gli Stati Uniti, il Regno Unito e la Svizzera esistono le tasse sul reddito.

## 6. Ma allora il Giappone?

Pare che il premio Nobel Simon Kuznets abbia detto che esistono quattro tipi di paesi: i paesi sviluppati, quelli in via di sviluppo, il Giappone e l'Argentina. Questo detto vale sicuramente per il debito pubblico. L'Argentina ha accumulato una serie impressionante di default, a volte con livelli di debito relativamente bassi, e il Giappone sembra non avere nessun problema a sostenere livelli di debito che si avvicinano al 250% del PIL.

Viene spesso affermato che la sostenibilità del debito giapponese è legata al fatto che questo debito è denominato in yen e che la Banca del Giappone ha acquistato enormi quantità di debito pubblico senza nessuna conseguenza in termini d'inflazione. Quest'ultima affermazione è chiaramente falsa per gli anni Settanta (si veda la Figura 4), ma è vera per gli anni più recenti (la Banca del Giappone detiene il 43% del debito pubblico giapponese).

Come visto sopra, esistono dei vantaggi legati all'avere il debito in moneta locale, però (come spiegato da Bacchetta et al., 2018)<sup>39</sup> è improbabile che questi vantaggi siano così importanti da permettere debiti elevatissimi. Se gli investitori si aspettassero che il governo giapponese potesse trovarsi in una situazione in cui l'unico modo per pagare i propri debiti è stampare moneta, le aspettative inflazionistiche (e il tasso d'interesse nominale) si alzerebbero immediatamente. Avere una banca centrale in grado di monetizzare il debito è utile solo se gli agenti economici credono che la banca centrale non sarà mai *obbligata* a monetizzare il debito. La credibilità è la chiave per capire il legame tra offerta e domanda di moneta e per capire perché vi sono situazioni in cui un grande aumento dell'offerta di moneta non ha effetti inflazionistici. Discuteremo questi effetti partendo dal caso specifico del Giappone per poi passare alle recenti esperienze di espansione della base monetaria nelle principali economie avanzate.

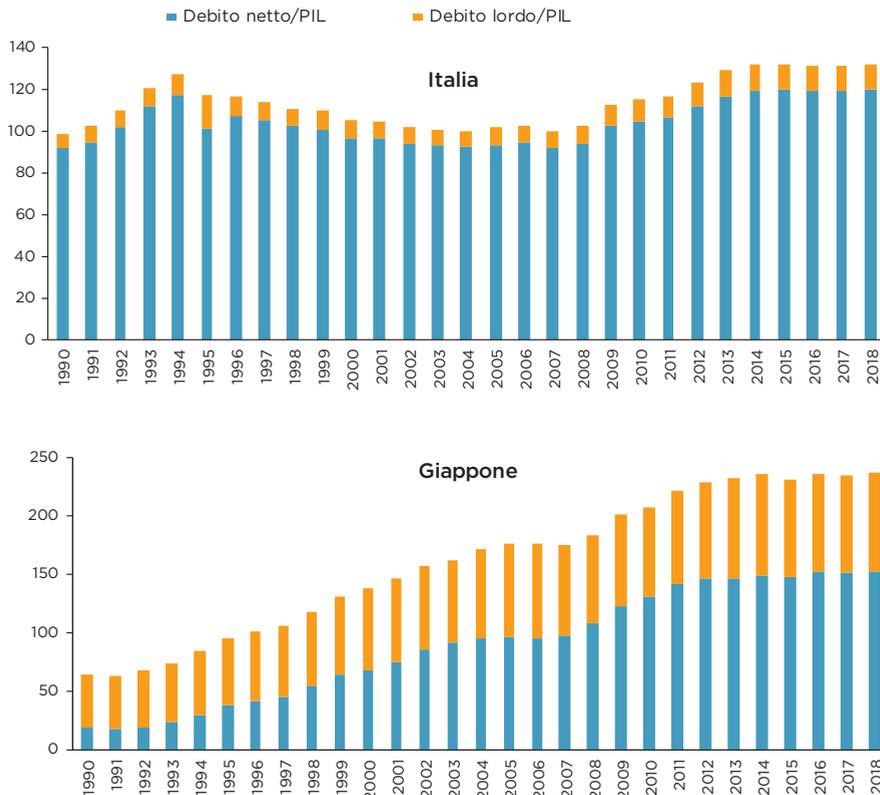
---

<sup>39</sup> Bacchetta P., Perazzi E., van Wincoop E. (2018), Self-Fulfilling Debt Crises: What Can Monetary Policy Do?, *Journal of International Economics*, 110, pp. 119-134.

Esistono almeno tre aspetti che rendono il Giappone speciale e diverso dall'Italia.

Primo, mentre il debito lordo giapponese si avvicina al 250% del PIL, il debito netto giapponese è "solo" il 150% del PIL (Figura 5). Più di un terzo del debito pubblico giapponese è debito che lo stato deve a sé stesso. Nel caso dell'Italia, invece, la differenza tra debito lordo e debito netto è molto più bassa (12% del PIL)<sup>40</sup>.

**Figura 5 - Debito netto e debito lordo in Italia e Giappone**



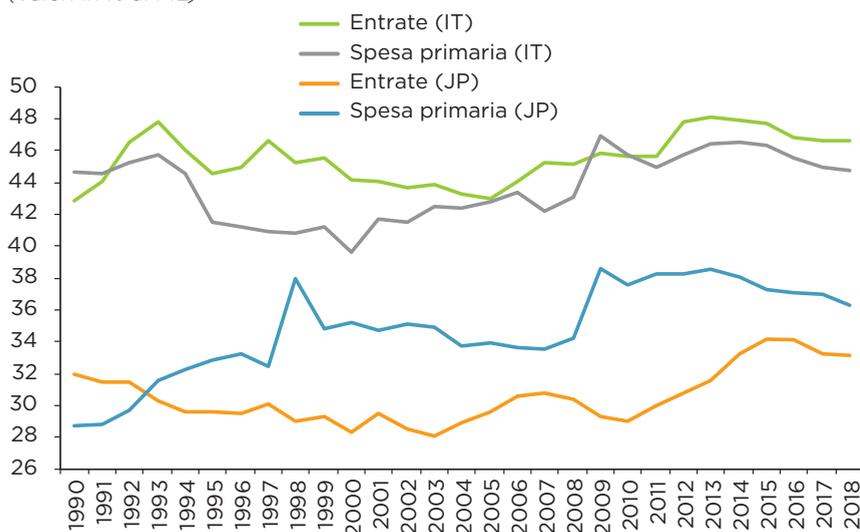
Fonte: nostre elaborazioni basate su dati FMI, WEO.

<sup>40</sup> Se si consolidasse il debito detenuto dalla Banca d'Italia e Banca del Giappone nel calcolo del debito netto italiano e giapponese otterremmo un debito netto vicino al 94% del PIL per l'Italia (la Banca d'Italia detiene il 22% del debito lordo italiano:  $132 - 12 \cdot 0,22 = 91$ ) e vicino al 52% del PIL per il Giappone (la Banca del Giappone detiene il 43% del debito lordo giapponese:  $237 - 83 \cdot 0,43 = 52$ ). Per una discussione delle problematiche legate al calcolo del debito netto si veda Panizza e Presbitero (2013).

Secondo, il Giappone ha uno spazio fiscale molto più ampio di quello italiano. Le entrate e la spesa primaria del governo italiano sono circa dieci punti del PIL più alte di quelle giapponesi (Figura 6). Mentre sarebbe difficile per l'Italia portare le entrate molto al di sopra del livello attuale (circa il 45% del PIL), questo sarebbe più facile per il Giappone che ha entrate fiscali che si aggirano attorno la 35% del PIL<sup>41</sup>. Infatti, anche se la spesa pubblica giapponese è piuttosto bassa per gli standard delle economie avanzate (dove la media della spesa primaria si aggira intorno al 43% del PIL), negli ultimi anni il Giappone ha adottato politiche volte a ridurre la spesa per pensioni e la spesa sanitaria (Greenan e Weinstein, 2017)<sup>42</sup>. Il rapporto tra spesa primaria e PIL, che era aumentato di cinque punti percentuali dopo lo scoppio della crisi finanziaria globale (passando dal 33% al 38%), è già sceso di due punti rispetto al picco del 2008. Per queste ragioni Greenan e Weinstein (2017) suggeriscono che il debito giapponese è sostenibile con alta probabilità<sup>43</sup>.

**Figura 6 - Entrate primarie e spesa pubblica in Italia e Giappone**

(Valori in % di PIL)



Fonte: nostre elaborazioni basate su dati FMI, WEO.

<sup>41</sup> Vale anche il discorso opposto. In teoria, sarebbe più facile ridurre una spesa pubblica italiana che si aggira intorno al 45% del PIL piuttosto che ridurre la spesa pubblica giapponese che è dieci punti percentuali più bassa. Però dal punto di vista politico è molto difficile diminuire sostanzialmente la spesa pubblica italiana.

<sup>42</sup> Greenan M., Weinstein D. (2017), *The Crisis that Wasn't: How Japan has Avoided a Bond Market Panic*, mimeo, Columbia University.

<sup>43</sup> Imrohroglu S., Kitao S., Yamada T. (2018), *Fiscal Sustainability in Japan: What to Take?*, *RIETI discussion paper 18-E-064* sono però più pessimisti.

Finalmente, il Giappone è il paese con la più grande posizione netta sull'estero in valore assoluto (circa 2.700 miliardi di euro) ed è uno dei paesi con la più elevata posizione netta in rapporto al PIL (60%)<sup>44</sup>. In presenza di *home bias*, il fatto che il Giappone non debba prendere a prestito dall'estero facilita il finanziamento del debito giapponese.

Se il Giappone è speciale, allora cosa possiamo dire delle operazioni di *quantitative easing* che hanno portato molte banche centrali ad acquistare quantità enormi di titoli di stato senza nessun effetto in termine d'inflazione<sup>45</sup>? Per capire cosa è successo dobbiamo pensare a un semplice modello di domanda di base monetaria. Se il desiderio degli agenti economici di detenere moneta per motivi che non dipendono dal tasso d'interesse o dal reddito aumenta improvvisamente (magari per un aumento dell'incertezza) e l'offerta di base monetaria rimane costante, i prezzi sono costretti a scendere. Quindi, di fronte ad uno shock positivo della domanda di moneta, la risposta ottimale di una banca centrale che vuole stabilizzare il tasso d'inflazione è aumentare l'offerta di moneta, acquistando titoli di stato sul mercato secondario. In questo caso, l'acquisto di titoli di stato non è legato al desiderio di finanziare un determinato disavanzo con una domanda di moneta costante, è invece la risposta ottimale a un aumento della domanda di moneta. L'azione della banca centrale è identica a quella di una banca centrale che vuole finanziare la spesa pubblica, ma il motivo alla base di questa azione è completamente diverso. È per questo che la monetizzazione del debito che avviene in risposta a shock della domanda di moneta in una situazione caratterizzata da tassi d'interesse nominali molto bassi (o addirittura negativi) può non avere effetti sull'inflazione<sup>46</sup>.

Questa spiegazione basata sull'aumento della domanda di moneta potrebbe essere criticata sulla base che è una razionalizzazione *ex-post* di quello che sta avvenendo nelle maggiori economie avanzate. Tuttavia, questa spiegazione è in linea con il fatto che la grande crescita della base monetaria sia in Europa che negli Stati Uniti è coincisa con un crollo del moltiplicatore monetario, esattamente come previsto da un semplice modello che assume shock alla domanda di moneta (si veda anche la discussione in Miles *et al.* 2017).

---

<sup>44</sup> L'Italia ha una piccola posizione negativa pari a circa 64 miliardi di euro.

<sup>45</sup> Infatti, con un'inflazione che rimane testardamente più bassa di quella predetta dai vari modelli basati sulla curva di Phillips.

<sup>46</sup> Se non vi sono controlli sui movimenti di capitale, la banca centrale non può "imporre" tassi d'interesse bassi (o negativi) quando la domanda di moneta è bassa. Un tentativo di fare ciò porterebbe ad un'immediata fuga dei capitali.

## 7. Conclusioni

Il ripudio del debito non è mai una soluzione facile e non lo è neanche la monetizzazione della spesa pubblica.

Esistono però situazioni speciali nelle quali la domanda di liquidità aumenta rapidamente e gli agenti economici sono disposti ad assorbire grandi quantità di moneta. In queste situazioni, la banca centrale può acquistare titoli pubblici senza effetti inflazionistici. Tali situazioni, normalmente definite come situazioni di trappola della liquidità, tendono ad essere l'eccezione piuttosto che la norma.

Questa è però la situazione in cui il Giappone si trova da quasi 30 anni ed è anche la situazione che oggi caratterizza molte economie avanzate (i motivi alla base di questa situazione sono molti e non ancora del tutto chiari, Miles *et al.*, 2017)<sup>47</sup>. Ed è a causa di questa situazione che negli ultimi quattro anni la Banca d'Italia ha potuto comprare più del 15% del debito pubblico italiano senza nessuna conseguenza in termini d'inflazione (la frazione del debito pubblico italiano in mano alla Banca d'Italia è passata dal 5% nel 2015 al 20% a fine 2018). Chi pensa che esista una soluzione facile al problema del debito italiano sostiene che, con la lira, la Banca d'Italia avrebbe potuto comprare ancora più titoli pubblici senza conseguenze in termini d'inflazione. Non è però chiaro quale sarebbe stata la situazione senza avere alle spalle la credibilità della Banca centrale europea. Come ben dimostrato dall'esperienza dei paesi emergenti (e delle economie avanzate negli anni settanta), se le aspettative non sono ben ancorate l'emissione di grandi quantità di moneta porta sempre ad un significativo aumento dell'inflazione.

Cosa sarebbe successo dopo lo scoppio della crisi finanziaria globale se, invece dell'euro, l'Italia avesse ancora avuto la lira con un'ancora nominale basata su un regime di *inflation targeting* con un obiettivo di inflazione del 2% (lo standard nelle economie avanzate con un regime di cambi flessibili)? Esistono due scenari possibili.

Nel primo scenario, la situazione sarebbe stata simile a quella del Regno Unito. Grazie alla credibilità acquistata negli anni precedenti, la Banca d'Italia avrebbe potuto adottare una politica monetaria espansiva che avrebbe portato ad una svalutazione della lira nell'ordine del 15-25% e ad un'inflazione di uno o due punti percentuali al di sopra dell'obiettivo del 2%. Nessuno avrebbe messo in dubbio la capacità dello stato italiano di onorare i propri debiti e, senza la crisi dello spread, l'Italia avrebbe potuto adottare una politica fiscale espansiva. La combinazione di politiche fiscali e monetarie espansive (e la svalutazione reale) avrebbero attenuato gli effetti della crisi sul-

---

<sup>47</sup> Miles D., Panizza U., Reis R., Ubide A. (2017), And Yet It Moves, *Geneva Report on the World Economy*, CEPR, London.

l'economia italiana. In questo scenario, non ci sarebbe stato il collasso economico che ha fatto sì che il PIL reale del 2018 sia ancora al di sotto di quello del 2007 (tra il 2007 e il 2011 il PIL reale italiano è diminuito dell'8,5%).

Esiste però anche un altro scenario in cui, senza il processo di convergenza verso l'euro, i tassi reali nella seconda metà degli anni Novanta sarebbero rimasti elevati e l'Italia sarebbe arrivata al 2007 con un rapporto debito/PIL ben più alto del 102%. In questo scenario, le aspettative inflazionistiche non sono ben ancorate e, quando scoppia la crisi, i tassi d'interesse nominali aumentano rapidamente. Di fronte a questa situazione, la Banca d'Italia dovrebbe decidere se assecondare le aspettative inflazionistiche, permettendo un rapido aumento dell'inflazione, o se combatterle con tassi d'interesse reali elevati e gravi conseguenze per l'economia reale e la sostenibilità del debito pubblico.

I sostenitori delle soluzioni facili hanno chiaramente in mente il primo scenario, ma è impossibile escludere il secondo. Il punto è che non sappiamo cosa sarebbe successo e non lo sapremo mai. L'unica cosa chiara è che i problemi difficili non hanno mai una soluzione facile.

## Rivista di Politica Economica

La Rivista di Politica Economica è stata fondata nel 1911 come "Rivista delle società commerciali" ed ha assunto la sua attuale denominazione nel 1921. È una delle più antiche pubblicazioni economiche italiane ed ha sempre accolto analisi e ricerche di studiosi appartenenti a diverse scuole di pensiero. Nel 2019 la Rivista viene rilanciata, con periodicità semestrale, in un nuovo formato e con una nuova finalità: intende infatti svolgere una funzione diversa da quella delle numerose riviste accademiche a cui accedono molti ricercatori italiani, scritte prevalentemente in inglese, tornando alla sua funzione originaria che è quella di discutere di questioni di politica economica, sempre con rigore scientifico. Gli scritti sono infatti in italiano, più brevi di un *paper* accademico, e usano un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori. Ogni numero è una monografia su un tema scelto grazie ad un continuo confronto fra l'editore e l'*Advisory Board*. La Rivista è accessibile online sul sito di Confindustria.

### Redazione Rivista di Politica Economica

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma (Italia)

e-mail: [rpe@confindustria.it](mailto:rpe@confindustria.it)

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica>

### Direttore responsabile

Silvia Tartamella

### Coordinamento editoriale ed editing

Gianluca Gallo

Adriana Leo

La responsabilità degli articoli e delle opinioni espresse è da attribuire esclusivamente agli Autori. I diritti relativi agli scritti contenuti nella Rivista di Politica Economica sono riservati e protetti a norma di legge. È vietata la riproduzione in qualsiasi lingua degli scritti, dei contributi pubblicati sulla Rivista di Politica Economica, salvo autorizzazione scritta della Direzione del periodico e con l'obbligo di citare la fonte.

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.  
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma