



Working Paper Series
Department of Economics
University of Verona

IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO ANALISI DELLA SUA COMPOSIZIONE DAL 1999 AD OGGI

Francesco Rossi, Riccardo Zanrossi

WP Number: 20

November 2016

ISSN: 2036-2919 (paper), 2036-4679 (online)

IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

ANALISI DELLA SUA COMPOSIZIONE DAL 1999 AD OGGI

Francesco Rossi ¹ Riccardo Zanolini ²

Abstract

After a survey on the evolution of the Italian public debt, the paper discusses its composition in tickets, coins and deposits, securities other than shares excluding derivative financial instruments, loans.

The study analyses and discusses also the trend in interest expenditure, in the average interest rate, in the average residual life of the government bonds and the restructuring operations carried out to reduce the stock of the debt.

Keywords: public debt, interest expenditure, average interest rate, average residual life, restructuring.

Sommario

Dopo aver fatto sintesi dei principali eventi che, dall'Unità d'Italia ad oggi, hanno via via caratterizzato la formazione del debito pubblico, si affronta l'analisi della sua composizione per strumenti: monete, biglietti e depositi, titoli diversi dalle azioni con esclusione degli strumenti finanziari derivati, prestiti.

In particolare se ne studia l'evoluzione con attenzione all'andamento della spesa per interessi, del tasso medio di interesse, della vita residua media e alle operazioni di ristrutturazione messe in essere dal Tesoro per ridurre l'ammontare.

Parole chiave: debito pubblico, spesa per interessi, tasso medio di interesse, vita residua media, ristrutturazione.

Classification Cods: JEL E43, G18, H63

¹ Università di Verona, Dipartimento di Scienze Economiche, francesco.rossi@univr.it

² Università di Verona, Dipartimento di Scienze Economiche, CdLM in Banca e Finanza.

1. DEBITO PUBBLICO DALL'UNITÀ D'ITALIA AGLI ANNI 2000

Dalla costituzione del Regno d'Italia (1861) fino ai giorni nostri, come si può notare dal grafico in Fig. 3, il rapporto debito pubblico/PIL è più volte aumentato toccando spesso livelli preoccupanti e solo opportune operazioni di risanamento hanno in qualche modo limitato che esso raggiungesse valori eccessivi.

Nei dieci anni immediatamente successivi alla proclamazione dell'unità d'Italia, avvenuta nel 1861, il debito pubblico salì dal 37,65% a circa il 96% del PIL ³. Quest'aumento fu causato dall'espansione della spesa pubblica ⁴ che si ritenne necessaria dopo l'unificazione per sostenere un ampio programma di opere pubbliche ⁵. Inoltre, vennero incorporati nel debito dello Stato italiano anche quelli delle "regioni annesse" (Veneto e Stato pontificio) e si registrarono dei ritardi nell'entrata in vigore dei nuovi provvedimenti fiscali.

Per risolvere questa prima crisi del debito il governo di Destra decise di vendere beni demaniali ed ecclesiastici e di monetizzare il disavanzo avvalendosi della Banca nazionale, ma lo strumento che si rivelò decisivo nel risanamento fu la leva fiscale. Il Parlamento approvò una vera e propria riforma fiscale in cui vennero istituite tre imposte dirette, rispettivamente sui terreni, sui fabbricati e sulla ricchezza mobile, e venne aumentata l'imposta sui consumi fino all'introduzione nel 1868 della "tassa sul macinato". Grazie a questa manovra tra il 1870 e il 1873 il debito pubblico scese a poco più dell'80% del PIL.

Dopo quest'operazione di risanamento la Destra dovette dimettersi, per l'evidente sdegno generale nei confronti del governo. Con l'ascesa della Sinistra si registrò una nuova espansione del debito pubblico che alla fine degli anni ottanta arrivò quasi al 100% del PIL.

Le ragioni di questo aumento del debito vanno individuate nello sviluppo dell'economia italiana. In questo periodo vi fu un'espansione degli investimenti pubblici per finanziare progetti che riguardavano ferrovie, cantieristica militare ed edilizia.

Il disavanzo ⁶ non venne finanziato con l'emissione di moneta perché il governo decise di riportare l'Italia nel gold standard ⁷ e quindi non fu possibile espandere l'offerta di moneta senza limiti, in quanto si doveva rispettare il vincolo della copertura aurea delle banconote in circolazione. La Sinistra riuscì quindi a sostenere gli investimenti necessari per lo sviluppo industriale grazie al sostegno del capitale estero.

Questa politica venne però interrotta verso la fine degli anni ottanta in quanto una crisi economica ⁸ si intrecciò con una crisi finanziaria ⁹. Il disavanzo pubblico, da fattore di promozione dello sviluppo economico, si trasformò in uno strumento per la gestione della crisi e per il contenimento dei suoi

³ Il PIL (Prodotto Interno Lordo) rappresenta il valore complessivo dei beni e servizi finali prodotti all'interno di un paese in un certo intervallo di tempo (generalmente l'anno). Il PIL può essere anche definito come il valore della ricchezza o del benessere di un paese e viene calcolato come la somma di consumi (spesa delle famiglie in beni durevoli, beni di consumo e servizi), investimenti (spese delle imprese e delle famiglie in immobili), spesa pubblica e esportazioni nette (differenza fra esportazioni ed importazioni). (<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/pil.htm>).

⁴ Per ulteriori approfondimenti si veda il capitolo 3. Composizione per strumenti del debito pubblico dal 1999.

⁵ Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3^a edizione 2012, pag. 66.

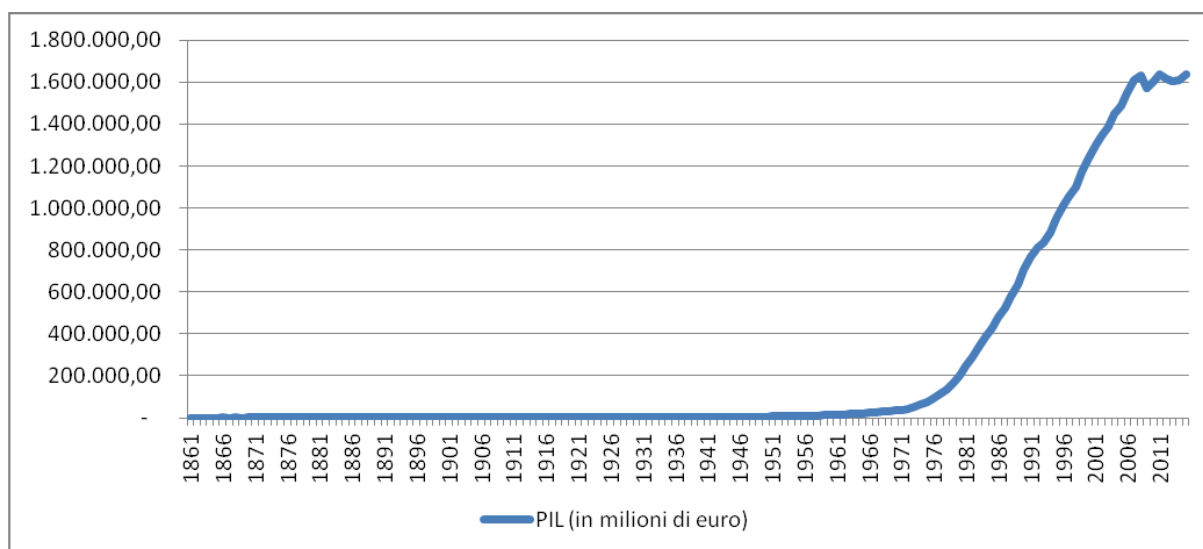
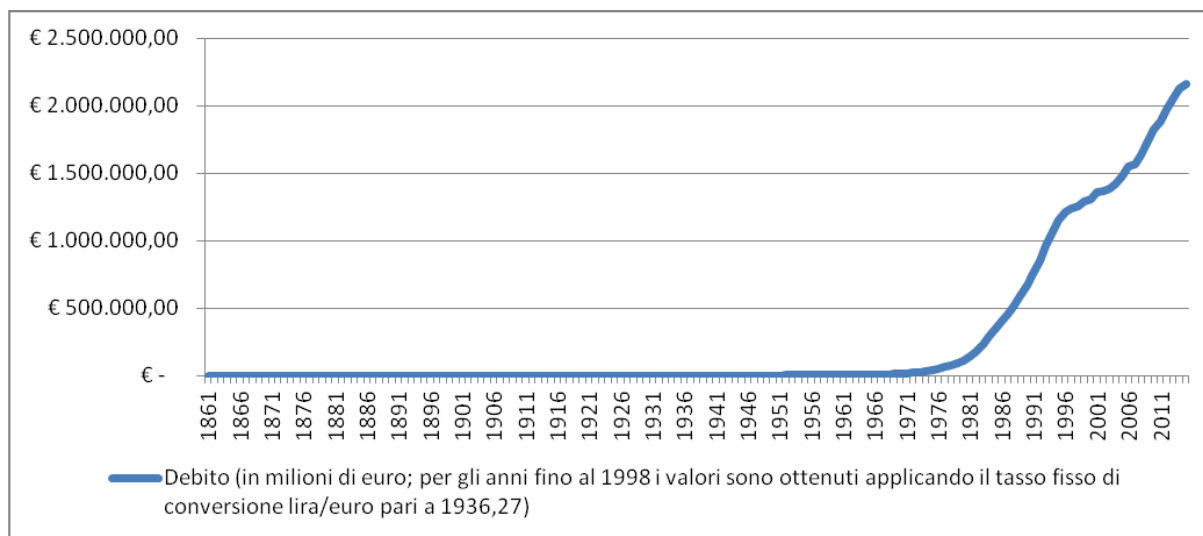
⁶ Per ulteriori approfondimenti si veda il capitolo 3. Composizione per strumenti del debito pubblico dal 1999.

⁷ Il gold standard è un sistema di monometallismo aureo, in cui la circolazione è composta da monete d'oro e da biglietti di banca pienamente convertibili in monete d'oro e viceversa, e vige libertà di coniazione e di fusione nonché d'importazione e d'esportazione del metallo.

⁸ La crisi economica è uno stato patologico dell'economia che, oltre alla stagnazione (assenza di crescita) o alla recessione (diminuzione della crescita) del PIL, può presentare una varietà di altri fenomeni negativi. Generalmente ha durata non inferiore a un anno.

⁹ La crisi finanziaria è una situazione di grave difficoltà che si verifica in presenza di una forte instabilità nei mercati finanziari, con una caduta del valore delle attività e un'interruzione del flusso di risorse dai risparmiatori alle imprese. Il concetto di crisi finanziaria è molto ampio e si estende a diverse tipologie, che vanno dalle crisi bancarie e di borsa a quelle valutarie e del debito sovrano.

effetti reali negativi ¹⁰. Il rapporto tra debito pubblico e PIL raggiunse a fine secolo valori intorno al 120%, in quanto il disavanzo continuava ad essere finanziato con l'emissione di nuovo debito.



¹⁰ Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3ª edizione 2012, pag. 68.

¹¹ Il debito pubblico per gli anni 1999-2015 è stato calcolato come somma degli strumenti che lo compongono. Per maggiori informazioni si veda l'Allegato 1.

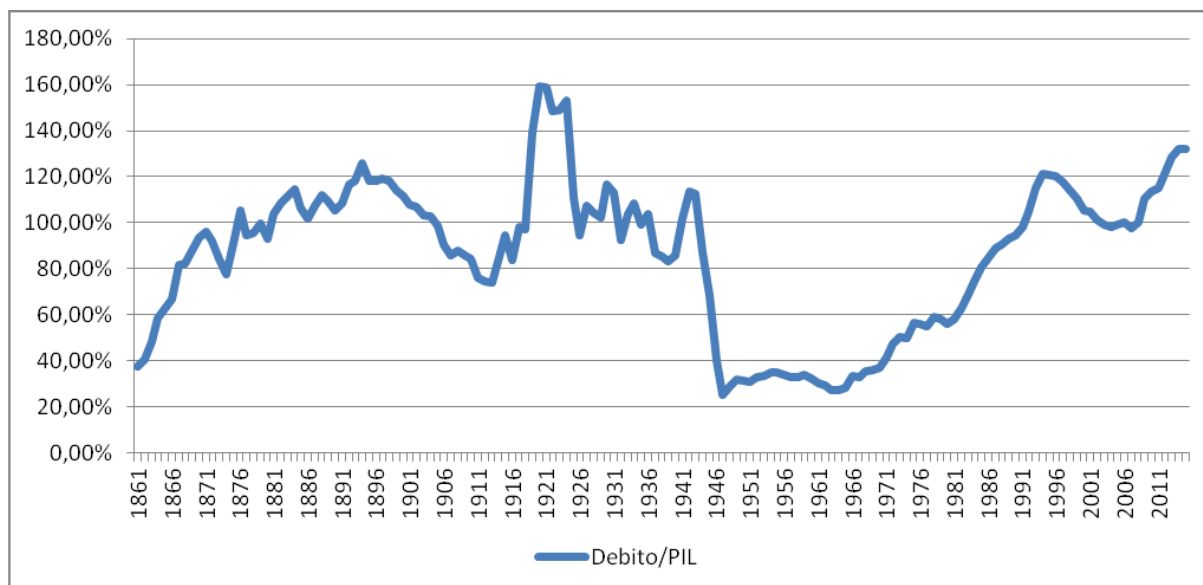


Fig. 3: *Debito pubblico/PIL dal 1861 al 2015*, utilizzando le fonti di cui in Fig. 1 e Fig. 2.

L'ETÀ GIOLITTIANA

Con l'avvento del nuovo secolo si entrò in una fase di crescita, dovuta anche all'espansione che in quegli anni caratterizzò l'economia. È in questo periodo che si ebbe la cosiddetta "età giolittiana"¹², dove vi fu un aumento degli investimenti che portarono a una modernizzazione del sistema produttivo. Anche il sistema bancario e finanziario, dopo la crisi di fine Ottocento, registrò un andamento positivo. Tutto questo permise al rapporto tra debito pubblico e PIL di scendere e fino al 1910 si registrarono addirittura degli avanzi.

Questo generale clima di credibilità e fiducia permise a Giolitti di affrontare il problema del debito pubblico attraverso una politica passata alla storia con il nome di "conversione della rendita". Con questa operazione approvata dal Parlamento nel 1906, venne offerta la possibilità di scegliere tra la conversione dei titoli a medio - lungo termine in un titolo consolidato al 3,75% e il rimborso alla pari. Pochissimi scelsero il rimborso e l'operazione volontaria di conversione riuscì perfettamente.

DALLA PRIMA ALLA SECONDA GUERRA MONDIALE

Alla vigilia della prima guerra mondiale il debito pubblico rappresentava circa il 75% del PIL, ma le risorse necessarie per affrontare questo evento furono enormi. Nel 1920, a guerra finita, il debito pubblico in rapporto al PIL era superiore al 150%. Tutte queste operazioni vennero finanziate principalmente con debito verso Gran Bretagna e Stati Uniti. Inoltre, a causa dell'incertezza dell'evento, la struttura per scadenza del debito diminuì in quanto i creditori non desideravano impegnarsi in investimenti a lungo termine.

Per ridurre il debito, i governi postbellici aumentarono la pressione fiscale anche con l'introduzione di nuove imposte, ma il gettito raccolto fu minore di quanto atteso.

Con l'avvento del periodo fascista il rapporto tra debito e PIL scese sensibilmente. Le ragioni di questa diminuzione vanno ricercate nella drastica riduzione del disavanzo, la riduzione della spesa pubblica che riuscì in qualche modo a comprimere la pressione fiscale, un'elevata inflazione che ridusse il valore reale del debito e il condono dei debiti esteri da parte di UK e USA.

¹² Giolitti Giovanni (Mondovì 1842 - Cavour 1928) politico italiano, più volte presidente del Consiglio dei Ministri.

Tra il 1926 e il 1927 Mussolini mise in atto delle operazioni per passare dal gold standard al gold exchange standard ¹³ agganciato alla sterlina. I titoli di debito pubblico con scadenza inferiore a sette anni vennero forzatamente convertiti in un prestito novennale al 5%. Questa manovra, fortemente voluta dal governo per adattarsi agli standard internazionali, prese il nome di Prestito del Littorio. L'Italia entrò quindi nel gold exchange standard con una parità aurea di 92 lire per sterlina (la famosa quota novanta). Questa operazione, al contrario della conversione volontaria giolittiana fu imposta dalla dittatura.

Durante la “grande depressione” i disavanzi provocati dalla politica di bilancio espansiva ¹⁴ non riuscirono a contrastare gli effetti della crisi, con un conseguente calo della produzione e un aumento della disoccupazione. Il rapporto tra debito pubblico e PIL continuò ad aumentare e fu così necessaria l'uscita dal gold exchange standard per ricorrere al canale monetario. L'inflazione che ne derivò permise di ridurre il valore reale del debito.

Negli anni Trenta i crescenti impegni bellici e in particolare la guerra d'Etiopia portarono a un aumento del debito pubblico. La situazione peggiorò con l'esplosione della seconda guerra mondiale. Si cercò di incentivare i cittadini a risparmiare per sottoscrivere titoli che nel biennio 1940-42 rendevano circa il 5,5% a fronte di un'inflazione del 20%. Il risultato che ne derivò fu un finanziamento del debito pubblico a tassi reali negativi. Si contò quindi più sul patriottismo che sulle effettive esigenze economiche.

Tra il 1939 e il 1943 il rapporto tra debito e PIL raggiunse circa il 110%, ma in quest'ottica l'inflazione determinò un fattore cruciale: il suo forte aumento provocò una riduzione del debito fino al 40% nel 1946.

IL MIRACOLO ECONOMICO

Nel 1947 Luigi Einaudi ¹⁵ con una manovra di stabilizzazione monetaria ricondusse l'inflazione a livelli accettabili. Il rapporto tra debito pubblico e PIL rimase basso e si assistette a una modificazione della composizione del debito verso titoli a breve termine ¹⁶. Questo perché la manovra prevedeva che le banche aumentassero la loro riserva obbligatoria presso la Banca d'Italia e l'obbligo di riserva poté essere assolto con titoli a breve termine del Tesoro.

Tra il 1950 e il 1963 si registrò una crescita elevata e un equilibrio dei conti pubblici, con disavanzi molto bassi, che vennero finanziati in parte con nuovo debito pubblico, e in parte con sottoscrizione della Banca d'Italia. Grazie a questi fattori favorevoli a metà degli anni sessanta il rapporto tra debito e Pil scese al 30%.

Sebbene la propensione per i BOT restasse alta per le banche, gli altri operatori (famiglie e imprese) si orientarono su titoli a più lunga scadenza. Con una carenza di fattori produttivi disponibili (la disoccupazione era molto bassa) l'inflazione aumentò, in quanto la domanda in continua espansione non riuscì ad adattarsi all'offerta. Inoltre la crescita delle importazioni superò le esportazioni e ciò creò problemi sul fronte della bilancia dei pagamenti. Tutto questo si trasformò in un aumento dei prezzi, ma il regime dei cambi fissi impedì una svalutazione e fu necessario per la Banca d'Italia mettere in atto una manovra restrittiva ¹⁷ che comportò una riduzione del tasso di crescita dell'economia dal 5,6% del 1963 al 2,8% del 1964.

In quel periodo si passò da un governo centrista, attento all'equilibrio di bilancio, a un governo di centro-sinistra che basò la sua politica economica sulle teorie espansive keynesiane. Il disavanzo totale

¹³ Il gold exchange standard è un sistema monetario in cui i biglietti di banca a corso legale sono convertibili a un prezzo stabilito in divise estere a loro volta convertibili in oro.

¹⁴ Con una politica fiscale espansiva si mira, attraverso un aumento della spesa pubblica o una riduzione delle imposte, ad aumentare il livello di domanda globale e il reddito d'equilibrio.

¹⁵ Einaudi Luigi (Carrù 1874 – Roma 1861) economista e uomo politico che tra il 1948 e il 1955 ricoprì la carica di Presidente della Repubblica.

¹⁶ È in questi anni infatti che si ha la nascita dei BOT (per maggiori approfondimenti si veda il paragrafo 3.2. Titoli di Stato).

¹⁷ Con una politica fiscale restrittiva si mira, attraverso una riduzione della spesa pubblica o un aumento delle imposte, ad ridurre il livello di domanda globale e il reddito d'equilibrio.

salì dall'1,8% al 3,6% tra il 1960 e il 1965 e solo una maggiore cautela lo portò a livelli inferiori al 3% nella seconda parte degli anni sessanta.

Dal 1966 la sottoscrizione del debito pubblico avvenne sia da parte della Banca d'Italia, con creazione di base monetaria, sia da parte di intermediari finanziari. Rispetto a prima però le banche investirono maggiormente in titoli a lungo termine, limitando l'uso di BOT. Questo comportò una modificazione della struttura del debito pubblico a favore di titoli a più lunga scadenza ¹⁸.

La fine degli anni sessanta fu caratterizzata da una nuova fase inflazionistica e da un aumento dei tassi di interesse internazionali. La politica di stabilizzazione dei tassi di interesse, messa in atto negli anni precedenti dalla Banca d'Italia, dovette così essere abbandonata, con ripercussioni negative sugli investimenti e sul PIL. Tra il 1963 e il 1970 il debito pubblico sul PIL aumentò quindi dal 33% al 41%.

CRISI PETROLIFERA E CRISI DELLA FINANZA PUBBLICA

Dal 1968 si registrò una crescita dell'inflazione e un clima di disagio e protesta passato alla storia come il Sessantotto ¹⁹. I sindacati riuscirono ad ottenere un aumento dei salari e degli stipendi maggiore dell'aumento della produttività del lavoro. Tutto questo comportò un aumento del livello dei prezzi con l'inflazione che nel 1974 arrivò fino al 19%.

All'inizio degli anni settanta, l'inflazione elevata e l'enorme liquidità internazionale in dollari portarono molti paesi a chiedere la conversione alla Banca centrale americana delle loro riserve in dollari. Nel 1971 Nixon dovette così dichiarare la fine del sistema del dollar standard ²⁰ e della convertibilità del dollaro. L'Italia operò quindi una svalutazione della lira, che nel breve termine permise di non compromettere lo sviluppo, ma comportò un'accentuazione dell'inflazione per l'aumento del prezzo in lire delle materie prime importate.

Nel 1973 i paesi esportatori di petrolio formarono un cartello, noto come OPEC, il quale impose una quadruplicazione del prezzo del petrolio. Questa crisi energetica creò molti problemi a paesi come l'Italia, fortemente dipendenti dall'estero per questa energia, con conseguente aumento dei costi reali di produzioni e una contrazione del PIL. La domanda, incontrandosi con la minor offerta, provocò un aumento dei prezzi e il Paese entrò in stagflazione ²¹.

Nel 1975 il PIL diminuì del 4% e il meccanismo della scala mobile, che consentì un agganciamento delle remunerazioni all'inflazione, non fece altro che creare un circolo vizioso che autoalimentò l'inflazione stessa che salì dal 12% al 21% tra il 1978 e il 1980. In questo periodo l'Italia però aderì al Sistema monetario europeo (Sme): a fronte della perdita della libertà di usare lo strumento della svalutazione per affrontare le difficoltà nella bilancia dei pagamenti, questo accordo permise di ridurre l'inflazione.

Nel decennio 1970 – 1980 la spesa pubblica corrente aumentò dal 32% al 39% rispetto al PIL, aumento legato ad esigenze di sostenere l'attività economica.

La spesa corrente venne però irrigidita con un aumento della spesa per dipendenti pubblici, per la sanità e per la previdenza sociale. Fu in questi anni infatti che nacque il sistema sanitario nazionale e

¹⁸ Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3ª edizione 2012, pag. 76.

¹⁹ Il Sessantotto è stato un movimento di protesta studentesco che richiese radicali trasformazioni sociali. Questa ondata di rinnovamento portò a ridiscutere i rapporti tra le classi sociali e a riconoscere importanti diritti sociali e civili. È in questi anni che nacque lo Statuto dei diritti dei lavoratori e venne approvata la legge sul divorzio, sull'aborto e sul diritto di famiglia, che venne riscritto.

²⁰ In quel periodo il sistema dei cambi fissi si reggeva sul fatto che le nazioni convenivano di usare dollari nel regolamento dei pagamenti internazionali, ma ciascuna di esse manteneva il diritto a convertire in ogni momento tali dollari in oro presso la Banca centrale americana, il Federal Reserve System. Gli Stati Uniti non detenevano però tutto l'oro mondiale e quindi in caso i vari paesi avessero chiesto di convertire le proprie riserve in dollari, gli USA non sarebbero stati in grado di soddisfare tali richieste. Il sistema si basava quindi su un accordo tacito di non effettuare la conversione.

Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3ª edizione 2012, pag. 78.

²¹ La stagflazione è un fenomeno economico con contemporanea presenza di recessione e inflazione. Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3ª edizione 2012, pag. 79.

vennero create condizioni favorevoli per l'andata in pensione, con l'idea che ciò avrebbe diminuito la disoccupazione.

La spesa pubblica divenne sempre più uno strumento per ricercare consenso ed accontentare tutti. Essa passò dal 36% d'inizio decennio al 43% della fine, ma a ciò non corrispose un pari aumento delle entrate che tuttavia aumentarono dal 32% al 35%, anche grazie a una riforma tributaria che aumentò il gettito delle imposte dirette e ridusse quello delle indirette. La politica del deficit spending entrò nella cultura economica ²² e la preoccupazione di un equilibrio di bilancio venne abbandonata.

Con un disavanzo pubblico in costante aumento, al finanziamento della Banca centrale (con creazione di base monetaria), si affiancò un aumento del debito pubblico sottoscritto dai cittadini. Per incentivare tale sottoscrizione il tasso di interesse avrebbe dovuto aumentare ma grazie a una manovra chiamata vincolo di portafoglio, esso rimase basso in quanto le banche furono costrette ad investire una determinata quota dei loro depositi in titoli. Per incentivare la sottoscrizione volontaria vennero creati dei nuovi titoli pubblici, i CCT ²³, che erano indicizzati ai tassi a brevi e fornivano quindi una maggiore protezione. Questa espansione del debito pubblico, che in questo decennio passò dal 41,81% al 55,91%, permise la nascita di un mercato per i titoli del debito pubblico.

Il finanziamento attraverso la Banca d'Italia, con l'emissione di nuova moneta, restò però dominante e i governi non furono incentivati a tenere sotto controllo il disavanzo perché si era garantiti sul suo finanziamento.

L'ESPLOSIONE DEL DEBITO PUBBLICO

Nel 1981 il Parlamento approvò una legge secondo la quale la Banca d'Italia non era più obbligata a sottoscrivere la quota di titoli pubblici di nuova emissione non collocata sui mercati. Si determinò quindi l'autonomia delle decisioni della Banca d'Italia da quelle del Tesoro per quanto riguardava il finanziamento del disavanzo pubblico. Se all'inizio degli anni settanta quasi la metà del disavanzo era finanziato dalla Banca centrale, alla fine degli anni ottanta questa percentuale si era ridotta a meno del 10%. Nel 1980 la Banca d'Italia deteneva quasi un quarto del debito pubblico, nel 1990 questo dato era pari a circa il 10% ²⁴.

Aumentò quindi il debito pubblico sottoscritto dai cittadini. Ciò significò costi maggiori per il pagamento degli interessi e per questo si pensò che i futuri governi avrebbero prestato maggiore attenzione al contenimento del disavanzo, ma ovviamente questo non accadde perché vi fu solo una modifica sul finanziamento dello stesso.

All'inizio degli anni ottanta una nuova crisi energetica provocò un rallentamento della congiuntura internazionale. Il prezzo del petrolio aumentò e il tasso di crescita del PIL in Italia scese dal 6% a valori prossimi allo zero tra il 1979 e il 1982. Negli anni successivi, fino al 1988, una ripresa economica mondiale favorì una nuova fase di espansione, con il PIL che crebbe fino al 4,1%.

Grazie a questo clima favorevole anche l'inflazione diminuì e passò dal 21,2% del 1980 al 14,7% del 1983. Inoltre un accordo tra governo e sindacati permise una migliore indicizzazione salariale e questo comportò un'ulteriore riduzione dell'inflazione, che nel 1987 era pari al 4,7%.

Negli anni ottanta la spesa pubblica, in particolare quella corrente per sanità, per previdenza e per aumento dell'occupazione nel settore pubblico, aumentò senza controllo. L'indebitamento netto del settore pubblico ²⁵ si aggirava intorno all'11% del PIL e in questo decennio il debito pubblico aumentò dal 55,91% al 94,80%.

La fase economica espansiva che avrebbe potuto aggiustare i conti pubblici non venne sfruttata, in quanto il problema del debito pubblico non preoccupava l'opinione pubblica e la classe politica.

²² Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3ª edizione 2012, pag. 82-83.

²³ Per maggiori approfondimenti si veda il paragrafo 3.2. Titoli di Stato.

²⁴ Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3ª edizione 2012, pag. 86.

²⁵ Per ulteriori approfondimenti si veda il capitolo 3. Composizione per strumenti del debito pubblico dal 1999.

ANNI NOVANTA: VERSO IL RIEQUILIBRIO E L'EURO

Il disavanzo primario ²⁶ si azzerò nel 1991, ma per via della spesa per interessi l'indebitamento netto era pari all'11,33% del PIL. Il rapporto tra debito pubblico e PIL aumentò ancora, arrivando fino al 115,09% nel 1993.

Nel 1992 l'Italia firmò il Trattato di Maastricht ²⁷, che tra i suoi obiettivi principali aveva quello di adottare una moneta unica a livello europeo. Vi erano però dei requisiti che dovevano essere rispettati da parte dei vari paesi per entrare nell'Unione Monetaria. Il disavanzo pubblico non doveva essere superiore al 3% del PIL e il debito pubblico avrebbe dovuto manifestare una tendenza alla riduzione verso il 60% del PIL. Con questo accordo ciascun paese rinunciava alla propria sovranità monetaria per affidarla a un'autorità sovranazionale (la futura BCE, Banca centrale europea) e veniva precluso quindi il finanziamento del debito pubblico da parte delle Banche centrali nazionali.

L'Italia si trovò quindi a dover affrontare il problema del disavanzo e del debito pubblico, che raggiungevano livelli nettamente maggiori rispetto agli altri paesi firmatari. Ad aggravare la situazione si aggiunse una crisi politica nazionale: il 1992 fu infatti l'anno di "tangentopoli" ²⁸. A causa della corruzione che derivò, l'Italia era vista come un paese poco credibile e le altre autorità monetarie non furono quindi disponibili a sostenerla. L'Italia dovette quindi nel 1992 uscire dal Sistema monetario europeo.

Il governo Amato ²⁹ iniziò quindi nel 1993 una manovra finanziaria per il riequilibrio di bilancio. La crisi del sistema politico però continuò e in quell'anno un referendum richiese una riforma elettorale. La nuova legge elettorale venne approvata dal successivo governo Ciampi ³⁰ e le successive elezioni politiche portarono nel 1994 alla vittoria del centro – destra di Silvio Berlusconi ³¹. Il governo cadde però prima di Natale e solo con il governo tecnico di Lamberto Dini ³² venne approvata una riforma pensionistica che si basava sul metodo contributivo ³³.

La spesa pubblica passò dal 56,6% del 1993 al 52,7% del 1995 e l'indebitamento netto scese al 7,38%, a fronte di un avanzo primario del 4,15%. Nel 1994 il rapporto tra il debito pubblico italiano e il PIL raggiunse quota 121,25%, ma da quell'anno cominciò a diminuire.

Nel 1996 il nuovo governo Prodi ³⁴, con Carlo Azeglio Ciampi a ministro del Tesoro, decise di raggiungere l'obiettivo del 3% del disavanzo sul PIL imposto dal Trattato di Maastricht, visto che

²⁶ Per ulteriori approfondimenti si veda il capitolo 3. Composizione per strumenti del debito pubblico dal 1999.

²⁷ Il Trattato di Maastricht, o trattato sull'Unione europea (TUE), firmato il 7 Febbraio 1992 ed entrato in vigore il 1 Novembre 1993, specifica i criteri politici ed economici per aderire all'Unione Economica e Monetaria (UEM).

I parametri fissati dal Trattato per adottare l'euro come moneta unica ed aderire all'UEM erano:

- Rapporto tra deficit pubblico e PIL non superiore al 3%.
- Rapporto tra debito pubblico e PIL non superiore al 60%.
- Tasso d'inflazione non superiore dell'1,5% rispetto a quello dei tre Paesi più virtuosi.
- Tasso d'interesse a lungo termine non superiore al 2% del tasso medio degli stessi tre Paesi.
- Permanenza negli ultimi 2 anni nello SME senza fluttuazioni della moneta nazionale (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=URISERV%3Axy0026>).

²⁸ Tangentopoli è un termine usato in Italia dal 1992 per definire un sistema diffuso di corruzione politica.

²⁹ Amato Giuliano (Torino 1938) giurista e uomo politico, più volte ministro e presidente del Consiglio dei Ministri.

³⁰ Ciampi Carlo Azeglio (Livorno 1920 – Roma 2016) uomo politico italiano, Presidente del Consiglio dei Ministri e della Repubblica.

³¹ Berlusconi Silvio (Milano 1936) imprenditore e uomo politico, più volte Presidente del Consiglio dei Ministri.

³² Dini Lamberto (Firenze 1931) economista e uomo politico, che è stato direttore generale della Banca d'Italia, capo del Governo e ministro del Tesoro.

³³ Con il metodo contributivo l'importo delle pensioni viene calcolato sui contributi effettivamente versati nel corso della vita lavorativa. Invece, con il metodo retributivo, la pensione viene calcolata come una media dei redditi degli ultimi anni di lavoro.

³⁴ Prodi Romano (Scandiano 1939) economista, dirigente industriale e uomo politico, è stato Presidente del Consiglio dei Ministri e della Commissione europea.

l'altro risultato del 60% del debito pubblico sul PIL non era possibile da raggiungere. Si sperava però che sarebbe bastato dimostrare la tendenza verso una sua riduzione.

Per raggiungere il primo obiettivo fu necessario adoperare un'imposta straordinaria per l'Europa, che comportò un aumento della pressione fiscale dal 41,6% al 43,7% del PIL tra il 1996 e il 1997, e fu impostato uno stretto controllo sulla spesa pubblica, in particolare su quella degli enti locali decentrati.

Il disavanzo del settore pubblico scese in un solo anno dal 6,92% al 2,66%, a fronte di un avanzo primario che aumentò dal 4,54% al 6,58% del PIL, grazie anche alla riduzione della spesa per interessi che passò dal 10,04% al 8,23% del debito pubblico. Anche il rapporto tra debito pubblico e PIL diminuì fino ad arrivare al 117,44%.

Nel 1998 l'effetto dell'imposta straordinaria finì, ma la riduzione delle spese per interessi e del debito pubblico sul PIL continuò, arrivando rispettivamente al 6,9% e al 115%.

Tra il 1990 e il 1999 l'inflazione ritornò su livelli accettabili e questo contribuì alla riduzione dei tassi di interesse.

2. DEBITO PUBBLICO NEL NUOVO MILLENNIO

Nel 2000 il governo Amato orientò la sua politica sul riequilibrio dei conti pubblici e sul rilancio dell'economia. Nell'ultimo decennio del secolo scorso infatti il tasso di crescita del PIL era diminuito notevolmente, arrivando a toccare persino valori negativi nel 1993, per giungere all'1,46% nel 1999.

Per rilanciare l'economia venne ridotta la pressione fiscale (dal 42,3% del PIL del 1998 al 41,6% del 2000), ma per non incidere negativamente sul bilancio venne diminuita anche la spesa pubblica (che passò dal 49% del PIL del 1998 al 46,2% del 2000). Nel 2000 si registrò così un avanzo primario del 5,29%, con un indebitamento netto che arrivò quasi ad azzerarsi. La spesa per interessi si ridusse tra il 1997 e il 2000 dal 8,23% al 5,91% del debito totale e anche il rapporto debito pubblico – PIL diminuì fino al 105,20%. Inoltre grazie a una congiuntura internazionale favorevole il PIL salì fino al 3,6%.

Nel 2001, con l'avvicinarsi delle elezioni, la politica del governo si fece più espansiva, con un aumento della spesa pubblica che arrivò a quota 48,1%, incremento dovuto principalmente a una maggiore spesa per investimenti pubblici che salì dal 2,6% al 4,1% del PIL in un solo anno.

Fu però necessario correggere il dato dell'indebitamento pubblico, troppo ancorato a spese di competenza rispetto a quelle effettive. Così il disavanzo nel 2001 raggiunse il 2,96% e il rapporto tra debito pubblico e PIL rimase prossimo a livelli intorno al 105%.

Le elezioni politiche del 2001 sancirono la vittoria del governo di centro – destra di Silvio Berlusconi. La politica del nuovo governo pensava che il solo orientamento al mercato (favorevole all'iniziativa imprenditoriale e alle privatizzazioni), accompagnato da una riduzione della pressione fiscale, bastasse per la crescita economica, comportando una riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL senza forzare troppo sul riequilibrio dei conti pubblici. Nella pratica questa manovra non ebbe grande successo e il tasso di crescita dell'economia diminuì dal 3,7% al 1,9% nel 2001.

L'attacco alle Torri Gemelle dell'11 settembre 2001 portò inoltre a un peggioramento della congiuntura internazionale e nel 2001 il tasso di crescita del PIL si ridusse fino allo 0,5%. L'avanzo primario continuò a diminuire e l'indebitamento netto a crescere e fu necessaria una manovra correttiva incentrata principalmente su entrate temporanee. Il governo era però riluttante a rinunciare alla promessa di ridurre la pressione fiscale, che scese tra il 2001 e il 2002 passando dal 41,3% al 40,8% del PIL ³⁵.

Tra il 2001 e il 2002 una caduta del peso delle spese per interessi comportò una riduzione del disavanzo dal 2,96% al 2,76% e il rapporto tra debito pubblico e PIL scese dal 104,69% al 101,36%.

³⁵ Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3a edizione 2012, pag. 100.

Non vi fu però un impegno sufficiente da parte del governo per rilanciare l'economia ³⁶. Esso continuò a puntare sulla riduzione della pressione fiscale, proponendo riforme come la riduzione delle aliquote IRPEF ³⁷ e dell'IRPEG ³⁸ che però rimasero solo sulla carta. La quota della spesa pubblica aumentò dal 47,4% al 48,6% tra il 2002 e il 2003, nonostante questo aumento fosse dovuto anche da una maggiore spesa per investimenti. La spesa per interessi in rapporto al debito totale continuava a diminuire passando dal 5,4% al 5,04%, ma nonostante ciò il disavanzo totale passò dal 2,76% al 3,35%. Il rapporto tra debito pubblico e PIL continuò però a ridursi arrivando a quota 99,30% del PIL nel 2003.

Nel 2004 il tasso di crescita del PIL fu pari all'1,2%, situazione migliore rispetto all'anno precedente, ma comunque peggiore rispetto alla media dell'area euro. Nel corso dell'anno la Commissione europea ³⁹ invitò l'Italia a intervenire in modo più deciso per evitare che il disavanzo totale superasse il 3% del PIL. La manovra del governo continuò però a incentrarsi su sanatorie fiscali e dismissioni immobiliari. A fronte di entrate temporanee si riscontrarono aumenti permanenti di spesa. L'avanzo primario si ridusse dall'1,56% all'1,19% tra il 2003 e il 2004 e il rapporto tra debito pubblico e PIL calò di pochissimo, passando dal 99,30% al 98,03%.

Nel 2005 il governo varò una nuova manovra fiscale, basata su limiti alla crescita della spesa pubblica corrente e su un'intensificazione delle dismissioni immobiliari, in quanto si propose di arrivare a un indebitamento netto pari al 2,7%. Purtroppo una crescita del PIL inferiore alle aspettative non permise di raggiungere questo obiettivo. Il Consiglio dell'Unione Europea ⁴⁰, a fronte della scarsa crescita dell'economia europea rispetto a quella mondiale, cercò di improntare il Patto di Stabilità ⁴¹ a una maggiore flessibilità. Nel luglio del 2005 fu quindi riconosciuto che l'Italia si trovava in una situazione non temporanea di disavanzo eccessivo e in considerazione della particolare debolezza della sua economia, venne accordato un termine di due anni per porre fine a tale situazione ⁴². Il 2005 si chiuse con un tasso di crescita nullo e con un azzeramento dell'avanzo primario. Il disavanzo pubblico, pari al 4,12%, superò per il terzo anno di fila il limite del 3% fissato dal Trattato di Maastricht e inoltre il debito pubblico iniziò a risalire, arrivando al 99,29%.

Nel 2006 il ministro dell'Economia Giulio Tremonti ⁴³ con una nuova manovra di bilancio ridusse di due terzi le spese e aumentò per il rimanente le entrate. Mancavano però riforme strutturali per incidere sulla riduzione della spesa corrente e per una maggiore efficienza degli enti pubblici.

In quest'ottica il nuovo governatore della Banca d'Italia Mario Draghi ⁴⁴ fece notare al governo che per riportare il disavanzo sotto il 3% e per ridurre l'incidenza del debito pubblico sul PIL occorrevano appunto opportune misure strutturali in grado di incidere sulla spesa corrente (in particolare sul sistema pensionistico e sull'efficienza dei servizi pubblici) e di stimolare la ripresa economica (tramite la promozione di una maggiore concorrenza e azioni per lo sviluppo del capitale umano).

³⁶ Una ricerca della Banca d'Italia osservò che la crescita del PIL potenziale si era ridotta dal 2,4% degli anni ottanta al 1,6% del periodo 1991 – 2003 a causa di una riduzione della produttività del lavoro che nel 2002-2003 era addirittura diminuita.

Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3a edizione 2012, pag. 100-101.

³⁷ L'IRPEF è un'imposta progressiva per scaglioni che colpisce il reddito delle persone fisiche.

³⁸ L'IRPEG è stata un'imposta sul reddito delle persone giuridiche fino al 2003, anno in cui è stata sostituita dall'IRES (Imposta sul reddito delle società).

³⁹ La Commissione europea è una delle principali istituzioni dell'Unione Europea, che vigila sull'applicazione da parte degli Stati membri dei Trattati e degli atti vincolanti adottati dalle istituzioni dell'UE.

⁴⁰ Il Consiglio dell'Unione Europea è una delle principali istituzioni dell'Unione Europea, formato dai rappresentanti degli Stati membri a livello ministeriale e contitolare del potere legislativo insieme al Parlamento europeo.

⁴¹ Il Patto di Stabilità e Crescita è un accordo, varato nel giugno 1997, più volte riformato ed infine trasformato nel Fiscal compact. Esso mira a garantire la disciplina di bilancio degli Stati membri della UE per evitare disavanzi pubblici eccessivi e contribuire così alla stabilità monetaria.

⁴² Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3a edizione 2012, pag. 103.

⁴³ Tremonti Giulio (Sondrio 1947) è un uomo politico italiano, più volte a capo del ministero dell'Economia e delle Finanze.

⁴⁴ Draghi Mario (Roma 1947) economista e banchiere italiano è stato Governatore della Banca d'Italia. È attualmente Presidente della Banca Centrale Europea (BCE).

Nella primavera del 2006 le elezioni politiche sancirono la vittoria del centro – sinistra di Prodi che impostò una manovra per l'anno successivo di circa 34 miliardi, basata per due terzi su maggiori entrate e per un terzo su minori spese. Per metà era indirizzata alla riduzione del disavanzo pubblico e per l'altra metà per il sostegno dell'economia. Il problema delle pensioni veniva invece rimandato all'anno successivo sulla base di un accordo da concludersi con i sindacati.

Grazie anche a una congiuntura internazionale favorevole la crescita del PIL in Italia fu pari a circa il 2%, dato però inferiore al 3% dell'area euro. L'indebitamento netto scese al 3,19% del PIL e l'avanzo primario salì all'1,24%. Il debito pubblico in rapporto al PIL continuava però a salire, passando dal 99,29% del 2005 al 100,28% del 2006.

Nel 2007 la crescita economica mondiale continuava a essere sostenuta ma vi fu un rallentamento della crescita delle economie avanzate e in particolare degli Stati Uniti, che vennero colpiti dai primi segnali della crisi finanziaria. Inoltre a causa dell'aumento del prezzo del petrolio e delle materie prime, l'inflazione dei paesi avanzati iniziò ad aumentare, ma la riduzione del tasso di crescita nell'Eurozona non fu tale da indurre la BCE ad intraprendere una politica monetaria volta a mantenere basso il tasso di inflazione. Nel 2007 in Italia però il tasso di crescita del PIL scese all'1,5% rispetto al 2% dell'anno precedente, ma nel contempo migliorò la situazione della finanza pubblica per un consistente aumento delle entrate e una riduzione delle spese pubbliche. Ciò permise di arrivare ad un indebitamento netto dell'1,44% a fronte di un rapporto debito pubblico – PIL in diminuzione (97,52% del PIL). Grazie a questi miglioramenti la Commissione europea decise di abrogare la procedura per disavanzi eccessivi iniziata nei confronti dell'Italia nel 2005 ⁴⁵.

Il governo decise quindi di improntare una manovra per l'anno successivo per sostenere la crescita economica, con riduzione delle entrate e aumento delle spese, ma questa intenzione si rivelò vana per lo scoppio della crisi globale ⁴⁶.

Questa congiuntura negativa portò in Italia ad riduzione tasso di crescita del PIL dell'1% nel solo 2008. Il governo cadde e le nuove elezioni segnarono il ritorno di Silvio Berlusconi. Il suo governo abolì l'ICI (Imposta Comunale sugli Immobili) sulla prima casa e impostò una manovra per il 2009 per ridurre il disavanzo basata per due terzi su aumenti di entrate e per un terzo su riduzioni delle spese. Le riduzioni di spese che avrebbero comportato interventi strutturali vennero però rimandate al biennio 2010-2011.

Tali aspettative non vennero però rispettate: nel 2008 la spesa pubblica aumentò di un punto percentuale arrivando al 49,4%, aumento in parte dovuto a un maggiore spesa per interessi che era

⁴⁵ Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3a edizione 2012, pag. 106.

⁴⁶ La crisi dei mutui subprime iniziò nel corso del 2008, quando due importanti imprese americane, che emettevano titoli garantiti dal governo per acquistare mutui e titoli garantiti da mutui, avevano accumulato una leva finanziaria (ovvero il rapporto tra debito e capitale proprio) eccessiva (pari a 40 a 1) e si trovavano sull'orlo del fallimento. Solo una nazionalizzazione evitò pesanti ripercussioni sui mercati finanziari di tutto il mondo.

Nel settembre dello stesso anno anche la Lehman Brothers, una grande banca d'investimento americana, era in crisi, ma venne lasciata fallire per dare un segnale contro il comportamento irresponsabile delle istituzioni finanziarie che si indebitavano eccessivamente nella speranza che qualcuno le avrebbe salvate. Il fallimento della Lehman Brothers ebbe effetti a cascata sull'intero mercato, creando una crisi sistemica. Cadde la Aig (American Insurance Group) che non riusciva a far fronte alle sue obbligazioni in termini di garanzie assicurative sui fallimenti (i cosiddetti Cds, Credit Default Swap). Questi Cds erano stati acquistati soprattutto dalle banche e quindi per evitare ulteriori crolli, l'Aig venne nazionalizzata.

La crisi finanziaria si diffuse rapidamente a livello internazionale perché molte banche in Europa avevano investito negli stessi titoli che avevano provocato la crisi negli USA. Fu necessario così un intervento sia della Federal Reserve che della BCE per immettere nel sistema la liquidità necessaria per far fronte alla paralisi nel mercato monetario. Questa manovra non fu però sufficiente e la crisi si evolse da finanziaria ad economica, portando ad una caduta del tasso di crescita nell'economia mondiale. Molti governi sia in Europa che nel mondo decisero così di adottare politiche di bilancio espansive, per stimolare in qualche modo la crescita economica.

Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3a edizione 2012, pag.107-108.

superiore al 5% del debito pubblico. L'indebitamento netto fu pari al 2,61% e il rapporto debito pubblico – PIL tornò a salire, passando dal 97,52% al 100,24% tra il 2007 e il 2008.

Nel 2008 la situazione economica mondiale andò peggiorando e l'Italia, come il resto dell'area euro, entrò in recessione ⁴⁷. Il Consiglio europeo ⁴⁸ approvò politiche di bilancio espansive per rilanciare l'economia che avrebbero portato ad aumenti del disavanzo pubblico. L'Italia decise di contrastare la fase avversa senza però toccare il disavanzo. Il governo varò così decreti per aumentare le spese a sostegno di famiglie ed imprese che dovevano essere coperte con aumenti di entrata.

Nelle seconda parte del 2009 cominciarono a manifestarsi nell'economia mondiale segnali di ripresa, anche se la caduta del Prodotto Interno Lordo fu evidente. L'Italia segnò infatti una riduzione del PIL di circa cinque punti percentuali, con una calo di addirittura il 20% delle esportazioni. L'indebitamento netto salì al 5,14% e si passò a un disavanzo primario dello 0,6%. Il rapporto tra debito pubblico e Pil salì dal 100,24% del 2008 al 110,60% del 2009.

Nel corso del 2010 le agenzie di rating iniziarono a declassare paesi come la Grecia e il Portogallo ⁴⁹ e il Consiglio europeo cercò di creare meccanismi ⁵⁰ per sostenere i paesi membri in difficoltà, grazie anche ad una partecipazione con il Fondo monetario internazionale ⁵¹. All'inizio di maggio la BCE decise inoltre di avviare un piano di acquisto sul mercato secondario (e quindi non di nuova emissione) di titoli del debito pubblico di paesi membri, noto come Securities Market Program. A livello internazionale si diffusero inoltre preoccupazioni in quanto per sostenere la ripresa economica aumentarono notevolmente i disavanzi pubblici. Vennero così presi impegni per ricercare un "consolidamento fiscale" delle politiche di bilancio, data da una riduzione dei disavanzi e da una stabilizzazione del rapporto debito pubblico – PIL. L'Italia adottò quindi una manovra di questo tipo basata per due terzi su riduzioni della spesa (degli enti locali, per previdenza e dei ministeri) e per un terzo su maggiori entrate (grazie a misure per contrastare l'evasione fiscale).

Nel frattempo il differenziale tra i tassi di interesse dei titoli di Stato decennali italiani (BTP) ⁵² e il corrispondente titolo tedesco (BUND), noto come spread, saliva non tanto per l'aumento dei tassi sui titoli italiani, ma per la riduzione di quelli sui titoli tedeschi, nei confronti dei quali si intensificava la domanda degli investitori ⁵³. A fronte delle continue difficoltà dei debiti sovrani di vari paesi dell'area euro si decise inoltre di creare un nuovo meccanismo a supporto delle crisi dei paesi membri, l'European Stability Mechanism (ESM), che avrebbe dovuto sostituire l'EFSF dal 2013.

Complessivamente nel 2010 in Italia si registrò una crescita dell'economia inferiore alla media dell'area euro e pari all'1,3%. Il disavanzo pubblico si abbassò dal 5,14% al 4,25% tra il 2009 e il 2010 ma nonostante questo il rapporto tra debito pubblico e PIL salì dal 110,60% al 113,48%.

Il 24 marzo 2011 i governi europei rafforzarono il Patto di stabilità e di crescita impegnandosi:

- a ridurre il disavanzo del 0,5% del PIL ogni anno per i paesi con un indebitamento netto superiore al 3%.
- a ridurre il debito pubblico del 5% del PIL ogni anno per i paesi con valore superiore al 60%.

⁴⁷ La recessione è un termine economico che indica una flessione dello sviluppo o addirittura un regresso dell'economia che se duraturo può portare a una depressione.

⁴⁸ Il Consiglio europeo è un istituzione dell'Unione Europea, con funzioni di indirizzo politico.

⁴⁹ La declassazione avvenne in quanto era aumentato il premio per il rischio per la sottoscrizione di titoli del debito pubblico di questi paesi. Questo aumento veniva a sua volta rivelato dal premio sui Credit Default Swap: l'aumento del premio su questi titoli assicurativi segnava un aumento della rischiosità del debito sovrano del paese emittente.

⁵⁰ Venne creato lo European Financial Stability Facility (EFSF), che avrebbe potuto finanziarsi sul mercato emettendo titoli garantiti dai paesi dell'area euro.

⁵¹ Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) è un istituto che ha l'intento di promuovere la cooperazione monetaria internazionale, facilitare la crescita economica ed aiutare gli Stati membri a correggere temporanei squilibri nella bilancia dei pagamenti

⁵² Per ulteriori approfondimenti si veda il paragrafo 3.2. Titoli di Stato.

⁵³ Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3^a edizione 2012, pag. 114.

Nel corso del 2011 il governo italiano approvò un decreto legge che si poneva l'obiettivo di arrivare al pareggio di bilancio nel 2014, ma nel frattempo lo spread tra i titoli italiani e quelli tedeschi continuò ad aumentare. La BCE nel frattempo per alleviare le tensioni sul debito pubblico dei paesi in difficoltà riprese gli acquisiti di titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona ⁵⁴ sul mercato secondario.

L'Europa chiese all'Italia un'azione più credibile per il risanamento dei conti pubblici e con un nuovo decreto legge il paese si impegnò ad anticipare il pareggio di bilancio al 2013, tramite aumenti di entrate (aumento dell'IVA ⁵⁵, dell'IRES sulle società del settore energetico, dell'IRAP ⁵⁶ per banche e imprese assicurative ecc.). Solo nel 2013 – 2014 venne prevista però la riduzione delle spese pubbliche.

Queste misure non suscitarono credibilità tra gli investitori e lo spread continuò a salire. Il governo rassegnò le dimissioni ed il Presidente della Repubblica Giorgio Napolitano ⁵⁷ nominò un governo tecnico presieduto da Mario Monti ⁵⁸ che approvò una manovra fiscale per complessivi 49 miliardi di euro (il cosiddetto decreto Salva - Italia), basata principalmente su aumenti di entrate (come l'aumento dell'IVA e delle accise). Vennero anche previste riduzioni fiscali a favore delle imprese per favorire la crescita e l'occupazione. Inoltre vi fu una riforma delle pensioni: il metodo contributivo venne esteso pro rata a tutti i lavoratori e si innalzarono i requisiti di pensionamento. Nel 2011 in Italia il PIL aumentò di solo lo 0,4%, con una riduzione del disavanzo pubblico che passò dal 4,25% del 2010 al 3,48%, ma il rapporto debito pubblico – PIL salì arrivando al 115,36%.

A livello europeo venne inoltre deciso di anticipare al 2012 l'entrata in funzione dell'ESM: esso potrà acquistare titoli di Stato sia di nuova emissione sia sul mercato secondario, previa autorizzazione dell'85% degli Stati membri. Alla BCE il nuovo governatore Mario Draghi sostenne i debiti dei paesi dell'area euro in difficoltà acquistando titoli sul mercato secondario e inoltre ampliò la liquidità delle banche.

Nonostante tutto questo, lo spread tra i titoli italiani e quelli tedeschi aumentò ancora arrivando a gennaio 2012 a 531 basic points e l'agenzia di rating Standard & Poor's annunciò così il declassamento del debito italiano da A a BBB+. Il governo approvò così una manovra per eliminare gli ostacoli strutturali che minavano alla ripresa economica. A marzo 2012 lo spread diminuì fino a 300 bps, per ritornare sopra i 400 punti ad aprile.

Il 30 gennaio 2012 il Consiglio europeo approvò la bozza del Fiscal Compact, che dal 2013 entrò a regolare le politiche di bilancio dei paesi membri, in base al quale ci si impegnò:

- a raggiungere il pareggio di bilancio (clausola che dovette essere inserita nelle varie Costituzioni ⁵⁹): il rapporto tra deficit e PIL non dovrà essere superiore allo 0,5%.
- a ridurre di un ventesimo all'anno la parte di debito pubblico che supera il 60%.

Vennero però inserite delle attenuanti per valutare le situazioni economiche dei singoli paesi.

A febbraio 2012 la BCE immise liquidità per 530 miliardi di euro, con prestiti al sistema bancario dell'Eurozona a basso tasso di interesse (1%), con la speranza che le banche aumentassero il credito al settore industriale e dei servizi. Vi era però il rischio che le banche investissero in titoli del debito pubblico, anche a fronte di una pressione da parte dei governi.

⁵⁴ L'Eurozona è l'insieme dei paesi dell'Unione Europea che utilizzano l'euro come moneta comune.

⁵⁵ L'IVA (Imposta sul Valore Aggiunto) è l'imposta indiretta sugli scambi e sui consumi.

⁵⁶ L'IRAP è l'Imposta Regionale sulle Attività Produttive, che permette di attribuire un gettito abbastanza rilevante alle Regioni.

⁵⁷ Napolitano Giorgio (Napoli 1925) uomo politico italiano, è stato per due mandati Presidente della Repubblica.

⁵⁸ Mario Monti (Varese 1943) economista, è stato Presidente del Consiglio dei Ministri.

⁵⁹ Il nuovo art. 81 della Costituzione italiana ai commi 1, 2 e 3 recita "Lo Stato assicura l'equilibrio tra le entrate e le spese del proprio bilancio, tenendo conto delle fasi avverse e delle fasi favorevoli del ciclo economico. Il ricorso all'indebitamento è consentito solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, al verificarsi di eventi eccezionali. Ogni legge che importi nuovi o maggiori oneri provvede ai mezzi per farvi fronte."

In Italia il governo Monti varò misure per la semplificazione fiscale e continuò la strada delle privatizzazioni e delle liberalizzazioni (con l'introduzione del pagamento dell'IMU sulle attività commerciali della Chiesa). A fine marzo venne modificato l'articolo 18 dello Statuto dei Lavoratori ⁶⁰ e il 17 aprile il DDL contenente il pareggio di bilancio divenne norma costituzionale (art. 81 Cost.). In maggio venne approvato il DDL di revisione del Fiscal compact.

Tra il 2011 e il 2012 lo spread raggiunse i livelli più alti dall'inizio della crisi, con valori che superavano anche i 500 punti base e solo nella seconda metà del 2012 vi fu una riduzione. Nel frattempo a seguito della crisi finanziaria in Grecia la BCE impose politiche monetarie per respingere le spinte speculative sull'euro.

Tutte queste manovre e l'aumento delle entrate (che aumentarono del 2,5% in un anno, in particolare per maggiori imposte sul reddito) contribuirono a ridurre il disavanzo dal 3,48% al 2,95% tra il 2011 e il 2012, ma vi fu una contrazione del PIL del 2,8%, dato peggiore solo al 2009 (anno in cui avvenne una diminuzione del 5,5%). Il rapporto tra debito pubblico e PIL anche per questo aumentò fino al 122,29% (occorre però considerare che parte di questo aumento è da attribuire al contributo dell'Italia all'EFSF e all'ESM ⁶¹).

La legge di stabilità ⁶² approvata a fine anno prevedeva:

- il raggiungimento del pareggio di bilancio entro la fine del 2014 come stabilito dagli accordi europei.
- la riduzione delle aliquote IRPEF e l'aumento dell'IVA (dal 21% al 22%).
- nuove regole della "spending review" ⁶³ che avevano già consentito un risparmio di 4,4 miliardi di euro per il 2012.
- un taglio del fabbisogno sanitario nazionale per complessivi 1,5 miliardi di euro.
- l'introduzione di una tassa sulle transazioni finanziarie, con esclusione dei titoli di Stato (provvedimento che si ispira alla Tobin Tax ⁶⁴).
- lo stanziamento di un fondo per 100 milioni di euro a favore degli "esodati".
- lo stanziamento di nuove risorse per le ferrovie e le strade (aumenta quindi la spesa per investimenti).
- l'attuazione di opportune modifiche per l'entrata in vigore dell'IMU (Imposta Municipale Unica).

Mario Monti si dimise subito dopo l'approvazione della legge finanziaria e le nuove elezioni del 2013 segnarono l'avvento al governo di Enrico Letta ⁶⁵. Il nuovo Presidente del Consiglio dei Ministri cercò di rilanciare l'economia italiana con opportuni decreti anticrisi. Venne sospesa la rata di giugno per il pagamento dell'IMU e solo a fine luglio venne approvato l'aumento dell'IVA dal 21% al 22%.

Lo spread intanto continuò a diminuire scendendo sotto i 300 punti base, mentre il disavanzo si mantenne circa ai livelli dell'anno precedente (2,93%). Nel 2013 la crescita rimase debole, con il tasso di crescita del PIL che calò ancora dell'1,7% e il rapporto debito pubblico/PIL che nel 2013 salì ulteriormente al 128,25%. Nell'economia mondiale si verificò un rallentamento delle economie emergenti, con una riduzione del costo delle materie prime, e ciò fece sperare in una maggiore ripresa per il 2014.

⁶⁰ L'articolo 18 dello Statuto dei Lavoratori indica i diritti per chi viene licenziato in maniera illegittima (per discriminazione e mancanza di giusta causa o giustificato motivo) e decida di fare ricorso al giudice. Con la riforma Fornero del 2012 sono state modificate le procedure e le giustificazioni per il licenziamento.

⁶¹ Per maggiori informazioni si veda il Rapporto annuale 2013 dell'ISTAT disponibile su <http://www.istat.it/it/files/2013/05/cap1.pdf>.

⁶² Per la legge di stabilità 2013 si veda: http://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Legge_di_stabilit/2013/Legge_di_Stabilitx_2013_Testo.pdf.

⁶³ La spending review riguarda le regole per la revisione della spesa pubblica.

⁶⁴ La Tobin Tax è una tassa proposta nel 1972 da J. Tobin per penalizzare le transazioni finanziarie puramente speculative.

⁶⁵ Letta Enrico (Pisa 1966) uomo politico italiano, è stato Presidente del Consiglio dei Ministri.

La legge di stabilità ⁶⁶ di fine anno prevedeva:

- interventi per 11,6 miliardi per il 2014.
- sgravi fiscali per 3,7 miliardi di euro.
- taglia alla spesa e nuovi interventi fiscali per recuperare 8,6 miliardi di euro.
- tagli del cuneo fiscale con la riduzione dell'IRPEF e dell'IRAP.
- un aumento della spesa per investimenti per finanziarie trasporti e infrastrutture.

A seguito di contrasti con il partito, Letta si dimise e al suo posto ad inizio 2014 salì all'esecutivo Matteo Renzi ⁶⁷. Venne approvato il decreto che abolì il finanziamento pubblico ai partiti e una riduzione del carico fiscale di 80 euro per chi guadagna meno di 1500 euro al mese, tramite un credito di imposta, operativo da maggio 2014. Vennero anche varati decreti per il rilancio e lo sviluppo delle imprese.

Nel frattempo la Banca Centrale Europea, per incentivare la circolazione della liquidità, portò il tasso di interesse sui depositi delle banche presso l'Eurosistema ⁶⁸ a valori negativi (-0,1%). Venne, inoltre, ridotto allo 0,05% il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali ⁶⁹ e varata la prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine ⁷⁰, che permise un'erogazione di 83 miliardi alle banche a tasso prossimo allo zero (con il vincolo di utilizzo per prestiti a imprese e famiglie).

A fine 2014 lo spread era inferiore ai 200 punti base, il deficit salì di poco fino al 3,04% e il rapporto tra debito e PIL arrivò a quota 131,91%.

La legge di stabilità ⁷¹ approvata a fine anno prevedeva:

- la conferma del bonus degli 80 euro.
- la riduzione del carico fiscale IRAP sulle imprese per complessivi 5 miliardi tramite la possibilità di dedurre integralmente il costo del lavoro.
- l'istituzione di un "fondo famiglia" per 500 milioni di euro per aiutare le famiglie monoreddito.
- un congelamento delle tasse per ridurre la pressione fiscale sulle famiglie.
- politiche a sostegno della ripresa economica e della competitività.

Nel 2015 continuò la discesa dello spread che si assestò a valori intorno ai 150 bps e venne approvata la nuova legge elettorale nota come Italicum ⁷². La BCE si impegnò in operazioni di aumento della liquidità, con l'obiettivo di far salire il tasso di inflazione nell'Eurozona fino al 2%, per migliorare gli equilibri monetari e la sostenibilità dei debiti sovrani.

A fine anno venne approvata la legge di stabilità ⁷³ che prevedeva, fra l'altro:

- interventi per 35,4 miliardi per portare il rapporto deficit/PIL al 2,4%.
- l'eliminazione della TASI (Tasso sui Servizi Indivisibili) sulla prima casa.

⁶⁶ Per la legge di stabilità 2014 si veda: http://www.rgs.mef.gov.it/_Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Legge_di_stabilit/2014/Legge_di_Stabilitx_2014_Testo.pdf.

⁶⁷ Renzi Matteo (Firenze 1975) uomo politico italiano, attuale Presidente del Consiglio dei Ministri.

⁶⁸ L'Eurosistema è formato dalle banche centrali dell'area dell'euro ed è quindi costituito dalla Banca Centrale Europea e dalle banche centrali nazionali degli Stati la cui valuta è l'euro. Esso ha come obiettivo principale la stabilità dei prezzi.

⁶⁹ Le operazioni di rifinanziamento principale sono operazioni temporanee messe in atto dalla BCE con le quali viene immessa liquidità nel sistema. Forniscono la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario e consistono nella fissazione di un tasso minimo di offerta che funge da segnale al mercato dell'orientamento della politica monetaria a breve termine.

⁷⁰ Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine forniscono liquidità a più lungo termine alle controparti autorizzate ad interagire con la BCE, ma non sono utilizzate per inviare segnali al mercato.

⁷¹ Per la legge di stabilità 2015 si veda: http://www.rgs.mef.gov.it/_Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Legge_di_stabilit/2015/Legge_di_Stabilita_2015.pdf.

⁷² L'Italicum è il nome dato alla nuova legge elettorale italiana del 2015 proposta dal governo Renzi.

⁷³ Per la legge di stabilità 2016 si veda: http://www.rgs.mef.gov.it/_Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Legge_di_stabilit/2016/legge_di_stabilita_2016.pdf.

- l'adozione di misure per rilanciare le imprese.
- la previsione di provvedimenti di tutela per i piccoli risparmiatori.
- la riduzione del canone RAI e la semplificazione della dichiarazione dei redditi.
- misure sulla spending review per complessivi 5 miliardi che riguardano sanità e spese della pubblica amministrazione.

L'ammontare di debito pubblico a fine 2015 ha raggiunto la cifra di 2.163.890,86 milioni di euro (pari al 132,24%) con un aumento di circa 600.000 milioni di euro dal 2007, anno in cui il rapporto con il PIL era arrivato al 97,52% e sembrava in forte discesa nel rispetto degli obiettivi stabiliti dal Trattato di Maastricht. La riduzione della crescita economica dovuta alla crisi e il susseguirsi di politiche espansive per rilanciarla non ha fatto altro che incrementare questo valore.

3. COMPOSIZIONE PER STRUMENTI DEL DEBITO PUBBLICO DAL 1999

Il debito delle Amministrazioni pubbliche ⁷⁴ è definito dall'art. 104 del Trattato di Maastricht ⁷⁵ come *“il debito lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori della pubblica amministrazione”*. Per debito pubblico s'intende quindi, in base al principio della prudenza, la somma di passività al lordo di eventuali attività che ne possano ridurre l'ammontare ⁷⁶.

Le passività sono rappresentate dalle uscite del bilancio pubblico ⁷⁷ che costituiscono la spesa pubblica. Essa si divide in:

- spesa pubblica corrente: rappresentata dalla spesa per l'acquisto di beni e servizi e per trasferimenti pubblici (come le prestazioni sociali e gli interessi pagati ai detentori dei titoli del debito pubblico esistente).
- spesa per investimenti pubblici (come per esempio la spesa per la costruzione di opere pubbliche).

Le attività, ovvero le entrate, sono rappresentate da:

- imposte dirette o indirette.
- contributi sociali.
- entrate in conto capitale che derivano dalla vendita del patrimonio pubblico.

La differenza tra uscite e entrate del bilancio pubblico costituisce il disavanzo pubblico totale (o indebitamente netto delle amministrazioni pubbliche). Il disavanzo primario è invece pari alla

⁷⁴ In base alle regole della contabilità nazionale tale settore raggruppa le unità istituzionali, le cui funzioni principali consistono nel produrre servizi non destinabili alla vendita e nell'operare una redistribuzione del reddito e della ricchezza. Essa si articola in tre sottosettori:

- Amministrazioni centrali che comprendono quelle istituzioni che estendono la loro competenza su tutto il territorio del Paese (Stato, Organi Costituzionali ecc.).
- Amministrazioni locali che comprendono quelle unità la cui competenza è limitata a una sola parte del territorio (Regioni, Province, Comuni, Università ecc.).
- Enti di previdenza e assistenza che comprendono gli enti la cui attività principale consiste nell'erogare prestazioni sociali attraverso contributi generalmente a carattere obbligatorio come l'INPS, INAIL ecc.

(Banca d'Italia, Serie storiche del debito delle amministrazioni pubbliche, anno XVIII Numero 73 – 11 Dicembre 2008 disponibile su https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/sistema-informativo-statistico/metodologia/suppl_73_08.pdf#page=1&zoom=auto,-107,842).

⁷⁵ Per ulteriori approfondimenti si richiama a quando visto in precedenza nel paragrafo *Anni novanta: verso il riequilibrio e l'euro* del capitolo 1. Debito pubblico dall'Unità d'Italia agli anni 2000.

⁷⁶ https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/sistema-informativo-statistico/metodologia/suppl_73_08.pdf#page=1&zoom=auto,-107,842

⁷⁷ Il bilancio pubblico è il bilancio di quell'insieme di enti pubblici chiamato “amministrazioni pubbliche” e costituito dalle amministrazioni dello Stato, dalle amministrazioni locali e dagli enti di previdenza.

Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3ª edizione 2012, pag. 12.

Luciano Munari, *Strumenti finanziari e creditizi*, McGraw-Hill Education, 3ª edizione 2015.

differenza tra spese pubbliche (senza considerare gli interessi sul debito pubblico) e le entrate pubbliche.

Nel grafico della Fig. 4 viene rappresentata l'evoluzione del debito pubblico/PIL dal 1980.

Fin dai primi anni novanta il debito pubblico italiano è aumentato in maniera vertiginosa, passando da circa il 55% al 120% tra il 1980 e il primi anno novanta. La firma del Trattato di Maastricht, con i vincoli da esso imposto, ha portato a una riduzione di questo rapporto, che nel 1999, anno di partenza della nostra analisi, era già calato fino al 110,32% del PIL. Con il nuovo secolo i governi hanno continuato su questa strada, per cercare di arrivare al 60% del PIL come previsto dal Trattato sull'Unione Europea. Nel 2003 il rapporto scendeva sotto il 100%, arrivando a fine 2007 al 97,52%, ai minimi storici degli ultimi anni vent'anni. Lo scoppio della crisi globale dell'anno successivo, con la contrazione del tasso di crescita del PIL del 5,5%, ha portato però a un'inversione del trend che a fine 2009 è arrivato al 110,60% del PIL. Le politiche espansive degli anni successivi, accompagnate da una riduzione del PIL e da una non facile ripresa economica, non hanno fatto altro che continuare a incrementare questo rapporto, che tra il 2014 e il 2015 ha superato il 130% del PIL, con il debito pubblico che nel secondo trimestre del 2015 ha toccato la cifra record di 2.195.469,17 milioni di euro.

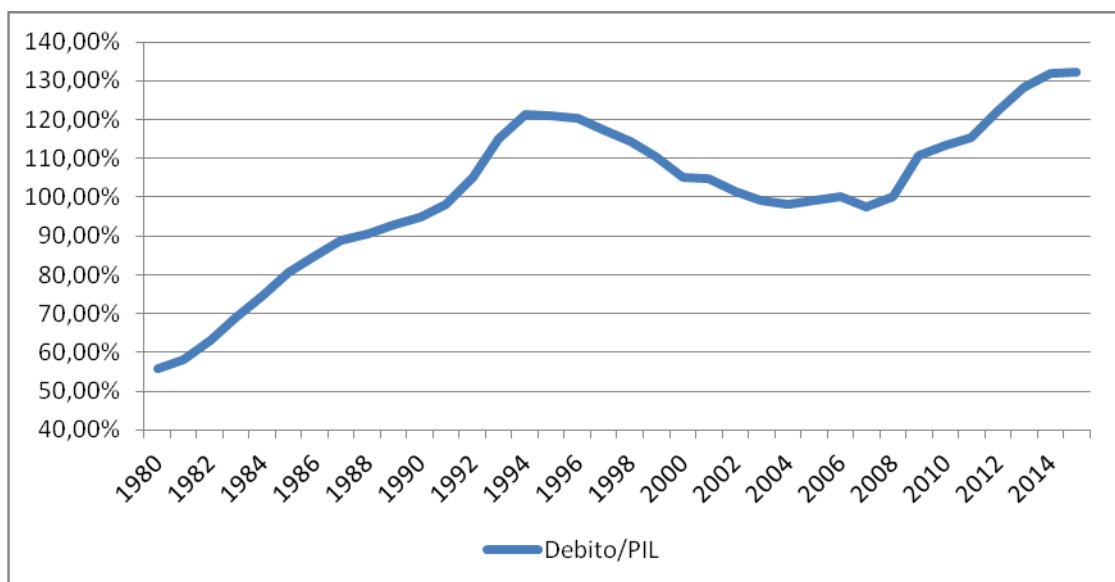


Fig. 4: Rapporto debito/PIL tra il 1980 e il 2015, utilizzando le fonti di cui in Fig. 1 e Fig. 2.

Il disavanzo/PIL e il Saldo primario/PIL hanno seguito gli andamenti che sono rappresentati in Fig. 5.

Dal grafico della Fig. 5 si può osservare come dal 1981 al 1992 il rapporto tra indebitamento netto e PIL si trovava su percentuali maggiori al 10%. La necessità di rispettare gli obiettivi del Trattato di Maastricht per adottare l'euro, con un disavanzo totale sul PIL che non deve essere maggiore del 3%, ha portato i vari governi ad effettuare opportune manovre correttive. Nel 1997 per la prima volta si riuscì a rispettare questo vincolo, con il deficit che rappresentava il 2,7% del PIL. Nel 1999 il valore scendeva ulteriormente al 2% e nel 2000 si portava su livelli prossimi allo zero (0,91%). Dal 2001 al 2006 si è verificata però un'inversione di questa tendenza, per manovre che non riuscivano a portare ad un'efficace crescita economica. Nel 2008, dopo che nel 2007 l'indebitamento netto sul PIL sembrava essere ritornato a valori che rispettassero i vincoli europei, lo scoppio della crisi economica ha di nuovo invertito il trend. Negli anni immediatamente successivi, le politiche di bilancio espansive per rilanciare l'economia non facilitarono l'impegno e solo nel 2013 ci si è riportati su valori inferiori al 3%, con il rapporto deficit/PIL che a fine 2015 era pari al 2,60%. Nonostante questo alla stessa data il debito pubblico sul PIL non accennava a diminuire, arrivando a toccare il 132,24% del PIL.

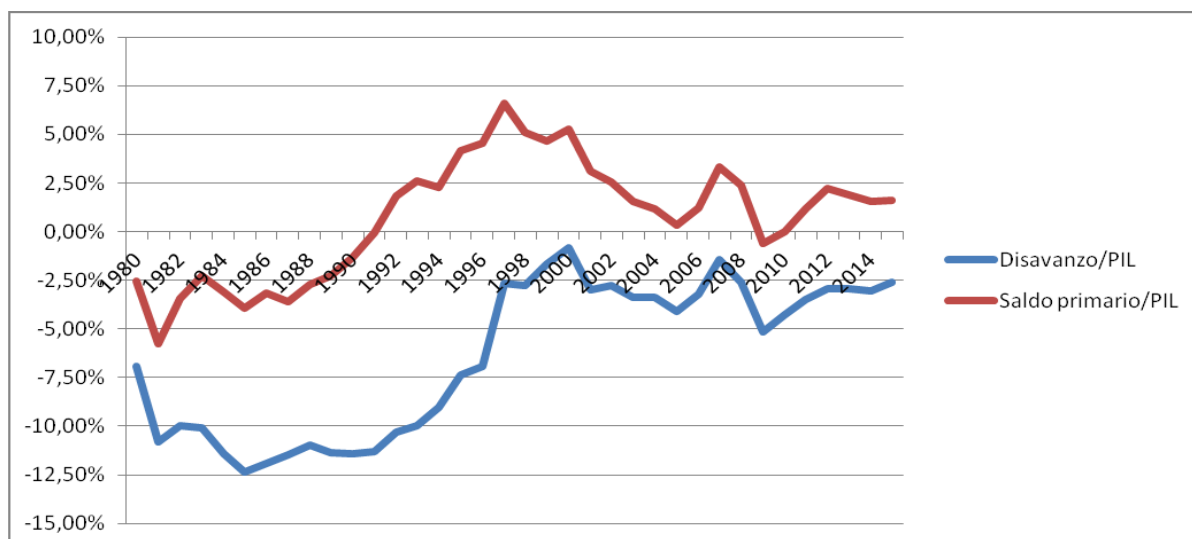


Fig. 5: *Indebitamento netto e saldo primario in rapporto al PIL a confronto negli anni 1980-2015*, elaborazione su dati Istat dal 1980 al 2009 (http://www3.istat.it/dati/catalogo/20120118_00/cap_12.pdf) e Ameco dal 2010 al 2015 (http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm).

Come si può inoltre notare dal grafico della Fig. 5 il saldo primario, ovvero la differenza tra entrate e uscite (senza considerare in queste la spesa per interessi), con la firma del Trattato di Maastricht e la forte riduzione della spesa per interessi ⁷⁸ ha subito una spinta verso un risultato positivo. Nel 1992 si segna infatti un avanzo primario pari all'1,84% del PIL, percentuale che nel 1997 è pari al 6,58%. Da quel momento, a causa anche di una limitata crescita economica, si segna una leggera discesa di tale rapporto fino al 2005, anno in cui il valore si avvicina allo zero. Nei due anni successivi sembra che si assista a nuova crescita del saldo primario (che nel 2007 risale al 3,35% del PIL), ma la crisi globale ne determina un'ulteriore caduta nel 2009, anno in cui si torna a un disavanzo primario (pari allo 0,60%). L'anno successivo il saldo primario torna, seppur di poco, positivo e fino al 2015 si assiste a una crescita con valori che si stabilizzano su livelli intorno all'1,5-2%.

In base alle regole del Manuale del SEC95 sul disavanzo e sul debito, si ha che quest'ultimo è pari alla somma delle passività classificate nelle seguenti categorie di strumenti finanziari:

- *Monete, biglietti e depositi.*
- *Titoli diversi dalle azioni con esclusione degli strumenti finanziari derivati.*
- *Prestiti.*

Dal 1999 la composizione del debito pubblico italiano ha subito più variazioni in base alle esigenze di governo, alle situazioni del mercato dei capitali e agli interventi di ristrutturazione, come si può vedere da quanto in Fig. 6. Di seguito si analizzano le sopracitate categorie di strumenti finanziari nel tempo.

⁷⁸ Per maggiori approfondimenti si veda il paragrafo 4. La spesa per interessi, il tasso medio di interesse e i detentori dei titoli di Stato.

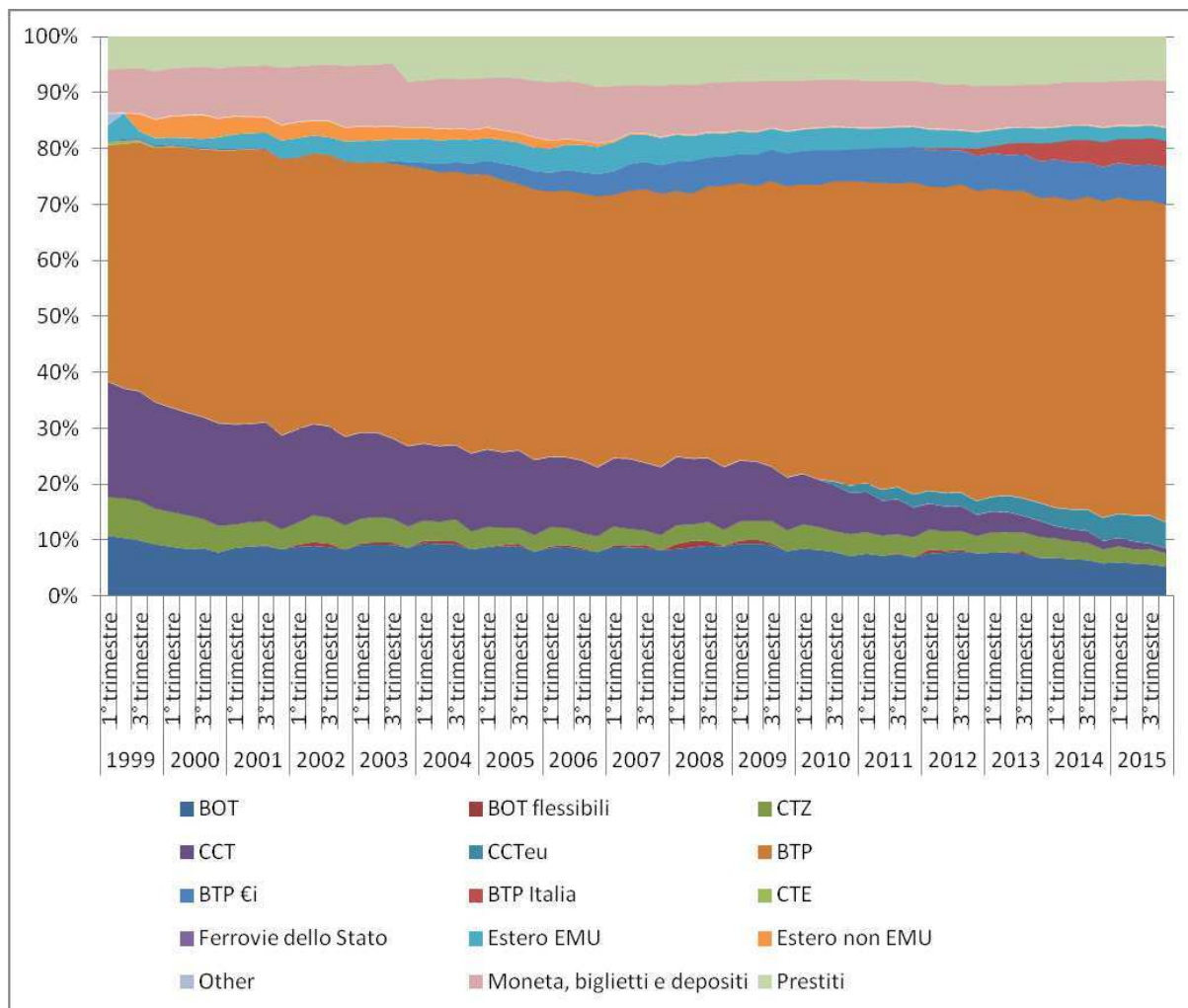


Fig. 6 : *Composizione trimestrale per strumenti del debito pubblico italiano dal 1999 al 2015, elaborazione su dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro – e della Banca d'Italia (in Allegato 1).*

3.1. MONETE, BIGLIETTI E DEPOSITI

Nello strumento Monete, biglietti e depositi sono inclusi:

- La *raccolta postale* composta da: conti correnti postali, libretti postali e buoni postali.
- La *circolazione di Stato* che comprende: biglietti e monete di Stato al netto delle giacenze presso il Tesoro e la Banca d'Italia, buoni di cassa dello Stato ecc. Non viene inclusa la cosiddetta circolazione per conto del commercio, costituita da biglietti emessi dagli istituti di emissione per conto proprio, poiché rappresenta una passività degli istituti di emissione ⁷⁹.
- I *depositi in numerario di terzi presso la Cassa depositi e prestiti*.
- I *depositi di terzi presso la Tesoreria dello Stato*, costituiti dalle disponibilità liquide di soggetti che, pur non essendo inclusi nel settore delle Amministrazioni pubbliche, depositano

⁷⁹ Banca d'Italia, Serie storiche del debito delle amministrazioni pubbliche, anno XVIII Numero 73 – 11 Dicembre 2008 disponibile su https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/sistema-informativo-statistico/metodologia/suppl_73_08.pdf#page=1&zoom=auto,-107,842.

(liberamente o per obbligo di legge) somme di denaro in conti correnti di tesoreria a loro intestati, iscrivendoli contestualmente tra le poste attive dei loro bilanci ⁸⁰.

- Le *fattispecie residuali* dove sono inclusi gli anticipi ai Concessionari nel periodo 2004-2005.

Questa categoria di strumenti finanziari, come si vede dal grafico della Fig. 6, ha costituito fin dal 1999 un valore intorno all'8-9% del debito, con un unico scostamento intorno al 10-11% tra il 2001 e il 2002, anno di entrata in vigore dell'euro.

3.2. TITOLI DI STATO

I titoli diversi dalle azioni con esclusione degli strumenti finanziari derivati sono rappresentati tipicamente dai Titoli di Stato, quali:

- *BOT* (Buoni Ordinari del Tesoro).
- *CTZ* (Certificati del Tesoro Zero Coupon).
- *CCT* (Certificati di Credito del Tesoro).
- *CCTeu* (Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'Euribor a 6 mesi).
- *BTP* (Buoni Poliennali del Tesoro).
- *BTP€i* (Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione europea).
- *BTP Italia* (Buoni del Tesoro indicizzati all'inflazione italiana).

Tutti questi titoli, che verranno ora analizzati nel dettaglio, presentano delle caratteristiche comuni quali:

- L'emittente è il Ministero dell'Economia e della Finanza.
- La valuta di emissione è l'euro.
- Sono titoli dematerializzati al portatore.
- Il taglio minimo di emissione è 1.000 euro e multipli di tale cifra (per i mercati all'ingrosso tale importo è pari a 2,5 milioni e multipli).
- Le componenti di reddito sono soggette a un'imposta fiscale del 12,5%.

BOT (BUONI ORDINARI DEL TESORO)

I Buoni Ordinari del Tesoro sono titoli a breve termine con scadenza non superiore all'anno (3, 6, 12 mesi o qualsiasi altra durata compresa entro l'anno in caso di BOT flessibili).

Essendo titoli zero-coupon ⁸¹ rimborsati alla pari in un'unica scadenza, la loro remunerazione è data dallo scarto di emissione ⁸². Vengono emessi mediante asta competitiva in termini di rendimento ⁸³ che

⁸⁰ Banca d'Italia, Serie storiche del debito delle amministrazioni pubbliche, anno XVIII Numero 73 – 11 Dicembre 2008 disponibile su https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/sistema-informativo-statistico/metodologia/suppl_73_08.pdf#page=1&zoom=auto,-107,842.

⁸¹ Le obbligazioni zero coupon sono titoli di credito emessi a sconto, ossia sotto la pari, a un prezzo inferiore al valore nominale, che non producono cedole nel corso della loro vita.
Il rendimento percepito dal possessore scaturisce dallo scarto di emissione, ossia dalla differenza tra il valore di rimborso (alla pari) e il prezzo di emissione.
(<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Obbligazione%20Zero%20Coupon>).

⁸² Lo scarto di emissione per i BOT è dato dalla differenza tra il valore nominale e il prezzo pagato.

⁸³ A differenza degli altri titoli di Stato, i BOT sono collocati tramite delle aste mediante le quali gli operatori inseriscono le proprie richieste in termini di rendimento, anziché di prezzo. Questo meccanismo prevede che ciascuna richiesta, se accettata, sia aggiudicata al tasso proposto. Quindi l'asta competitiva si conclude con una molteplicità di tassi, a fronte dei quali la Banca d'Italia calcola il rendimento medio ponderato.
Ogni operatore abilitato può presentare al massimo cinque richieste diverse nel rendimento di almeno un millesimo di punto percentuale. La quantità minima che può essere richiesta è di 1,5 milioni di euro, mentre l'importo massimo è pari al quantitativo offerto dal Tesoro in asta. Sono soddisfatte in primo luogo le domande con i rendimenti più bassi e poi in ordine crescente fino all'esaurimento della quantità offerta.

viene svolta una volta al mese per i BOT semestrali e annuali e in base alle esigenze di gestione della liquidità per i BOT trimestrali e flessibili ⁸⁴. Sono regolati in due giorni lavorativi, sia sul mercato primario sia sul mercato secondario. La convenzione di mercato per il calcolo dei rendimenti è del tipo “giorni effettivi / 360”.

I BOT non sono soggetti al rischio di reinvestimento ⁸⁵ in quanto titoli zero coupon e vengono generalmente utilizzati dagli investitori come “strumenti di parcheggio”, in attesa di individuare titoli più remunerativi.

Nell’ultimo trimestre del 1999 costituivano circa il 9% del debito pubblico totale. La percentuale si è mantenuta costante negli anni successivi, con valori che oscillano tra l’8% e il 10%, a segno della grande importanza che rivestono questi titoli nel breve termine per coprire temporanei squilibri di cassa (ovvero il debito fluttuante). Solo nell’ultimo trimestre del 2013, quando nei mercati si è registrata una minore instabilità nel post-crisi, e nei successivi anni la percentuale dei BOT è scesa al 7%, per diminuire fino al 5,32% nell’ultimo trimestre del 2015. Questa riduzione è anche da individuarsi nella volontà del tesoro di aumentare la vita residua media dei titoli di Stato ⁸⁶.

Dal 2002 sono stati introdotti anche i BOT flessibili, per coprire straordinarie esigenze di liquidità a breve termine, che però hanno costituito un percentuale insignificante rispetto al debito pubblico totale.

CTZ (CERTIFICATI DEL TESORO ZERO COUPON)

I Certificati del Tesoro Zero Coupon sono titoli zero-coupon con scadenza a 24 mesi, la cui remunerazione è data dallo scarto di emissione.

Vengono emessi mediante asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo e della quantità emessa ⁸⁷ che avviene una volta al mese, in coincidenza con l’asta de BTP€i. Sono rimborsati alla pari in un’unica scadenza e regolati in due giorni lavorativi, sia sul mercato primario sia su quello secondario. La convenzione di mercato per il calcolo dei rendimenti è del tipo “giorni effettivi / 365”.

Inoltre per evitare che il rendimento medio ponderato sia influenzato negativamente da domande formulate con rendimenti non in linea con quelli di mercato, viene calcolato un rendimento minimo di accoglienza. Analogamente, si calcola un rendimento massimo accoglibile per escludere eventuali domande speculative. (Ministero dell’Economia e della Finanza – Dipartimento del Tesoro, Modalità di svolgimento delle aste, disponibile su http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/normativa_spalla_destra/Modalitx_di_svolgimento_delle_aste.pdf).

⁸⁴ Le aste dei BOT annuali si tengono a metà mese, quelle dei titoli semestrali a fine mese. L’emissione dei BOT trimestrali avvengono normalmente a metà mese, mentre per i titoli flessibili si svolgono quando le esigenze della Tesoreria lo richiedono.

⁸⁵ Il rischio di reinvestimento è il rischio legato alla variabilità del tasso d’interesse nel caso di reinvestimento delle cedole.

⁸⁶ Per ulteriori approfondimenti si veda il capitolo 5. Ristrutturazione del debito.

⁸⁷ L’asta marginale è il meccanismo utilizzato per la collocazione dei titoli a medio - lungo termine. Tramite questa modalità le richieste, se allocate, sono aggiudicate tutte allo stesso prezzo, detto prezzo marginale. La determinazione del prezzo di aggiudicazione e della quantità avviene con meccanismo discrezionale: il quantitativo emesso non è stabilito a priori ma è compreso tra un ammontare minimo e massimo annunciati in precedenza.

L’ammontare collocato viene determinato escludendo le offerte formulate a prezzi ritenuti non convenienti rispetto al mercato. Il prezzo meno elevato tra quelli offerti dai partecipanti rimasti rappresenta il prezzo marginale valido per tutti gli operatori assegnatari.

Ciascun operatore può formulare al massimo cinque richieste, ognuna a un prezzo diverso, non inferiore a 500.000 euro e non superiore all’importo in emissione.

(Ministero dell’Economia e della Finanza – Dipartimento del Tesoro, Modalità di svolgimento delle aste, disponibile su

http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/normativa_spalla_destra/Modalitx_di_svolgimento_delle_aste.pdf).

All'inizio del 1999 rappresentavano il 6,93% del debito pubblico, ma già nei due anni successivi si è registrata una diminuzione con valori che si assestavano intorno al 4-5%, valore che è sceso ulteriormente tra il 2006 e il 2007 per arrivare al 2,74%. Da allora la percentuale di CTZ rispetto al debito pubblico si è mantenuta intorno a questi valori, per arrivare a fine 2015 al 2,25%. Dal 1999 si è quindi verificata una riduzione di questi titoli in quanto si è preferito, per esigenze di medio termine, l'utilizzo dei BTP.

CCT (CERTIFICATI DI CREDITO DEL TESORO)

I Certificati di Credito del Tesoro sono titoli a tasso variabile con scadenza a 7 anni. La loro remunerazione è data dalle cedole variabili posticipate e semestrali, indicizzate ai BOT a sei mesi più un margine (detto spread) di 15 bps ⁸⁸.

Vengono emessi mensilmente mediante asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa. Sono regolati in due giorni lavorativi, sia sul mercato primario sia sul mercato secondario. Il rimborso avviene alla pari, in un'unica soluzione alla scadenza. La convenzione di mercato per il calcolo dei rendimenti e dei dietimi è del tipo "giorni effettivi / giorni effettivi".

Lo spread serve per renderli più appetibili rispetto ai BOT a 6 mesi reinvestiti. L'indicizzazione è ai BOT ma non all'inflazione. Nel primo semestre del 1999 costituivano addirittura il 20,57% del debito pubblico, percentuale che si è ridotta progressivamente nei vari anni. Nell'ultimo semestre del 2003 arrivarono a quota 14,30%, per ridursi ancora più sensibilmente fino al 6-7% tra il 2010 e il 2011, anno di introduzione dei CCTeu, che hanno il vantaggio di essere indicizzati all'Euribor. Negli ultimi anni la loro emissione è calata ulteriormente e a fine 2015 costituivano solo lo 0,98% del debito pubblico, segno di una loro dismissione in un futuro molto vicino.

CCTEU (CERTIFICATI DI CREDITO DEL TESORO INDICIZZATI ALL'EURIBOR A 6 MESI)

I Certificati di Credito del Tesoro indicizzati all'Euribor ⁸⁹ a 6 mesi sono titoli a tasso variabile ed hanno una durata, di norma, pari a 5 anni. La loro remunerazione è data dalle cedole variabili posticipate e semestrali, indicizzate all'Euribor a 6 mesi, da uno spread (stabilito in fase di emissione) e dall'eventuale scarto d'emissione. Dal 2013 sono emessi a metà mese con cadenza solitamente mensile mediante asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa. Sono regolati in due giorni lavorativi, sia sul mercato primario sia su quello secondario e vengono rimborsati in un'unica soluzione a scadenza. La convenzione di mercato per il calcolo dei rendimenti e dei dietimi è del tipo "giorni effettivi / 360".

I CCTeu sono stati introdotti per la prima volta a metà 2010. Da allora un graduale aumento della loro sottoscrizione ha fatto in modo che a fine 2015 costituissero il 4,62% del debito pubblico. A una forte riduzione nell'emissione di CCT si è quindi accompagnata una maggiore sottoscrizione di questo titolo, preferito anche per l'indicizzazione finanziaria all'Euribor.

BTP (BUONI POLIENNALI DEL TESORO)

I Buoni Poliennali del Tesoro sono titoli a medio - lungo termine, con scadenza a 3, 5, 7, 10, 15 e 30 anni, la cui remunerazione è data dalle cedole fisse posticipate pagate semestralmente e dall'eventuale scarto d'emissione. Vengono emessi due volte al mese, a seconda delle scadenze, tramite asta

⁸⁸ Si considera il rendimento lordo semplice annuo registrato dai BOT a sei mesi nell'ultima data che precede il godimento della cedola. Si moltiplica per 0,5 (poiché la cedola è semestrale) e si aggiunge lo spread.

⁸⁹ L'Euribor è il tasso interbancario di riferimento comunicato giornalmente dalla European Banking Federation (EBF) come media ponderata dei tassi d'interesse ai quali le banche operanti nell'Unione Europea cedono i depositi in prestito. È dato dalla media dei tassi di circa cinquanta istituti di credito, ritenuti i più rappresentativi dell'area euro.
(<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/euribor.htm>).

marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa. Sono regolati in due giorni lavorativi (sia nel mercato primario sia in quello secondario). Sono rimborsati alla pari, in un'unica soluzione a scadenza e per il calcolo dei rendimenti e dei dietimi si utilizza la convenzione di mercato “giorni effettivi / giorni effettivi”.

I BTP sono strumenti soggetti al rischio di reinvestimento e monetario (per l'inflazione). Costituiscono da sempre la percentuale dominante del debito pubblico italiano. Nel primo semestre del 1999 rappresentavano circa il 42,26% del debito pubblico, ma negli anni hanno conosciuto una costante crescita. A fine 2003 il loro valore era pari a metà del debito pubblico, percentuale che è aumentata anche negli anni successivi con valori intorno al 55%, a segno della grande importanza che riveste questo strumento nella copertura del debito. Nell'ultimo trimestre del 2015 i BTP costituivano il 56,80% del debito italiano.

BTP€I (BUONI DEL TESORO POLIENNALI INDICIZZATI ALL'INFLAZIONE EUROPEA)

I Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione europea sono titoli di Stato con scadenza a 5, 10, 15 e 30 anni che forniscono all'investitore una protezione contro l'aumento del livello dei prezzi. La remunerazione è, infatti, data dalle cedole variabili posticipate e semestrali indicizzate all'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC) escluso il tabacco, dall'eventuale scarto di emissione e dalla rivalutazione del capitale a scadenza ⁹⁰.

Vengono emessi mensilmente mediante asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa. Il rimborso avviene in un'unica soluzione a scadenza (il capitale rimborsato è rivalutato al Coefficiente d'Indicizzazione ⁹¹ relativo al giorno di scadenza e non può essere inferiore al valore nominale del titolo). Il regolamento avviene in due giorni lavorativi, sia sul mercato primario sia su quello secondario e per il calcolo dei rendimenti e dei dietimi si usa la convenzione di mercato “giorni effettivi / giorni effettivi”.

I BTP€i sono strumenti introdotti da metà 2003. Negli anni si è assistito a un aumento dell'utilizzo di questo titolo che è cresciuto costantemente. Dallo 0,74% del debito pubblico di fine 2003 si è passati, infatti, al 3,25% del 2005, al 5,17% del 2008 per assestarsi poi su valori intorno al 6-7% fino a fine 2015. L'aumento dell'utilizzo di questi titoli è avvenuto anche per merito della loro indicizzazione all'inflazione europea, che permette una protezione contro l'aumento del livello dei prezzi.

BTP ITALIA (BUONI DEL TESORO INDICIZZATI ALL'INFLAZIONE ITALIANA)

I Buoni del Tesoro indicizzati all'inflazione italiana sono titoli di Stato, a 4 anni (dal 2014 a 6 anni), che offrono all'investitore una protezione contro l'aumento del livello dei prezzi italiani. La remunerazione è infatti data dalla rivalutazione semestrale del capitale sottoscritto, dalle cedole reali semestrali e dal premio di fedeltà del 4% del valore nominale per chi detiene il titolo fino alla scadenza ⁹². Vengono emessi mensilmente a fine mese tramite la piattaforma MOT ⁹³ di Borsa Italiana – London Stock Exchange Group.

⁹⁰ Vi è un'indicizzazione in termini reali, sia delle cedole sia del capitale, allo IAPC. Le cedole semestrali sono a tasso fisso, ma vengono calcolate sul capitale periodicamente rivalutato in base all'inflazione. L'importo è così variabile e calcolato come la metà del tasso d'interesse annuo cedolare reale fisso moltiplicato per il capitale nominale rivalutato alla data di pagamento della cedola. Quest'ultimo è a sua volta dato dal capitale sottoscritto moltiplicato per il Coefficiente d'Indicizzazione. Vi è inoltre una rivalutazione del capitale a scadenza in base all'andamento dell'indice che viene calcolato come valore nominale del titolo moltiplicato per il valore assunto dal parametro d'indicizzazione nel giorno di scadenza.

⁹¹ Il Coefficiente di Indicizzazione è calcolato sullo IAPC, con esclusione del tabacco. Tale coefficiente permette di conoscere, a una generica data (giorno d del mese m), il valore del capitale nominale rivalutato sulla base dell'andamento dei prezzi. Il CI è calcolato come il rapporto tra l'Inflazione di Riferimento e l'Inflazione Base.

⁹² Vi è un'indicizzazione delle cedole e del capitale all'Indice nazionale dei prezzi al consumo per famiglie di operai e impiegati (FOI) con esclusione dei tabacchi. Sono titoli emessi alla pari e rimborsati in un'unica soluzione a scadenza, ma vi è una rivalutazione del capitale semestrale con rimborso della rivalutazione.

I BTP Italia sono stati introdotti nel 2012 pensando a proteggere i piccoli investitori dall'inflazione. Grazie anche a questo si è avuta una loro rapida sottoscrizione con il loro valore che in confronto al debito pubblico è salito costantemente fino al 4,80% di fine 2015. Nei prossimi anni molto probabilmente si avrà uno sviluppo di questo strumento, proprio per la loro capacità di proteggere l'investitore dall'aumento dei prezzi.

ALTRO

Vi sono poi altri strumenti che rivestono un'importanza minore o che sono stati dismessi nel corso degli anni.

Tra i titoli non più in circolazione troviamo:

- CTE (Certificati del Tesoro in Euroscudi): sono una sottocategoria dei CCT, entrata in vigore nel 1982 e dismessa a metà del 2001. Hanno da sempre costituito una percentuale molto piccola del debito pubblico, molto spesso perfino inferiore all'1%. Sia il capitale che la remunerazione della cedola fissa, annuale e posticipata erano espressi in ECU⁹⁴. Erano emessi alla pari e avevano scadenza a 4, 5, 6, 7 e 8 anni.
- Ferrovie dello Stato: nel 1992 questo ente è stato trasformato in una società per azioni con partecipazione statale attraverso il Ministero dell'Economia e delle Finanze. Questo strumento ha rappresentato un valore molto piccolo rispetto al debito pubblico totale. Nel 2003 è stato definitivamente dismesso⁹⁵.

Lo Stato italiano oltre alle emissioni sul mercato domestico si affaccia anche sul mercato internazionale, con l'obiettivo di diversificare la base degli investitori per contenere il costo della provvista e il rischio connesso al rifinanziamento del debito. Gli strumenti utilizzati nel mercato estero sono i Global Bond, i Commercial Paper e i Medium Term Note. Mentre il debito domestico può essere emesso solo in euro, nel mercato internazionale si può utilizzare anche una valuta diversa:

- Debito estero emesso con valuta EMU⁹⁶: nel terzo trimestre del 1999 questa valore rappresentava l'1,58% del debito pubblico totale⁹⁷. Dal 2000 al 2007 si è poi avuto un costante incremento nell'utilizzo di questo strumento, che alla fine di questo periodo rappresentava circa il 5% del debito pubblico totale. Con lo scoppio della crisi si è avuta una diminuzione nel ricorso al debito estero, che da inizio 2008 a fine 2015 è diminuito progressivamente dal 4,83% al 2,32%.

L'importo della cedola è dato moltiplicando la metà dal tasso d'interesse annuo cedolare fisso per il capitale rivalutata alla data di pagamento della cedola. Inoltre per chi detiene il titolo sino alla scadenza, vi è un premio di fedeltà del 4‰ sul valore nominale.

⁹³ Il MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni) è l'unico mercato obbligazionario regolamentato italiano.

⁹⁴ ECU è la sigla di European Currency Unit, detta anche scudo. Era un'unità di conto vigente nel Sistema Monetario Europeo composta come un paniere dato da importi determinati da ciascuna valuta comunitaria, ponderati in funzione dell'importanza delle economie nazionali. Con l'adozione dell'euro il 1° gennaio 1999 da parte dell'unione monetaria Europea, l'ECU è stata dismessa. La conversione tra ECU e euro è avvenuta con un rapporto 1 a 1.

⁹⁵ Nel primo trimestre del 1999 il dato non è disponibile in quanto è stato inserito in "Other" e non è stato possibile isolarlo a parte. Si veda http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/bollettino_trimestrale/bollettino-n.1---April-99.pdf.

⁹⁶ Per EMU si intende l'European Monetary Union, o Unione Monetaria Europea. La valuta in vigore in quest'area è l'euro.

⁹⁷ Per i primi due trimestri del 1999 non è possibile fare un confronto con gli altri dati, in quanto vengono inseriti anche altri valori all'interno di questo strumento. Si veda http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/bollettino_trimestrale/bollettino-n.1---April-99.pdf e http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/bollettino_trimestrale/bollettino-n.2---July-99.pdf.

- Debito estero emesso con valuta non EMU: l'utilizzo di questo strumento ha conosciuto una crescita tra la metà del 1999 e la fine del 2002, anni in cui il valore in confronto al debito totale si è assestato su valori intorno al 3%, arrivando anche a superare il 4% come nel 2000. Da quel momento si è registrata una diminuzione nell'utilizzo del debito estero emesso con valuta diversa dall'euro. A fine 2005 la percentuale sul debito pubblico era pari al 2% circa e a fine 2006 allo 0,59%. Da quel momento questo strumento non ha più inciso particolarmente sul debito pubblico, con percentuali molto spesso vicine allo zero.

3.3. PRESTITI

Nello strumento Prestiti sono inclusi:

- Le *passività del Tesoro verso Banca d'Italia* che comprendono i valori in cassa, le anticipazioni al Tesoro e alla Cassa depositi e prestiti, il conto corrente di Tesoreria (se il saldo è a debito del Tesoro) e le altre passività in valuta non rappresentate da titoli ⁹⁸.
- Le *passività verso Intermediari finanziari monetari* (IFM) dove sono incluse: le passività di enti esterni al settore (come le Aziende autonome ⁹⁹ quali Azienda delle Ferrovie dello Stato, Azienda dei Monopoli dello Stato ecc.) il cui onere per interessi è stato posto a carico dello Stato. il debito derivante dall'accollo, nel periodo 1977-1981 da parte del Tesoro e dell'Anas, dei prestiti effettuati da banche con raccolta a medio e lungo termine in favore di Amministrazioni locali. le passività relative al progetto "Alta velocità/Alta capacità ferroviaria" ¹⁰⁰.
- I *prestiti erogati ad Amministrazioni pubbliche dalla Cassa depositi e prestiti* a partire dalla sua trasformazione in società per azioni nel dicembre 2003.
- Le *altre passività* costituite da: mutui in favore delle Amministrazioni locali erogati dal 1926 dall'Istituto Nazionale delle Assicurazioni (INA), prestiti connessi con le operazioni di cartolarizzazione ¹⁰¹.

I prestiti nel 1999 costituivano circa il 6% del debito pubblico. Tra il 2002 e il 2003 una riduzione in rapporto al debito ha portato il valore fino al 5%. Dall'ultimo trimestre del 2003, a causa di un aumento dei prestiti di circa 40 miliardi, la percentuale è aumentata fino all'8,08%, per assestarsi su valori simili fino al 2015.

3.4. POSTE DI CONSOLIDAMENTO

Le poste di consolidamento comprendono le passività che sono allo stesso momento un'attività di un altro ente delle Amministrazioni pubbliche. Esse sono composte da:

- *Titoli messi da Amministrazioni pubbliche e sottoscritti da altri enti dello stesso settore.*
- *I prestiti erogati da enti delle Amministrazioni pubbliche ad altri enti delle Amministrazioni pubbliche.*

⁹⁸ Banca d'Italia, Serie storiche del debito delle amministrazioni pubbliche, anno XVIII Numero 73 – 11 Dicembre 2008 disponibile su https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/sistema-informativo-statistico/metodologia/suppl_73_08.pdf#page=1&zoom=auto,-107,842.

⁹⁹ Si tratta di tutte le ex Aziende autonome i cui servizi sono erogati in contropartita di una tariffa, Morcaldo (1993.)

¹⁰⁰ Banca d'Italia, Serie storiche del debito delle amministrazioni pubbliche, anno XVIII Numero 73 – 11 Dicembre 2008 disponibile su https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/sistema-informativo-statistico/metodologia/suppl_73_08.pdf#page=1&zoom=auto,-107,842.

¹⁰¹ Banca d'Italia, Serie storiche del debito delle amministrazioni pubbliche, anno XVIII Numero 73 – 11 Dicembre 2008 disponibile su https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/sistema-informativo-statistico/metodologia/suppl_73_08.pdf#page=1&zoom=auto,-107,842.

4. SPESA PER INTERESSI, TASSO MEDIO DI INTERESSE E DETENTORI DEI TITOLI DI STATO

Il governo, di fronte a un deficit di bilancio, deve indebitarsi. Per farlo può emettere dei titoli del debito pubblico ¹⁰² e il creditore che ha sottoscritto tali titoli si aspetta oltre alla restituzione del capitale alla scadenza anche il pagamento delle cedole (interessi) nel durante. A seconda delle caratteristiche del titolo e dell'emittente (come scadenza e rischio) il rendimento richiesto dal sottoscrittore sarà diverso. In genere a scadenze più lontane e a titoli/emittenti più rischiosi si richiede un rendimento più elevato. Se però i titoli hanno le stesse caratteristiche, i tassi di interesse dovrebbero essere uguali, altrimenti gli investitori sceglierebbero il titolo più remunerativo spostando l'equilibrio di mercato.

Nel corso degli anni è però accaduto che lo Stato italiano abbia creato nuovo debito pubblico senza che a questo corrispondesse un disavanzo di bilancio. Questo perché al momento del rimborso del capitale e degli interessi del vecchio debito emesso non si sono create risorse sufficienti per coprire l'intero stock: viene così emesso del nuovo debito per rimborsare quello esistente. Si crea così un circolo vizioso che continua a incrementare il debito.

La spesa per interessi costituisce quindi una voce molto importante del bilancio italiano. Negli ultimi vent'anni l'Italia si è trovata spesso in situazioni di avanzo primario, ma l'enorme spesa per interessi che ci si trascina dagli anni passati ha portato sempre ad un indebitamento netto, anche se nella maggior parte delle volte si è rispettato l'obiettivo del 3% imposto dal Trattato di Maastricht.

Dagli anni novanta si è assistito a una riduzione della spesa per interessi rispetto al totale del debito pubblico (si veda il grafico della Fig. 7). Vi è stata una forte riduzione tra il 1995 e il 1998 con la percentuale che si è ridotta dal 10,27% al 7,21%. Vi è stato un'ulteriore riduzione nel 1999 fino al 5,96%, per poi scendere fino al 4,83% a fine 2007. Nel 2008 con lo scoppio della crisi globale la spesa per interessi è risalita a valori superiori al 5% del debito complessivo, per poi riscendere ulteriormente per la volontà dei governi di ridurre questa voce. Negli ultimi cinque anni il valore si è assestato sul 4%, per scendere al 3,20% a fine 2015. Questo grosso impegno a ridurre questa voce è stato fortemente voluto dallo Stato italiano, per una motivazione morale rispetto alle generazioni future, in quanto non è giusto che esse si accollino il peso degli eccessivi disavanzi passati.

La spesa per interessi si è ridotta nel corso degli anni soprattutto per la riduzione del tasso di interesse dei titoli di Stato, che a sua volta è calato grazie all'ottimismo dei mercati finanziari, che hanno visto la formazione di avanzi primari degli ultimi vent'anni (si veda il grafico della Fig. 5) in una luce positiva e hanno chiesto un minor premio per il rischio. Infatti, un paese che dimostra di essere capace di mettere in atto un cammino di riduzione del debito, è considerato più solvibile e quindi più sicuro. Questa maggiore sicurezza sulla restituzione del capitale e degli interessi si tramuta in una minore remunerazione richiesta.

Dal grafico della Fig. 7 è infatti possibile notare come la riduzione del tasso medio di interesse ¹⁰³ e la riduzione della spesa per interesse siano collegati. Il tasso di interesse medio sui titoli di Stato italiani è sceso dal 3,35% del 1999 allo 0,70% nel 2015 e nel frattempo anche la spesa per interessi è diminuita dal 5,95% al 3,20% nello stesso periodo. Nei primi anni del nuovo secolo in realtà si era assistito a un incremento di questo valore e tra il 2000 e il 2001 si era registrato rispettivamente un tasso di interesse medio del 4,79% e del 4,33%. Con l'adozione dell'euro vi è stata però una riduzione che è stata fermata bruscamente dalla crisi finanziaria del 2008. Nei due anni successivi sembrava si assistesse comunque a una riduzione dei rendimenti ma la crisi dei debiti sovrani che ha toccato l'apice nel 2012 ha invertito nuovamente il trend: l'emittente Stato italiano non era più considerato sicuro e questo veniva percepito anche dai tassi di interesse sui titoli. Negli ultimi anni e in particolare dal 2013 il rendimento medio è sceso sensibilmente, fatto che si può anche notare dalla riduzione dello spread tra titoli decennali italiani e tedeschi, arrivando nel 2015 allo 0,70%.

¹⁰² Con l'adozione dell'euro la possibilità di emettere debito con l'emissione di nuova moneta non è più possibile per le Banche centrali nazionali dei singoli Paesi.

¹⁰³ La riduzione del tasso medio di interesse sui titoli di Stato è stata causata anche dalla diminuzione dell'inflazione.

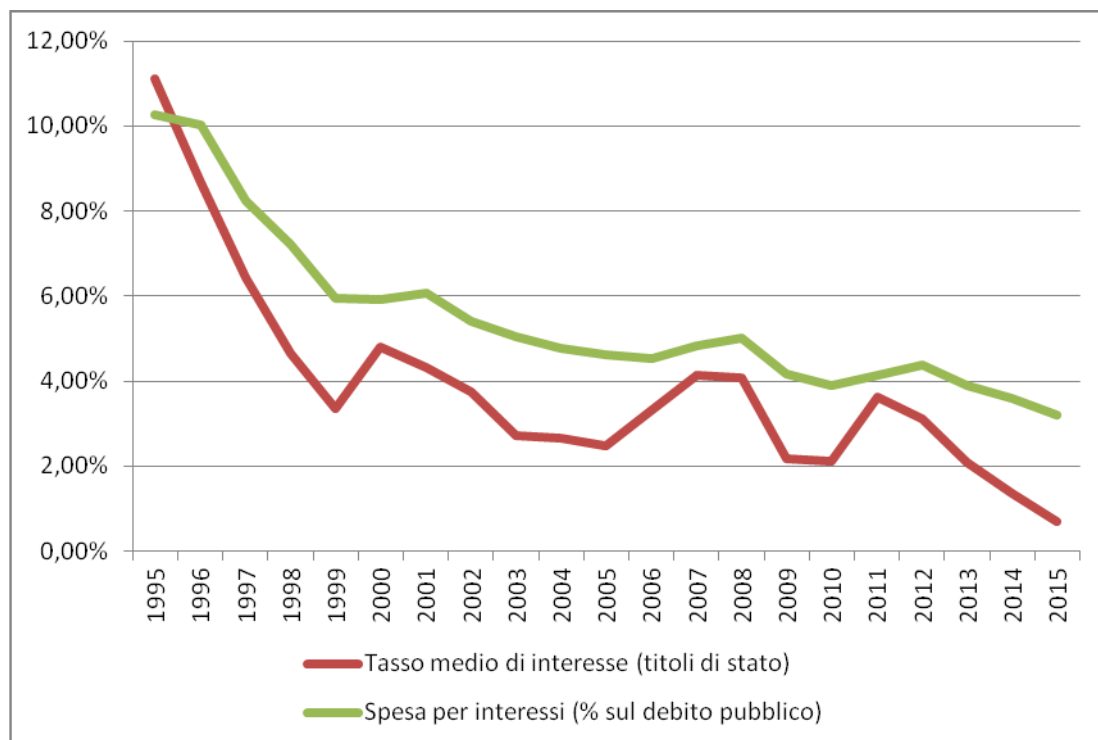


Fig. 7: *Tasso medio di interesse dei titoli di Stato e spesa per interessi/debito totale a confronto nel periodo 1995-2015, elaborazione su dati Ameco per la spesa per interessi (http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm) e su dati forniti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro per il rendimento medio (http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Tasso_Medio_allxEmissione_dei_Titoli_di_Stato_x1990-2016x.pdf).*

Questo anche perché dal 1° gennaio 2013 sono state introdotte, per i contratti di debito sottoscritti nell'area euro aventi durata superiore a dodici mesi, le CACs (Clausole di Azione Collettiva). Esse hanno istituito la possibilità di rinegoziare le condizioni contrattuali in caso di difficoltà dell'emittente, ma per operare questa ristrutturazione è necessario il voto favorevole di almeno il 75% dei possessori dei titoli. Il Trattato sul Meccanismo Europeo di Stabilità prevede che entro il 2023 tutti i titoli emessi dovranno avere questa clausola. Si è osservato come questo abbia prodotto dei vantaggi per chi si trovava in una fascia media di rating (come è il caso del debito pubblico italiano) in quanto queste clausole hanno portato a una riduzione dei rendimenti, mentre l'impatto è stato pressoché nullo per il rating elevato (in quanto vi è scarsa possibilità di default) e basso (in quanto al vantaggio della ristrutturazione si è accompagnato il possibile comportamento opportunistico dell'emittente).

Questa riduzione del tasso di interesse è da vedere in una luce positiva almeno per due motivi.

Il primo perché con un rendimento così basso molto investitori preferiranno investire i loro risparmi nel privato (come per esempio in azioni) per ottenere un guadagno maggiore. Sebbene lo Stato italiano sia considerato un emittente sicuro rispetto all'investimento in azioni, un così basso tasso di interesse in titoli che non sono indicizzati, può portare a una perdita reale su quanto investito se l'inflazione è alta. Fortunatamente però, come illustrato nel grafico della Fig. 8, negli ultimi anni il tasso di inflazione ¹⁰⁴ è stato sempre inferiore alla remunerazione dei titoli di Stato.

¹⁰⁴ L'inflazione, ovvero il tasso a cui il livello dei prezzi aumenta nel tempo, negli ultimi vent'anni non è stata particolarmente elevata, con valori che si aggiravano intorno al 2%. Dal 2013 si è assistito a una diminuzione sotto l'1% e nel 2014 la percentuale si è addirittura azzerata, con il valore che nel 2015 è salito, seppur di poco, allo 0,09%.

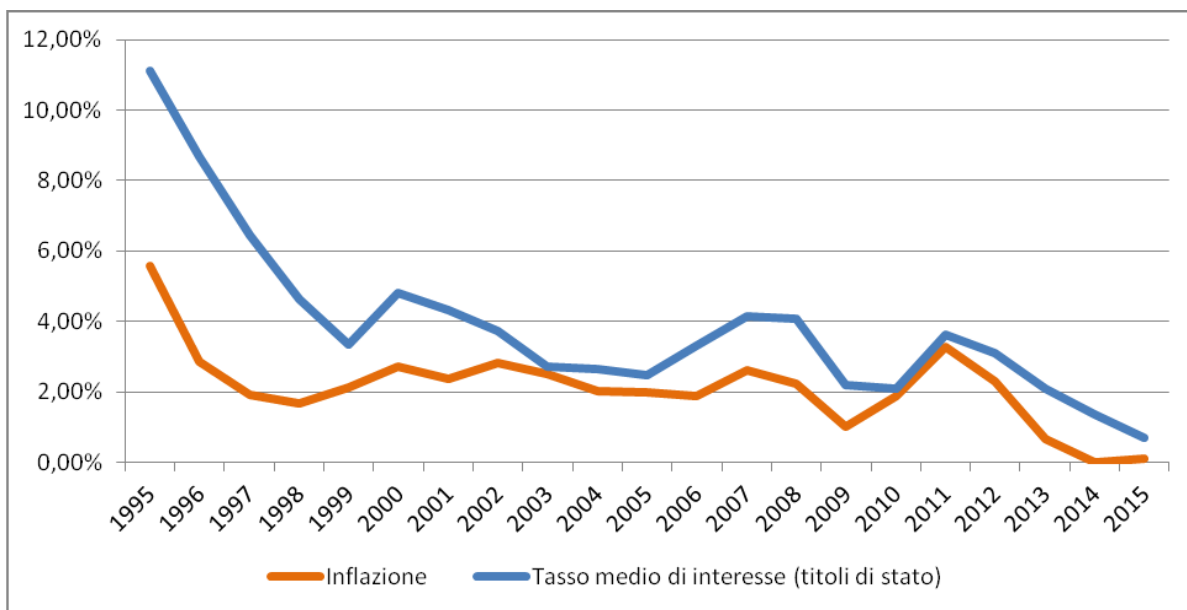


Fig. 8: Inflazione e tasso medio di interesse dei titoli di Stato a confronto negli anni 1995-2015. Elaborazione su dati disponibili su <http://it.inflation.eu/tassi-di-inflazione/italia/inflazione-storica/cpi-inflazione-italia.aspx> per l'inflazione e su dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro – per il rendimento medio (http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Tasso_Medio_allxEmissione_dei_Titoli_di_Stato_x1990-2016x.pdf).

Con un'inflazione così bassa però gli strumenti finanziari come i BTP Italia (ovvero titoli indicizzati) non rendono come in una situazione in cui questo valore è più elevato. Senza il traino dell'inflazione questi titoli rischiano che il loro potenziale non venga sfruttato a pieno. La ripresa dell'inflazione, per portarla a livelli inferiori ma prossimi al 2%, è però uno degli obiettivi della BCE ¹⁰⁵ e quindi in futuro se questo risultato verrà raggiunto porterà a un rafforzamento dei titoli indicizzati rispetto a quelli che non lo sono.

La seconda motivazione va individuata nella conseguente riduzione della spesa per interessi, dovuta appunto al minor tasso di interesse. Questo può essere visto come un bene per la collettività, in quanto per pagare tali spese non serviranno altre entrate, che dovrebbero gravare sui cittadini.

Diverso è se l'investitore è un non residente. Negli ultimi anni a causa della globalizzazione una quota crescente del debito pubblico italiano è stato sottoscritto da cittadini non residenti.

A inizio anni novanta i titoli di stato italiani erano posseduti per la quasi totalità (94,01%) da investitori domestici. Solo il 5,99% era nelle mani di non residenti.

Con la firma del Trattato di Maastricht e l'abolizione delle frontiere, con la possibilità di trasferire liberamente anche i capitali, la percentuale di investitori esteri è aumentata: nel 1998 era già infatti pari al 29,12% del totale dei titoli di Stato. Negli anni successivi come si può notare dal grafico della Fig.9 si è assistito a un aumento dell'investimento dei non residenti sul debito italiano e tra il 2005 e il 2009 si è arrivati al "sorpasso" degli investitori esteri su quelli domestici. Nel 2008 essi rappresentavano infatti il 54,35% del totale dei titoli di Stato italiani. Con la crisi globale di quegli anni e in particolare quella del debito sovrano l'investimento estero sul debito pubblico italiano è diminuito in quanto non era percepito come sicuro rispetto a quello di altri paesi come la Germania.

¹⁰⁵ L'obiettivo principale della BCE è infatti la stabilità dei prezzi, con la quale si intende "un aumento sui dodici mesi dello IAPC (Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo) per l'area euro inferiore al 2%. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte temporale di medio termine".

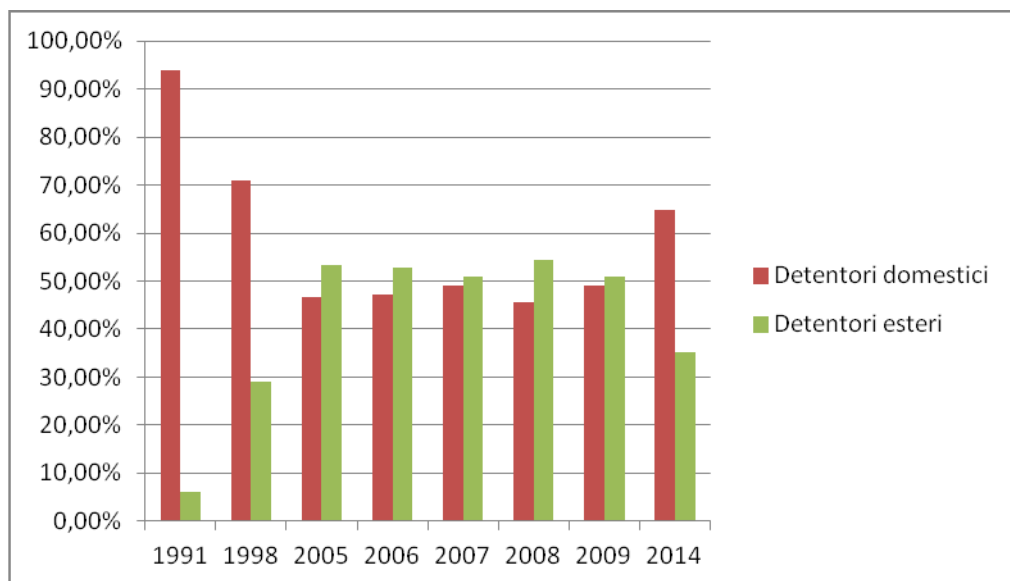


Fig. 9: *Detentori del debito pubblico italiano tra gli anni novanta e il 2014*, elaborazione su dati ADUSBEF, Associazione Difesa Utenti Servizi Bancari e Finanziari (www.adusbef.it/public/adusbef_8086.doc e <http://www3.adusbef.it/download.asp?Id=9381&T=P>).

Si preferiva investire in Bund tedeschi rispetto ai titoli italiani, anche se il loro rendimento era enormemente minore (differenza riscontrabile nello spread). Nel 2014 l'investimento estero nel debito pubblico italiano è diminuito fino al 33,9% (35,3% se si considerano solo i titoli di Stato ¹⁰⁶) mentre quello tedesco si aggira su percentuali intorno al 62%. Dal 2008 al 2014 l'investimento domestico nei titoli di stato italiani è salito di circa diciannove punti, mentre nel 2015-2016 si registra una leggera inversione di tendenza ¹⁰⁷.

5. RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO

La ristrutturazione del debito può avvenire in vari modi. I principali sono:

- la modifica della vita residua media, in relazione all'andamento dei tassi di interesse ovvero del costo della provvista.
- la riduzione dell'ammontare.

L'idea di base della ristrutturazione è che essa sia conveniente sia per il debitore che per il creditore, in quanto se il debito è troppo elevato è meglio riscuotere un pagamento minore piuttosto di non incassare nulla.

A fronte di un elevato debito pubblico, lo Stato italiano ha scelto la strada della ristrutturazione agendo soprattutto sulla modifica della vita residua media, potendo sfruttare l'andamento dei tassi di interesse, piuttosto che sulla riduzione dell'ammontare vista la già elevata pressione fiscale e la difficile compressione della spesa pubblica.

All'inizio degli anni novanta la vita residua dei titoli di stato italiani si trovava su livelli intorno ai 2,5 anni. Da lì, un continuo aumento ha portato il valore a 5,63 anni alla fine del 1999, anno da cui parte la nostra analisi. Un aumento più graduale, dovuto alla minor percentuale di titoli a breve termine sul

¹⁰⁶ Da notare che l'investimento domestico ed estero sui titoli di Stato e sul debito pubblico viaggiano su percentuali simili. Nel 2014 in Italia infatti il 64,7% dei titoli di stato italiani era nelle mani dei residenti e l'investimento domestico nel debito pubblico italiano rappresentava il 66,1%.

(<http://www3.adusbef.it/download.asp?Id=9381&T=P>).

¹⁰⁷ Per aggiornamenti/approfondimenti si veda quanto nelle Conclusioni.

debito pubblico (i BOT) e a una maggiore percentuale di titoli a medio - lungo termine come i BTP, ha portato il valore fino ai 7,20 anni dell'ultimo trimestre del 2010 (vedasi quanto in Fig. 10).

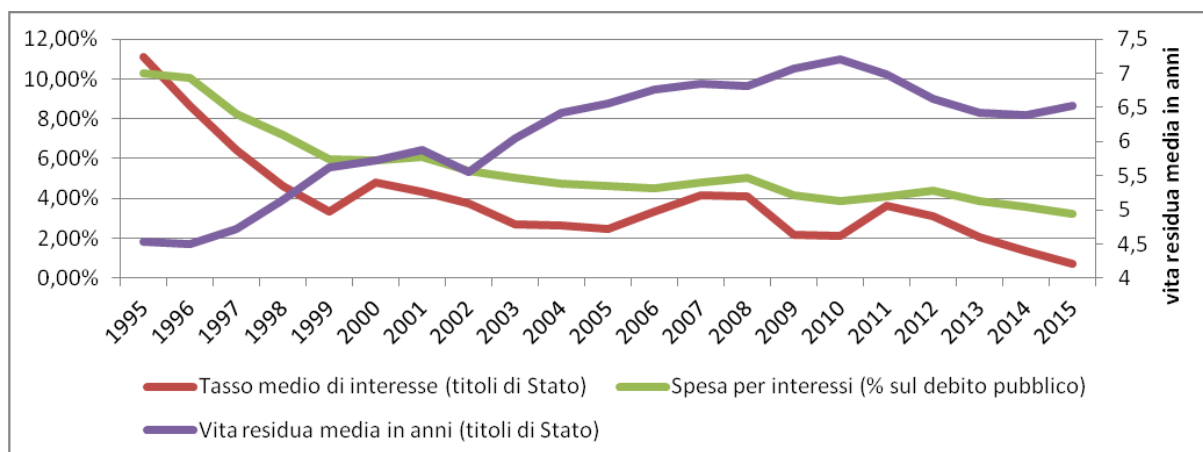


Fig. 10: Tasso medio di interesse sui titoli di Stato, spesa per interessi in percentuale del debito pubblico e vita residua media in anni dei titoli di Stato dal 1995 al 2015, elaborazione su dati Bollettini trimestrali del Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro per la vita residua (http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/bollettino_trimestrale/), su dati Ameco per la spesa per interessi (http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm) e su dati Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro per il rendimento medio (http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Tasso_Medio_allxEmissione_dei_Titoli_di_Stato_x1990-2016x.pdf).

La crisi del debito sovrano ha portato un'ulteriore riduzione, seppur minima, di questo valore in quanto molti investitori preferivano sottoscrivere strumenti con scadenza non troppo lontana proprio per l'incertezza e la riduzione del rating del debito pubblico italiano. Era più facile prevedere la situazione nel breve - medio periodo, usando titoli di parcheggio con una scadenza minore, rispetto all'aleatorietà che poteva avere la sottoscrizione di titoli a lungo periodo in un clima instabile come quello del biennio 2010-2012. Da quanto in Fig. 11 è possibile notare come i BOT tra il 2010 e il 2012 sono saliti dal 7,14% al 7,66% del debito pubblico e solo una volta superata la crisi dei debiti sovrani il loro valore ha iniziato nuovamente a scendere arrivando nel 2015 al 5,32%.

Un'altra causa di questa riduzione è da riscontrarsi nel successo che hanno avuto in quegli anni i BTP Italia, titoli con scadenza a 4 anni che hanno quindi abbassato la vita residua media. Nel primo trimestre del 2014 la vita residua media dei titoli di Stato italiani è diminuita di quasi 1 anno rispetto al 2010, arrivando a 6,32 anni. Da quel momento, grazie a una minore instabilità del mercato che ha portato a una riduzione del tasso di interesse e quindi ad una maggiore convenienza ad emettere titoli a più lunga scadenza, la vita residua media sembra essere tornata ad aumentare, anche se non di molto, arrivando a fine 2015 a 6,52 anni. A contribuire a questo sono anche le emissioni di BTP Italia a 6 anni e di titoli (BTP, BTP€i e CCTeu) con scadenza tra i 5 e 7 anni.

Per quanto in Fig. 10 è possibile notare come il tasso medio di interesse, la spesa per interessi e la vita residua media siano legati. Infatti, come già detto in precedenza, il tasso medio di interesse e la spesa per interessi hanno manifestato negli anni, come ci si aspetta, un andamento pressoché parallelo¹⁰⁸, con il primo che ha mostrato una variabilità maggiore.

¹⁰⁸ Le due variabili presentano un coefficiente di correlazione lineare + 0,94928 sui valori delle serie temporali annue e un coefficiente di correlazione lineare di + 0,67757 sui valori delle variazioni relative annue.

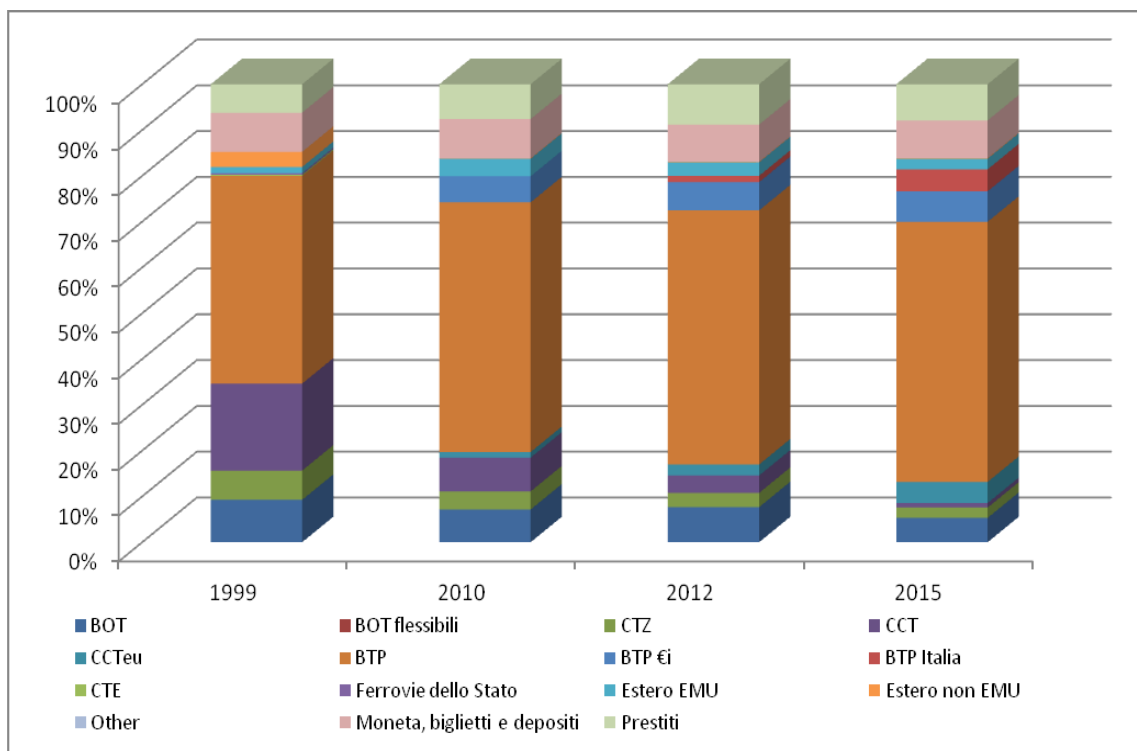


Fig. 11: *Composizione del debito pubblico italiano negli anni 1999, 2010, 2012 e 2015 (dati in Allegato 1).*

La vita residua media e il tasso di interesse hanno, coerentemente con le politiche e strategie adottate, una relazione negativa. Quando aumenta uno, diminuisce l'altro e viceversa ¹⁰⁹. Questo perché se diminuisce il tasso di interesse si ha incentivo ad emettere titoli a scadenza più lontana e questo ha portato ad uno sviluppo della vita residua media dei titoli di Stato italiani da metà degli anni Novanta fino al 2010. La crisi dei debiti sovrani, con il nuovo aumento del tasso di interesse (in quanto l'emittente Stato italiano non era considerato sicuro come prima e si chiedeva un maggior premio per il rischio) ha portato a una riduzione della vita residua media, che solo nell'ultimo anno ha iniziato di nuovo a crescere.

Per quanto riguarda la riduzione dell'ammontare del debito, il Tesoro ha messo in atto opportune misure che dal 1993, oltre alle varie manovre finanziarie dei governi, si sono avvalse di strumenti come il Fondo Ammortamento ¹¹⁰ e il Conto disponibilità ¹¹¹ per acquistare sul mercato dei titoli di Stato ¹¹².

Grazie a queste operazioni è stato possibile riassorbire dal 2000 al 2015 circa 124.000 milioni di euro di titoli di Stato.

Come si può notare da quanto in Fig. 12 i principali titoli acquistati sul mercato sono:

¹⁰⁹ Le due variabili presentano un coefficiente di correlazione lineare $-0,78006$ sui valori assoluti delle serie temporali annue e un coefficiente di correlazione lineare di $-0,23415$ sui valori delle variazioni relative annue.

¹¹⁰ Il Fondo Ammortamento è un fondo istituito nel 1993 con lo scopo di rimborsare o ritirare titoli di Stato dal mercato per favorire la riduzione dello stock del debito.
(http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/fondo_ammortamento/).

¹¹¹ Il Conto di disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria è detenuto presso la Banca d'Italia per assicurare le funzioni di esecuzione per conto dello Stato degli incassi e dei pagamenti. A rispetto della normativa comunitaria, che vieta alle banche centrali degli Stati membri di concedere forme di finanziamento al Tesoro, il suo saldo non può mai essere negativo. Dal 2009 è anche utilizzato per la gestione nel breve – medio termine del debito pubblico.
(http://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/e-GOVERNME1/Conto_disponibilit/).

¹¹² http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/altre_operazioni/operazioni_riacquisto/.

- BTP: che hanno rappresentato il 71,36% dell'operazione complessiva per un totale di circa 88.500 milioni di euro. Questa grossa percentuale è anche dovuta alla predominanza che questi titoli hanno nella composizione del debito pubblico (ovvero pari al 56,80% nell'ultimo trimestre del 2015).
- CCT: la percentuale di riacquisto di questi titoli è pari al 21,70% dell'operazione complessiva. Questo perché dall'inizio del nuovo millennio a oggi si è assistito ad una riduzione dell'utilizzo di questo strumento per finanziare il debito pubblico: a fine 2015 infatti rappresentavano solo lo 0,98% del debito pubblico totale, a fronte di una loro valore percentuale che a inizio 1999 era pari al 20,57% del debito e a segnale di una loro prossima dismissione in favore di titoli indicizzati come i CCTeu.
- CTZ: per il 4,15% dell'operazione complessiva. I 5.155,60 milioni di euro riacquistati sono anche loro a segnale di un minor uso di questo titolo, che dal 1999 al 2015 è diminuito dal 6,93% al 2,25% del debito.

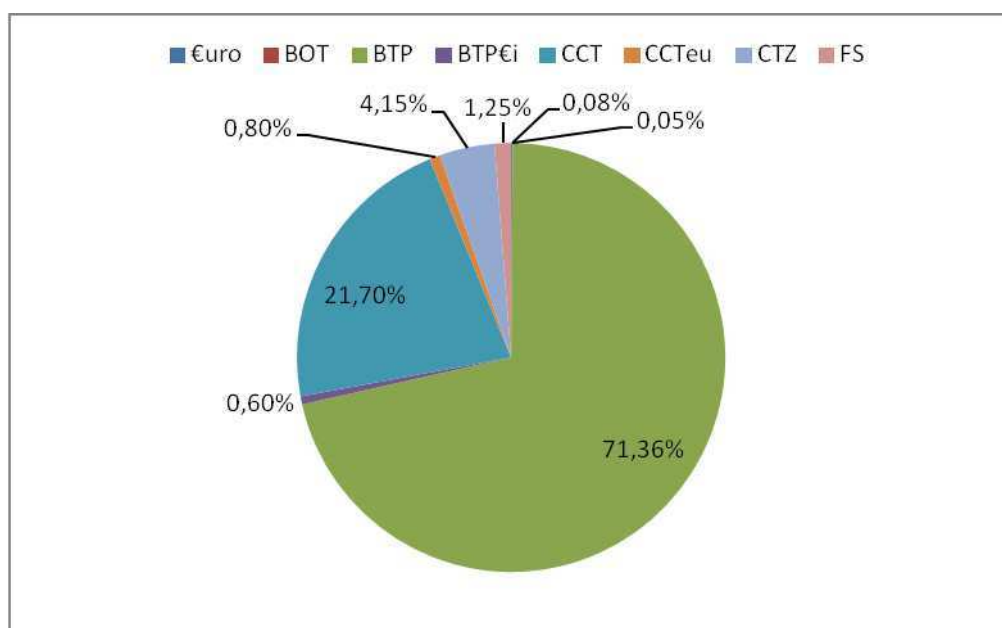


Fig. 12: Operazioni di acquisto di titoli di Stato per la riduzione del debito pubblico, anni 2000-2015, elaborazione su dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro (http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/riepilogo_operazioni_per_la_riduzione_del_debito.html).

In misura minore sono stati acquistati i BOT, BTP€i, CCTeu e i titoli delle Ferrovie dello Stato.

Grazie a queste operazioni, sui 124.000 milioni di euro riassorbiti nell'arco di tempo che mancava alla scadenza non sono stati pagati gli interessi e ciò ha portato un contenimento della relativa spesa rispetto al bilancio dello Stato. Il risanamento prevede una presa di coscienza del vincolo intertemporale del bilancio pubblico ¹¹³. L'Italia sta cercando negli ultimi anni di arrivare, come si può anche notare da quanto nella Fig. 5, ad avanzi primari che gli permettano di coprire la spesa per interessi. Una volta che essa sia coperta per intero, il disavanzo pubblico sarà azzerato e non si formerà nuovo debito pubblico. Da quel momento in poi i nuovi surplus potranno essere destinati alla riduzione del debito, fino che non si sarà raggiunto un livello in rapporto al PIL non più pericoloso. I

¹¹³ La teoria del vincolo di bilancio intertemporale si basa sul presupposto che il valore attuale delle spese deve sempre essere uguale al valore attuale delle entrate. Nei periodi futuri l'individuo che si è indebitato dovrà guadagnare un reddito maggiore delle sue uscite in modo da poter rimborsare il debito con gli interessi. (Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3ª edizione 2012, pag. 29-30)

mercati internazionali vedranno inoltre la formazioni di avanzi primari in una luce positiva. Questo sarà identificato, come già successo negli ultimi vent'anni ¹¹⁴, in un minor rischio che si trasmetterà in una riduzione del tasso medio di interesse che a suo volta determinerà una caduta della spesa per interesse, innescando un circolo con tutti i benefici che ne derivano.

Nonostante tutte queste operazioni, però, nel secondo trimestre del 2015 il debito pubblico italiano ha raggiunto il massimo storico per un totale di 2.195.469,17 milioni di euro. Il rapporto tra debito e PIL si è mantenuto su un valore simile a quello dell'anno precedente, aumentando di poco (dal 131,91% di fine 2014 al 132,24% di fine 2015). Negli ultimi quindici anni si è riusciti il più delle volte a rispettare il vincolo del 3% dell'indebitamento netto sul PIL (con l'unica eccezione della crisi del 2008), ma il rapporto tra debito pubblico e PIL è costantemente cresciuto.

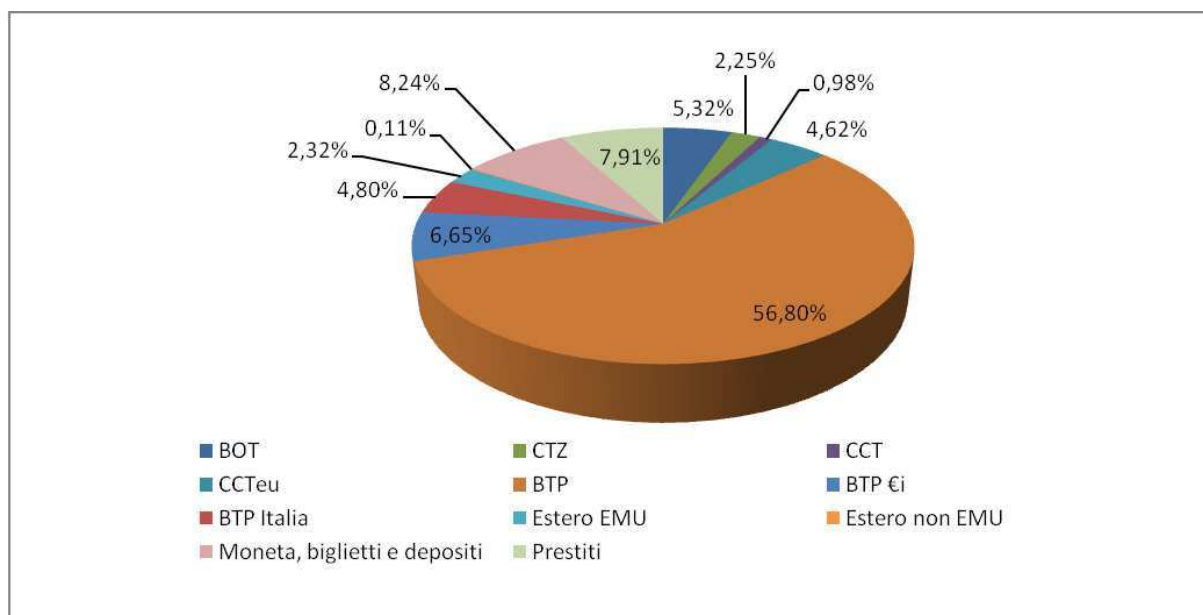


Fig. 13: *Composizione per strumenti del debito pubblico italiano a fine 2015*, elaborazione su dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro e di Banca d'Italia (dati in Allegato 1).

Per quanto riguarda la composizione del debito pubblico, da quanto in Fig. 13 si può notare come nell'ultimo trimestre del 2015 per più di metà (56,80%) sia costituito dai BTP per complessivi 1.229.152,23 milioni di euro, percentuale che arriva quasi al 70% se si considerano anche i BTP€i e i BTP Italia. La moneta, biglietti e depositi e i prestiti coprono una percentuale intorno all'8% ciascuna, mentre i BOT solo quella del 5,32% a segnale che non è stato necessario coprire eccessivi squilibri di cassa temporanei nonché l'orientamento ad allungare la vita residua del debito pubblico visti i bassi tassi di interesse.

Nelle Fig. 14 e 15 viene evidenziato come dal primo trimestre del 1999 al quarto trimestre del 2015 sono fortemente cresciute le emissioni di BTP, BTP€i, BTP Italia e CCTeu. Vi è stato un aumento nella sottoscrizione di titoli indicizzati e una riduzione di quelli che non lo sono. Infatti, le emissioni di CCT e CTZ sono calate drasticamente, con i primi che hanno subito una contrazione di quasi il 20%.

Come detto in precedenza anche i BOT sono diminuiti, soprattutto per la volontà del Tesoro di aumentare la vita residua media dei titoli di Stato. Dalla Tab. 1 emerge, però, un dato allarmante: nonostante tutte le operazioni di ristrutturazione, nel nuovo millennio il debito pubblico è aumentato di quasi mille miliardi di euro.

¹¹⁴ Per maggiori approfondimenti si veda quanto visto in precedenza nel capitolo 4. La spesa per interessi, il tasso medio di interesse e i detentori dei titoli di Stato.

mln €	1° trimestre 1999	4° trimestre 2015	2015-1999
CCT	263.347,00	21.260,38	-242.086,62
CTZ	88.758,00	48.651,06	-40.106,94
Other	26.579,00	0,00	-26.579,00
BOT	138.120,00	115.073,80	-23.046,20
CTE	7.744,00	0,00	-7.744,00
BOT flessibili	0,00	0,00	0,00
Ferrovie dello Stato	0,00	0,00	0,00
Esteri non EMU	0,00	2.407,31	2.407,31
Esteri EMU	39.772,00	50.157,95	10.385,95
Moneta, biglietti e depositi	100.655,70	178.271,00	77.615,30
Prestiti	74.106,20	171.175,00	97.068,80
CCTeu	0,00	99.920,92	99.920,92
BTP Italia	0,00	103.825,89	103.825,89
BTP €i	0,00	143.995,32	143.995,32
BTP	541.022,00	1.229.152,23	688.130,23
Totale debito pubblico	1.280.103,90	2.163.890,86	883.786,96

Tab. 1: *Debito pubblico al 1° trimestre 1999, debito pubblico al 4° trimestre 2015 e differenza 2015-1999. Elaborazione su dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro e di Banca d'Italia (dati in Allegato 1)*

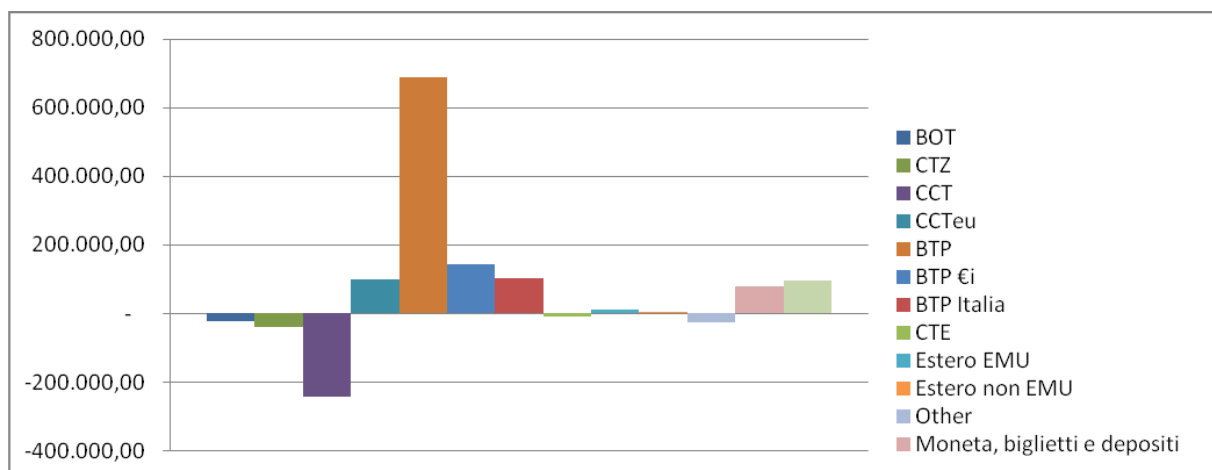


Fig. 14: *Variazioni assolute in mln € nella composizione del debito pubblico: debito pubblico al 4° trimestre 2015 – debito pubblico al 1° trimestre 1999, dati in Tab. 1.*

	1° trimestre 1999	4° trimestre 2015	2015-1999
CCT	20,57%	0,98%	-19,59%
BOT	10,79%	5,32%	-5,47%
CTZ	6,93%	2,25%	-4,69%
Other	2,08%	0,00%	-2,08%
Eestero EMU	3,11%	2,32%	-0,79%
CTE	0,60%	0,00%	-0,60%
BOT flessibili	0,00%	0,00%	0,00%
Ferrovie dello Stato	0,00%	0,00%	0,00%
Eestero non EMU	0,00%	0,11%	0,11%
Moneta, biglietti e depositi	7,86%	8,24%	0,38%
Prestiti	5,79%	7,91%	2,12%
CCTeu	0,00%	4,62%	4,62%
BTP Italia	0,00%	4,80%	4,80%
BTP €i	0,00%	6,65%	6,65%
BTP	42,26%	56,80%	14,54%

Tab. 2: *Composizione per strumenti del debito pubblico al 1° trimestre 1999, 4° trimestre 2015 e differenza 2015 1999. Elaborazione su dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro e di Banca d'Italia (dati in Allegato 1).*

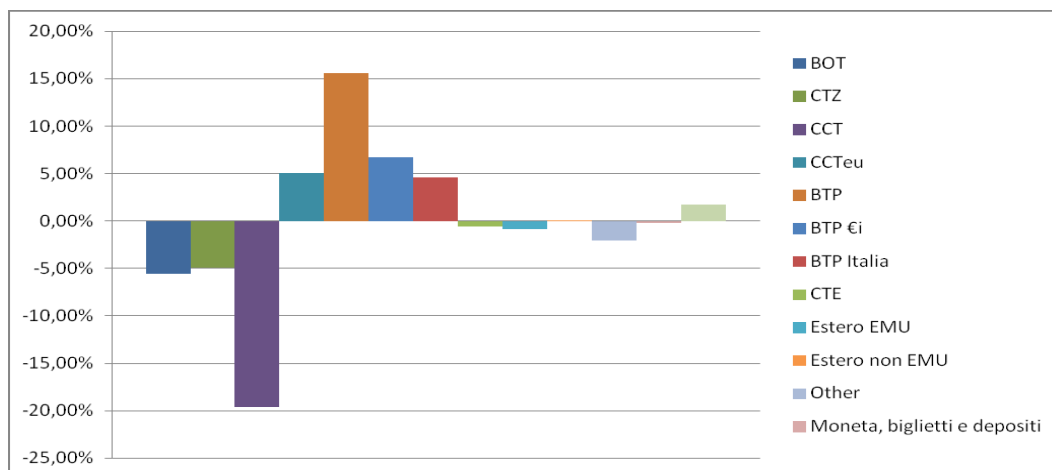


Fig. 15: *Differenza nella composizione per strumenti del debito pubblico: composizione debito pubblico al 4°trimestre 2015 – composizione debito pubblico al 1° trimestre 1999, dati in Tab. 2.*

6. CONCLUSIONI

Il debito pubblico è stato, fin dalla nascita dello Stato italiano, un problema. Nel corso degli anni varie operazioni di risanamento hanno cercato di riportarlo su livelli sostenibili. Dagli anni novanta, con il Trattato di Maastricht e i vincoli da esso imposto (fra cui quello riguardante il debito che deve tendere al 60% del PIL), si è cercato di diminuirne l'importo su valori più sostenibili, ma la crisi del 2008 e la conseguente crisi del debito sovrano non hanno fatto altro che peggiorare la situazione. Se negli ultimi vent'anni si è riusciti, con opportune manovre, a rispettare il vincolo di disavanzo del 3%, salvo qualche raro caso, non si è riusciti a contenere o contrarre il rapporto debito/PIL, che continua ad aumentare.

I dati disponibili per il 2016 sembrano confermano la situazione dell'anno 2015. Dal secondo Bollettino trimestrale del 2016, reso disponibile dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro ¹¹⁵, emerge come i valori nella composizione dei titoli di Stato seguano lo stesso trend del 2015.

Dalla Fig. 16 è infatti possibile notare come stia proseguendo la crescita dei BTP al 57,88% contro il 56,34% alla stessa data nel 2015. Continua la crescita dei CCTeu. i CCT sembrano destinati alla dismissione. Anche il peso dei BOT è in diminuzione, a segnale della continua volontà del governo di allungare la vita residua dei titoli di Stato ¹¹⁶ per cercare di risanare il debito approfittando dei bassi tassi di interesse.

Continua inoltre la discesa del tasso medio di interesse dei titoli di Stato, che al 30 Giugno 2016 è sceso fino al 0,61% contro lo 0,70% di fine 2015 ¹¹⁷. Si prevede per questo una ulteriore riduzione della spesa per interessi, con le stime su disavanzo e saldo primario che dovrebbero migliorare. Infatti, per quanto riguarda il deficit, è prevista una riduzione dal 2,59% al 2,3% entro fine anno, con il saldo primario che dovrebbe salire dall'1,59% all'1,7% ¹¹⁸.

Gli ultimi dati disponibili riportano un debito pubblico ancora in aumento, con un valore che a giugno ha raggiunto il nuovo livello record di 2.242,183 miliardi di euro. Il rapporto con il PIL rimane però su percentuali simili a quelle del 2015, anche per la modesta crescita dell'economia. Viene confermato il nuovo cambio di tendenza sui detentori del debito, con gli investitori stranieri che stanno nuovamente iniziando a sottoscrivere titoli di Stato italiani. La percentuale di detentori esteri del debito italiano è, infatti, salita ad aprile fino al 34,8%, contro i 33,90% del 2014 ¹¹⁹.

Oggi si sta continuando sulla strada della ristrutturazione del debito. Recentemente il Ministero dell'Economia e delle Finanze sta studiando la possibilità di emettere titoli di Stato, in particolare BTP, anche con scadenza a 50 anni, allungando ulteriormente la vita residua del debito in un momento di tassi bassi. Si potrebbero così raccogliere risorse a basso costo per far fronte, per esempio, alle crescenti spese assicurative e pensionistiche.

Alla luce dell'odierno stock di debito pubblico la via della ristrutturazione appare come una scelta obbligata e favorita dai bassi tassi di interesse. Tali manovre dovrebbero continuare fino ad avere avanzi primari che coprano le spese per interessi.

¹¹⁵ Per il secondo Bollettino trimestrale del 2016 del Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro – si veda http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/bollettino_trimestrale/Bollettino_trimestrale_-_2x_trimestre_2016.pdf.

¹¹⁶ Nel secondo bollettino trimestrale del 2016 reso disponibile dal Ministero del Tesoro la vita residua è pari a 6,52 anni, stesso dato di fine 2015.

¹¹⁷ http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Tasso_Medio_allxEmissione_dei_Titoli_di_Stato_x1990-2016x.pdf.

¹¹⁸ Il Sole24Ore, http://www.infodata.ilssole24ore.com/2016/07/08/trimestrale-istat/?refresh_ce=1.

¹¹⁹ http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2016/06/15/bankitalia-nuovo-record-del-debito-pubblico-italiano-ad-aprile-2230-miliardi_3def8264-1fba-43ec-9c14-e77d7416c34e.html.

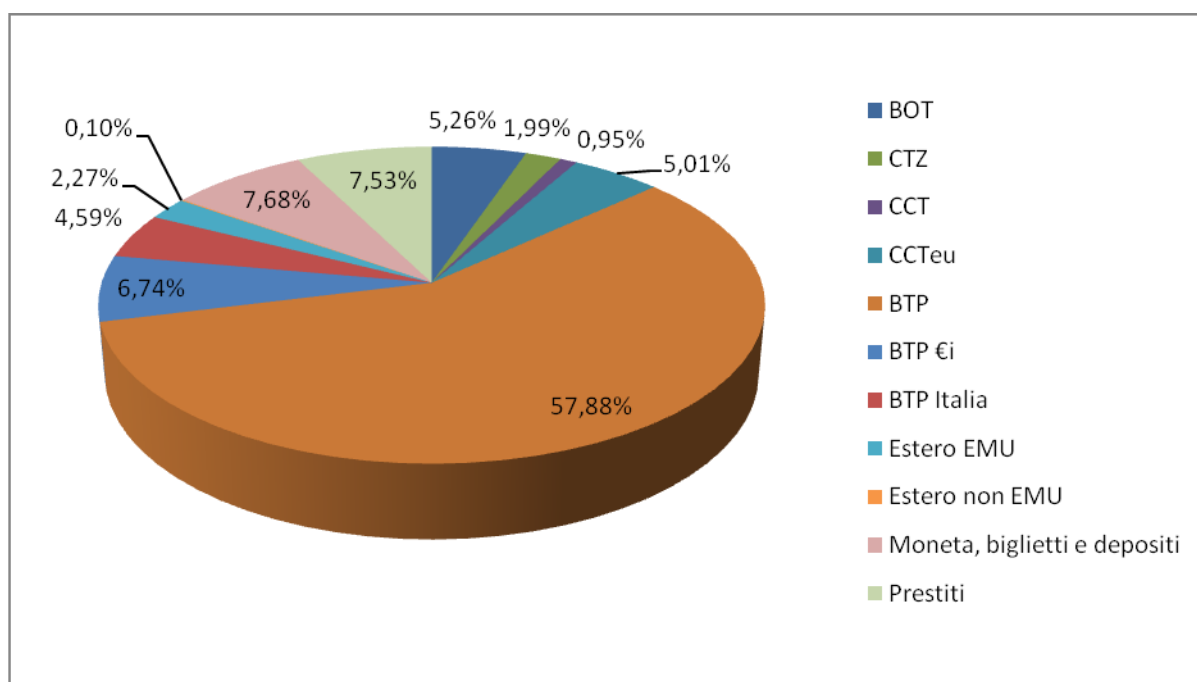


Fig. 16: *Composizione del debito pubblico nel secondo trimestre del 2016 (dati in Allegato 1).*

Si deve impedire la formazione di un debito che si autoalimenti, dove il nuovo stock emesso non serve ad altro che a pagare i creditori, togliendo così risorse alla popolazione in termini di beni e servizi pubblici. Inoltre, allo scopo di evitare futuri disavanzi eccessivi, è necessario lavorare sotto il profilo dell'efficienza cercando di arrivare ai risultati attesi utilizzando nel miglior modo le risorse a disposizione ed evitando sprechi. Sarebbe quindi opportuno che si varino riforme per cercare di raggiungere tutto questo. Solo quando nei bilanci pubblici non vi sarà disavanzo si potrà ridurre il rapporto debito/PIL verso livelli più bassi e stabili.

Va sottolineato, infine, che si dovrebbero ulteriormente incrementare le misure che favoriscono la detenzione domestica dei titoli del debito pubblico al fine di ridurre al minimo gli effetti della speculazione finanziaria internazionale e quindi l'impatto sulla volatilità e il valore del debito.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Il Mulino, 3^a edizione 2012.
- Luciano Munari, *Strumenti finanziari e creditizi*, McGraw-Hill Education, 3^a edizione 2015.
- ADUSBEF, <http://www3.adusbef.it/download.asp?Id=9381&T=P>.
- ADUSBEF, www.adusbef.it/public/adusbef_8086.doc.
- AMECO, Serie storiche sull'indebitamento netto e sul saldo primario, disponibili su http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm.
- AMECO, Serie storica sulla spesa per interessi, disponibile su http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm.
- ANSA, http://www.ansa.it/sito/notizie/economia/2016/06/15/bankitalia-nuovo-record-del-debito-pubblico-italiano-ad-aprile-2230-miliardi_3def8264-1fba-43ec-9c14-e77d7416c34e.html.
- Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n.31 – Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica, disponibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2008-0031/index.html>.

- Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, Supplementi al Bollettino Statistico dal 2007 ad oggi, disponibili su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/index.html>.
- Banca d'Italia, *Il PIL per la storia d'Italia*, disponibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/collana-storica/pil-storia-italia/index.html>.
- Banca d'Italia, *Serie storiche del debito delle amministrazioni pubbliche*, anno XVIII Numero 73 – 11 Dicembre 2008 disponibile su https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/sistema-informativo-statistico/metodologia/suppl_73_08.pdf#page=1&zoom=auto,-107,842.
- Borsa italiana, *Euribor*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/euribor.htm>.
- Borsa italiana, *Corso tel quel*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Corso%20Tel%20Quel>.
- Borsa italiana, *Il PIL*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/pil.htm>.
- Borsa italiana, *Le obbligazioni zero coupon*, disponibile su <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Obbligazione%20Zero%20Coupon>.
- Il Sole24Ore, http://www.infodata.ilssole24ore.com/2016/07/08/trimestrale-istat/?refresh_ce=1.
- Il Trattato di Maastricht, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=URISERV%3Axy0026>.
- ISTAT, *Serie storiche sul PIL*, disponibili su http://dati.istat.it/Index.aspx?DataSetCode=DCCN_SQCN.
- ISTAT, *Rapporto annuale 2013*, disponibile su <http://www.istat.it/it/files/2013/05/cap1.pdf>.
- ISTAT, *Conti economici nazionali*, disponibile su http://www3.istat.it/dati/catalogo/20120118_00/cap_12.pdf.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro, Bollettini trimestrale dal 1999 ad oggi, disponibili su http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/bollettino_trimestrale/.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Legge di Stabilità 2013*, disponibile su http://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Legge_di_stabilit/2013/Legge_di_Stabilitx_2013_Testo.pdf.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Legge di Stabilità 2014*, disponibile su http://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Legge_di_stabilit/2014/Legge_di_Stabilitx_2014_Testo.pdf.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Legge di Stabilità 2015*, disponibile su http://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Legge_di_stabilit/2015/Legge_di_Stabilita_2015.pdf.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Legge di Stabilità 2016*, disponibile su http://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Bilancio_di_previsione/Legge_di_stabilit/2016/legge_di_stabilita_2016_.pdf.
- Ministero dell'Economia e della Finanza – Dipartimento del Tesoro, *Modalità di svolgimento delle aste*, disponibile su http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/normativa_spalla_destra/Modalitx_di_svolgimento_delle_aste_.pdf.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro, *Il Fondo Ammortamento*, disponibile su http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/fondo_ammortamento/.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Il Conto di disponibilità del Tesoro*, disponibile su http://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/e-GOVERNME1/Conto_disponibilit/.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro, *Operazioni di riacquisto*, disponibile su http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/altre_operazioni/operazioni_riacquisto/.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro, *Riepilogo operazioni per la riduzione del debito*, disponibile su

http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/riepilogo_operazioni_per_la_riduzione_del_debito.html.

- Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro, Tasso medio all'emissione dei Titoli di Stato 1990-2016, disponibile su http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Tasso_Medio_allxEmissione_dei_Titoli_di_Stato_x1990-2016x.pdf.
- Serie storica dell'inflazione, disponibile su <http://it.inflation.eu/tassi-di-inflazione/italia/inflazione-storica/cpi-inflazione-italia.aspx>.

– ALLEGATI

ALLEGATO 1

Composizione trimestrale per strumenti del debito pubblico italiano e vita residua dei titoli di Stato (in anni) dal 1999 al 2016. Elaborazione personale su dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro (http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/bollettino_trimestrale/) e Banca d'Italia (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2008-0031/index.html> e <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/index.html>)

Anno	1999				2000			
	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
BOT	10,79%	10,38%	9,95%	9,25%	8,82%	8,45%	8,53%	7,83%
BOT flessibili	x	x	x	x	x	x	x	x
CTZ	6,93%	7,13%	7,09%	6,38%	6,26%	6,05%	5,30%	4,79%
CCT	20,57%	19,60%	19,53%	19,00%	18,62%	18,29%	18,18%	18,27%
CCTeu	x	x	x	x	x	x	x	x
BTP	42,26%	43,64%	44,51%	45,35%	46,54%	47,23%	47,81%	48,71%
BTP €	x	x	x	x	x	x	x	x
BTP Italia	x	x	x	x	x	x	x	x
CTE	0,60%	0,60%	0,36%	0,25%	0,19%	0,15%	0,11%	0,12%
Ferrovie dello Stato	x	0,38%	0,34%	0,34%	0,31%	0,26%	0,26%	0,27%
Estero EMU	3,11%	4,66%	1,36%	1,36%	1,30%	1,51%	1,59%	2,09%
Estero non EMU	x	x	3,13%	3,31%	3,76%	4,02%	4,26%	3,36%
Other	2,08%	x	x	x	x	x	x	x
Moneta, biglietti e depositi	7,86%	7,87%	8,11%	8,55%	8,57%	8,52%	8,60%	8,88%
Prestiti	5,79%	5,76%	5,61%	6,21%	5,64%	5,51%	5,35%	5,67%
Debito pubblico/PIL	x	x	x	110,32%	x	x	x	105,20%
Vita residua dei titoli di Stato (in anni)	5,40	5,49	5,55	5,63	5,76	5,76	5,76	5,73

2001				2002				2003			
1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
8,58%	8,87%	8,96%	8,37%	8,81%	8,99%	8,74%	8,34%	9,16%	9,22%	9,16%	8,66%
x	x	0,19%	x	0,39%	0,68%	0,64%	x	0,29%	0,43%	0,42%	x
4,23%	4,40%	4,25%	3,57%	3,97%	4,82%	4,65%	4,34%	4,42%	4,51%	4,34%	3,81%
17,87%	17,49%	17,67%	16,78%	16,61%	16,25%	16,32%	15,80%	15,32%	15,07%	14,25%	14,30%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
48,97%	49,07%	48,63%	49,38%	48,55%	48,38%	48,53%	49,26%	48,27%	48,29%	49,11%	50,09%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	0,49%	0,74%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
0,07%	0,07%	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
0,23%	0,23%	0,23%	0,11%	0,11%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
2,66%	2,67%	2,99%	3,29%	3,48%	3,21%	3,19%	3,59%	3,88%	3,95%	3,87%	4,05%
3,16%	2,95%	2,72%	2,71%	2,85%	2,62%	2,83%	2,43%	2,59%	2,38%	2,30%	2,10%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
8,88%	8,96%	9,26%	10,21%	9,93%	9,91%	10,05%	11,01%	10,90%	11,10%	11,26%	8,13%
5,35%	5,30%	5,09%	5,58%	5,29%	5,11%	5,01%	5,20%	5,12%	5,02%	4,76%	8,08%
x	x	x	104,69%	x	x	x	101,36%	x	x	x	99,30%
5,78	5,79	5,83	5,87	5,90	5,94	5,94	5,56	5,54	5,67	5,87	6,05

2004				2005				2006			
1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
9,47%	9,27%	9,22%	8,36%	8,76%	8,85%	8,97%	7,96%	8,62%	8,81%	8,31%	7,91%
0,46%	0,58%	0,58%	x	x	0,30%	0,43%	x	0,29%	0,32%	0,32%	x
3,64%	3,44%	3,97%	3,21%	3,62%	3,13%	2,73%	2,92%	3,45%	3,14%	2,68%	2,81%
13,69%	13,47%	13,22%	13,91%	13,83%	13,43%	13,90%	13,43%	12,54%	12,54%	12,93%	12,29%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
49,15%	48,99%	48,91%	49,86%	49,16%	48,66%	47,68%	48,45%	47,46%	47,73%	47,80%	48,51%
1,07%	1,52%	1,66%	2,01%	2,50%	2,95%	3,12%	3,25%	3,34%	3,70%	3,81%	3,92%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
4,37%	4,20%	4,21%	4,25%	4,09%	4,25%	4,32%	4,21%	4,28%	4,49%	4,87%	4,91%
1,99%	2,08%	1,90%	1,81%	1,80%	1,70%	1,71%	1,78%	1,47%	1,03%	0,72%	0,59%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
8,36%	8,95%	8,83%	9,07%	8,86%	9,47%	9,74%	10,11%	10,48%	10,31%	10,31%	10,11%
7,81%	7,50%	7,51%	7,52%	7,37%	7,26%	7,39%	7,88%	8,09%	7,93%	8,24%	8,95%
x	x	x	98,03%	x	x	x	99,29%	x	x	x	100,28%
6,17	6,23	6,26	6,43	6,30	6,31	6,37	6,56	6,67	6,61	6,63	6,77

2007				2008				2009			
1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
8,81%	8,71%	8,62%	8,17%	8,42%	8,72%	9,03%	8,88%	9,35%	9,37%	9,12%	8,05%
0,25%	0,25%	0,57%	x	0,90%	1,20%	0,77%	0,15%	0,55%	0,75%	0,40%	x
3,42%	3,09%	2,58%	2,74%	3,38%	2,93%	3,50%	2,86%	3,46%	3,37%	3,99%	3,72%
12,12%	12,50%	12,05%	12,14%	12,18%	11,70%	11,35%	11,17%	10,84%	10,58%	9,63%	9,40%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
47,22%	47,97%	48,97%	48,93%	47,56%	47,46%	48,62%	50,35%	49,69%	49,33%	51,11%	52,10%
4,18%	4,66%	4,86%	5,04%	5,25%	5,81%	5,18%	5,17%	5,15%	5,50%	5,57%	5,85%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
5,16%	5,28%	4,92%	4,92%	4,83%	4,47%	4,37%	4,17%	4,10%	4,01%	3,81%	3,91%
0,23%	0,22%	0,21%	0,14%	0,13%	0,13%	0,14%	0,14%	0,14%	0,13%	0,09%	0,09%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
9,84%	8,72%	8,59%	9,11%	8,91%	8,95%	8,83%	9,00%	8,75%	8,96%	8,43%	8,95%
8,79%	8,60%	8,64%	8,79%	8,44%	8,63%	8,22%	8,11%	7,96%	8,01%	7,86%	7,91%
x	x	x	97,52%	x	x	x	100,24%	x	x	x	110,60%
6,78	6,78	6,71	6,85	6,67	6,84	6,84	6,82	6,64	6,84	6,87	7,07

2010				2011				2012			
1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
8,48%	8,27%	7,90%	7,14%	7,58%	7,23%	7,50%	6,97%	7,64%	7,79%	7,99%	7,66%
x	x	x	x	x	x	0,16%	x	0,70%	0,33%	0,33%	x
4,38%	4,10%	3,69%	3,95%	3,88%	3,64%	3,37%	3,57%	3,63%	3,43%	3,34%	3,11%
9,00%	8,44%	8,24%	7,37%	7,21%	6,24%	6,28%	5,35%	4,58%	4,51%	4,48%	3,80%
x	x	0,66%	1,23%	1,49%	1,88%	2,18%	2,26%	2,25%	2,33%	2,37%	2,42%
51,81%	52,65%	53,73%	54,52%	53,87%	54,90%	54,33%	55,83%	54,47%	54,72%	55,17%	55,48%
5,95%	6,32%	5,56%	5,68%	5,91%	6,29%	6,34%	6,41%	6,40%	6,60%	5,96%	6,18%
x	x	x	x	x	x	x	x	0,38%	0,46%	0,46%	1,37%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
3,85%	3,90%	4,08%	3,84%	3,67%	3,52%	3,70%	3,51%	3,45%	3,21%	3,17%	2,97%
0,09%	0,10%	0,09%	0,09%	0,09%	0,08%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
8,58%	8,54%	8,37%	8,56%	8,35%	8,26%	8,14%	8,09%	8,32%	8,00%	8,19%	8,12%
7,85%	7,69%	7,69%	7,61%	7,95%	7,96%	7,93%	7,91%	8,11%	8,52%	8,46%	8,82%
x	x	x	113,48%	x	x	x	115,36%	x	x	x	122,29%
7,06	7,07	7,16	7,20	7,16	7,09	7,11	6,99	6,83	6,71	6,58	6,62

2013				2014				2015			
1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre
7,76%	7,77%	7,56%	6,86%	6,85%	6,61%	6,49%	5,90%	6,01%	5,86%	5,69%	5,32%
x	0,15%	0,41%	x	x	x	x	x	x	x	x	x
3,70%	3,48%	3,41%	3,71%	3,49%	3,27%	3,06%	2,48%	2,94%	2,48%	2,77%	2,25%
3,69%	3,62%	2,94%	2,88%	2,17%	2,10%	2,14%	1,50%	1,46%	1,45%	0,97%	0,98%
2,58%	2,92%	3,11%	3,18%	3,24%	3,48%	3,77%	4,11%	4,27%	4,61%	4,96%	4,62%
55,16%	54,50%	55,06%	54,61%	55,66%	55,35%	56,00%	56,63%	56,69%	56,34%	56,39%	56,80%
6,24%	6,35%	6,44%	6,49%	6,61%	6,72%	6,06%	6,13%	6,05%	6,26%	6,36%	6,65%
1,34%	2,14%	2,15%	3,23%	3,15%	4,03%	4,10%	4,44%	4,34%	4,73%	4,76%	4,80%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
2,86%	2,75%	2,71%	2,68%	2,64%	2,56%	2,55%	2,53%	2,32%	2,29%	2,30%	2,32%
0,09%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,10%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
7,95%	7,53%	7,57%	7,70%	7,81%	7,74%	7,69%	8,14%	7,89%	8,05%	7,93%	8,24%
8,64%	8,70%	8,56%	8,58%	8,31%	8,05%	8,07%	8,03%	7,92%	7,82%	7,76%	7,91%
x	x	x	128,25%	x	x	x	131,91%	x	x	x	132,24%
6,47	6,46	6,44	6,43	6,32	6,33	6,39	6,38	6,45	6,46	6,48	6,52

2016	
1° trimestre	2° trimestre
5,35%	5,26%
x	x
2,49%	1,99%
0,96%	0,95%
4,75%	5,01%
57,62%	57,88%
6,52%	6,74%
4,35%	4,59%
x	x
x	x
2,19%	2,27%
0,10%	0,10%
x	x
7,95%	7,68%
7,74%	7,53%
x	x
6,46	6,52

ALLEGATO 2

Operazioni sui titoli di Stato per la riduzione del debito pubblico, anni 2000-2015. Elaborazione su dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro (http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/riepilogo_operazioni_per_la_riduzione_del_debito.html)

Operazioni sui titoli di Stato per la riduzione del debito pubblico				
Tipologia titolo	Riacquisti con Fondo Ammortamento	Rimborsi a scadenza con Fondo Ammortamento	Rimborsi anticipati extra Fondo / Riacquisti con Conto Disponibilità dal 2014	Totale
BOT	0,05%	0,00%	0,00%	0,05%
€uro	0,00%	0,00%	0,08%	0,08%
BTP€i	0,36%	0,00%	0,24%	0,60%
CCTeu	0,80%	0,00%	0,00%	0,80%
FS	0,00%	0,00%	1,25%	1,25%
CTZ	0,74%	3,42%	0,00%	4,15%
CCT	5,19%	4,03%	12,48%	21,70%
BTP	17,44%	30,59%	23,33%	71,36%
Totale complessivo	24,58%	38,04%	37,38%	100,00%

ALLEGATO 3

Tasso medio di interesse sui titoli di Stato italiani, spesa per interesse in rapporto al debito pubblico totale e inflazione negli anni dal 1995 al 2015. Elaborazione:

- per il tasso medio di interesse sui titoli di Stato su dati forniti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro - (http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Tasso_Medio_allxEmissione_dei_Titoli_di_Stato_x1990-2016x.pdf).
- per la spesa per interessi su dati Ameco (http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm).
- per l'inflazione su dati disponibili su <http://it.inflation.eu/tassi-di-inflazione/italia/inflazione-storica/cpi-inflazione-italia.aspx>.

Anno	Tasso medio di interesse (titoli di Stato)	Spesa per interessi (% sul debito pubblico)	Inflazione
1995	11,10%	10,27%	5,57%
1996	8,67%	10,04%	2,86%
1997	6,44%	8,23%	1,90%
1998	4,64%	7,21%	1,68%
1999	3,35%	5,96%	2,11%
2000	4,79%	5,91%	2,70%
2001	4,33%	6,07%	2,37%
2002	3,74%	5,40%	2,83%
2003	2,72%	5,04%	2,50%
2004	2,66%	4,77%	2,03%
2005	2,47%	4,63%	1,99%
2006	3,32%	4,53%	1,87%
2007	4,14%	4,83%	2,61%
2008	4,09%	5,01%	2,24%
2009	2,18%	4,16%	1,02%
2010	2,10%	3,89%	1,88%
2011	3,61%	4,13%	3,29%
2012	3,11%	4,38%	2,31%
2013	2,08%	3,89%	0,66%
2014	1,35%	3,59%	0,00%
2015	0,70%	3,20%	0,09%

ALLEGATO 4

Detentori dei titoli di Stato italiani dagli anni Novanta al 2014. Elaborazione su dati ADUSBEF - Associazione Difesa Utenti Servizi Bancari e Finanziari (www.adusbef.it/public/adusbef_8086.doc e <http://www3.adusbef.it/download.asp?Id=9381&T=P>)

Detentori dei titoli di Stato italiani								
Anno	1991	1998	2005	2006	2007	2008	2009	2014
Detentori domestici	94,01%	70,88%	46,69%	47,25%	49,04%	45,65%	49,09%	64,70%
Detentori esteri	5,99%	29,12%	53,31%	52,75%	50,96%	54,35%	50,91%	35,30%