



UNA PROPOSTA PER RIDURRE IL FARDELLO  
DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

Michele Fratianni      Antonio Maria Rinaldi  
Paolo Savona

*Working paper no. 81*

April 2013

# UNA PROPOSTA PER RIDURRE IL FARDELLO DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

**Michele Fratianni,\* Antonio Maria Rinaldi\*\* e Paolo Savona\*\*\***

Lavoro di prossima pubblicazione nella Collana del Mulino in una raccolta di saggi curata da Donato Iacovone e Riccardo Paternò per conto della Ernst & Young Business School Ricerche

---

*\*Professore emerito, Indiana University, Kelley School of Business, Bloomington, Indiana (USA) e docente di finanza internazionale presso l'Università Politecnica delle Marche, Ancona, email: [fratiann@indiana.edu](mailto:fratiann@indiana.edu); \*\* Docente di finanza aziendale presso l'Università G. D'Annunzio di Pescara e alla Link Campus University, email: [antonio.rinaldi@unich.it](mailto:antonio.rinaldi@unich.it); \*\*\*Professore emerito di politica economica alla Luiss Guido Carli, Roma.*

*Ringraziamo Alessio Veccia per la preziosa collaborazione prestata nel reperimento ed elaborazione dei dati e Franco Spinelli, Andrea Presbitero e Francesco Marchionne per gli utili commenti fatti al lavoro.*

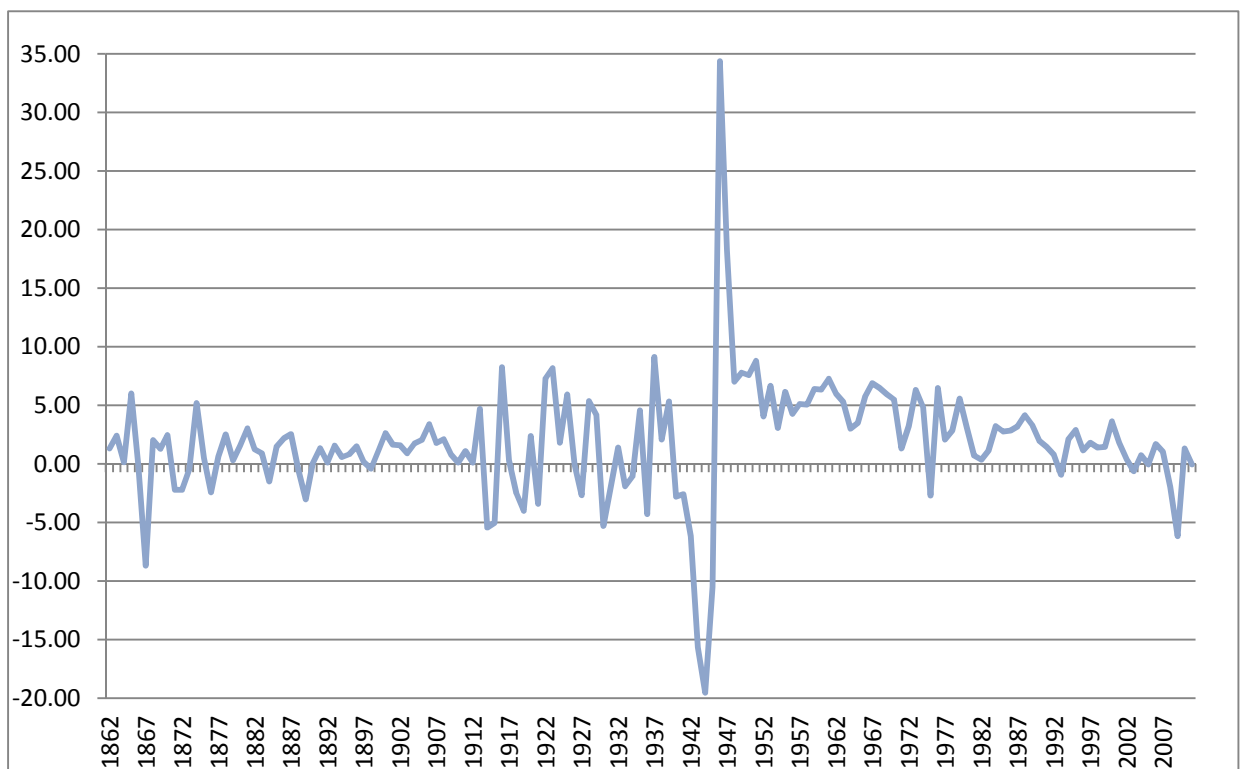
## 1. Premessa

L'economia italiana è in profonda crisi e non soltanto da quando è esplosa la crisi finanziaria globale, che ha colto le sue istituzioni impreparate a fronteggiarla. Sono molti i vincoli interni che frenano lo sviluppo; su di essi gli analisti forniscono diagnosi e terapie che stentano di tramutarsi nel consenso necessario per agire. In passato, anche in quello lontano, l'accettazione di vincoli esterni della partecipazione alla competizione internazionale e alle istituzioni che la propiziano e la vigilano ha dato i frutti correttivi attesi; questa volta, tuttavia, non sembrano agire nella stessa direzione, anzi palesano spinte verso il degrado produttivo e l'aumento della disoccupazione con inevitabili conseguenze socio-politiche. Dalla messa in circolazione dell'euro, il PIL pro capite a prezzi costanti è cresciuto ad un tasso medio annuo dello 0,24%, il valore minimo registrato nello stesso arco tempo fin dall'unificazione politica italiana (vedi **Figura 1**). Nel periodo fra le due guerre mondiali, 1921-1937, che include il ritorno al tallone aureo e poi la sua fine e la Grande Depressione degli anni Trenta, la crescita media annuale della stessa variabile è stata dell'1,6%, sei volte la crescita media annuale del più recente periodo. Un altro indicatore delle difficoltà recenti del Paese è la persistenza del deficit delle partite correnti: 11 anni su 13 dal 1999 al 2011, ossia da quando ha preso avvio l'eurosistema (vedi **Figura 2**). L'Italia non è stata capace di fare gli

aggiustamenti necessari per sostenere la sua competitività nel regime di cambi fissi dell'euroarea e fluttuanti, con tendenza alla rivalutazione, rispetto al resto dell'Europa e del mondo.

I severi problemi economici italiani non sono esclusivamente di natura interna. La fragilità della costruzione dell'Unione Economica e Monetaria Europea e in particolare l'assenza di un ammortizzatore fiscale a livello comunitario hanno severamente aggravato le prospettive del Paese nel ritrovare la via della crescita applicando la politica dell'*austerità*.

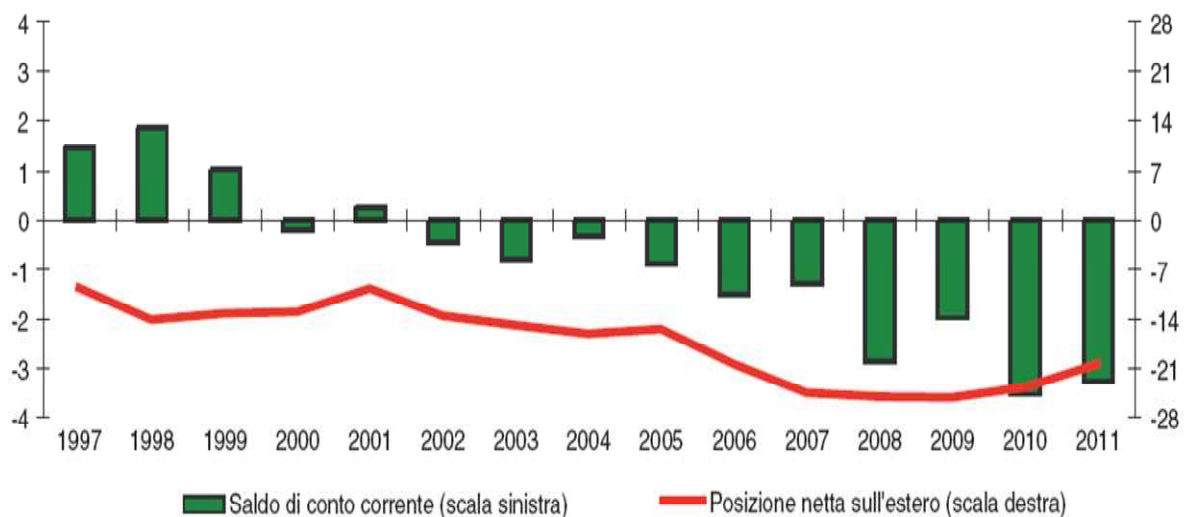
**Figura 1:** Tasso di crescita annuale del PIL reale pro capite, 1862-2011.



Fonte: Baffigi (2011, archivio dati) e nostra integrazione per l'anno 2012

Nell'ultimo periodo quest'ultima è stata controproducente nel ridurre il rapporto fra debito pubblico e PIL. Le riduzioni dello spread fra il rendimento dei titoli di Stato decennali italiani e tedeschi hanno giovato più dall'annuncio della Banca Centrale Europea (BCE) di non far fallire l'euro che dalla stretta fiscale. I differenziali dei rapporti debito/PIL e deficit di bilancio fra l'Italia e la Germania spiegano solo parzialmente l'entità dello spread fra i rendimenti dei titoli di Stato di questi due paesi. Molto giocano variabili di competitività che influenzano i saldi delle partite correnti (Alessandrini et al. 2012).

**Figura 2:** Saldo delle partite correnti italiane e posizione netta sull'estero, in percentuale del PIL, 1997-2011.



Fonte: nostra. elaborazione su dati Banca d'Italia.

Il debito pubblico è diventato un fardello così pesante e costoso da rendere oltremodo costosa l'attuale "strategia dei flussi" tesa alla riduzione del rapporto debito/PIL. E' tempo di considerare l'alternativa di una "strategia degli stock". Questa è tutt'altro che a costo zero. Nessuna strategia di uscita è a costo nullo e quello della nostra proposta di rimodulare le scadenze e gli interessi sul debito pubblico, affiancata dalla cessione del patrimonio pubblico, va valutato non in termini assoluti, ma in relazione ai costi, economici e sociali, delle alternative, fra cui quella vigente di perseguire una politica di austerità in una situazione di depressione economica che rischia, se già non lo è, di divenire strutturale.

La struttura del presente saggio è la seguente: nel paragrafo che segue diamo alcuni cenni storici sul debito pubblico italiano; nel terzo paragrafo analizziamo gli elementi essenziali del dibattito teorico sugli effetti economici del debito pubblico; nel quarto elenchiamo e valutiamo i vari metodi per riassorbire un debito pubblico eccessivo e oppressivo; nel quinto presentiamo per grandi linee la nostra proposta; nel sesto forniamo alcuni dettagli operativi della stessa e nel settimo presentiamo talune nostre valutazioni sulle possibili conseguenze .

## **2. Cenni storici sul debito pubblico italiano**

L'entità del debito pubblico è sempre stata un elemento importante per identificare il ruolo che i governi italiani hanno svolto o inteso svolgere a supporto dell'economia del Paese sin dall'unità nazionale. L'ingerenza dello Stato nell'economia, con il conseguente impiego di risorse pubbliche, ha sempre rappresentato un filo conduttore della politica dell'Italia unita nei suoi oltre 150 anni di vita, dai suoi contenuti legati alle istanze dello sviluppo alla ricerca della modernità a quelli motivati da fini sociali, con

tutte le distorsioni legate al clientelismo e assistenzialismo che li hanno caratterizzati.

Dall'analisi della **Figura 3** si evince che il rapporto debito pubblico/PIL cresce nel periodo in cui la “destra storica” è al potere come naturale conseguenza di disavanzi pubblici non coperti da entrate fiscali e/o a causa di una lenta crescita del PIL; continua a aumentare con l'avvento della “sinistra”, che intraprende notevoli spese infrastrutturali, fino a oltrepassare il valore del 120% verso la fine del XIX secolo; si riduce nel boom giolittiano degli inizi del XX secolo; si impenna di nuovo durante il primo conflitto mondiale e raggiunge il suo punto massimo nel 1919, per poi scendere repentinamente dal picco del 160% al di sotto del 100% alla fine

**Figura 3:** Debito pubblico/PIL a valori nominali espressi in percentuale, 1862-2012.



Fonte: Nostra elaborazione su dati della Banca d'Italia (2008).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> A partire dal contributo originario di Spinelli (1989a), negli ultimi anni ci sono stati diversi tentativi di aggiornare e migliorare le serie storiche sul debito pubblico italiano.

degli anni Venti, grazie al rilevante condono concesso dall'estero al nostro debito quale paese vincitore; continua a ridursi nel periodo fascista per risalire repentinamente negli anni di guerra. Sprofonda di circa 70 punti percentuali subito dopo seconda guerra mondiale, grazie a una disastrosa inflazione che falciava la ricchezza dei creditori e risana quella dei debitori. La corsa alla crescita del debito riprende negli anni Settanta, soprattutto a seguito degli effetti della crisi petrolifera (la c.d. "tassa dello sceicco"), raddoppiando nel periodo dal 1981 al 1994 dal 58,5% al 121,8%; ciò è in parte dovuto al mancato calmieramento della spesa pubblica in deficit attesa dal "divorzio Tesoro-Banca d'Italia" (1981), che innalza il costo degli interessi corrisposti sul debito, e in parte a causa delle più stringenti regole fiscali fissate dal Trattato di Maastricht (1992) e dalle sue susseguenti applicazioni. Gli anni Ottanta sono stati caratterizzati da una forte incertezza politica che ha impedito la formulazione di piani di rientro dal debito pubblico per dare stabilità anche finanziaria al Paese, nonché alle forti tensioni nei rapporti di cambio fra le valute internazionali ancora alla ricerca di un loro adeguato equilibrio dopo la fine degli accordi di Bretton Woods (1971). Né l'adesione all'accordo valutario di Basilea (1972), meglio conosciuto come "Serpente Monetario", per il controllo delle fluttuazioni di cambio delle monete europee nei confronti del dollaro, né la successiva istituzione dello SME, il Sistema Monetario Europeo (1978), riuscirono a dare stabilità alla nostra lira, il cui valore esterno era appena contenuto da continue modifiche del tasso ufficiale di sconto. Dal 1996 al 2007 le autorità di Governo, indotte dal vincolo esterno europeo, si imbarcano in un processo di risanamento che abbassa il rapporto al 103,6% ma, successivamente, la crisi finanziaria globale del 2008-2012 provoca un'inversione a U, tanto che a fine 2012 il rapporto debito pubblico/PIL ritorna ai massimi storici (127%), con valori assimilabili a quelli dei tempi di guerra.



Storicamente, quindi, il Paese è caratterizzato da un livello elevato del rapporto debito pubblico/PIL, con tre episodi in cui questo rapporto è sceso significativamente: quello del boom giolittiano (dove ha prevalso un'elevata crescita del PIL) che include la grande conversione del debito pubblico del 1906 (un *soft default* accettato dai creditori esteri); quello della moratoria Hoover e del consolidamento del 1926 (un altro *soft default*); e un terzo dovuto alla "tassa" da inflazione che ha falciato il valore reale del debito e innalzato il valore nominale del PIL prima e dopo la seconda guerra mondiale.

Dal lato dell'alimentazione del debito, la **Figura 4** mette in luce che, nell'arco che va dall'Unità d'Italia all'inizio della prima guerra mondiale, la spesa pubblica rapportata al PIL si è mantenuta in una percentuale compresa fra il 10 e il 18 per cento del PIL, per poi innalzarsi rapidamente durante la guerra fino al 40% e successivamente assestarsi dai primi anni trenta intorno al 10%. La corsa al rialzo riparte con le guerre coloniali, sfiorando il 25%, per aumentare ulteriormente con la seconda guerra mondiale, quando tocca il 38%. Nel dopoguerra assistiamo a un lungo periodo di stabilizzazione con valori decrescenti dal 28% al 20-22% fino al 1975, per poi progressivamente e costantemente risalire (35% nel 1980); dalla fine degli anni Ottanta fino ai nostri giorni ha raggiunto valori via via crescenti fino al 53%.

**Figura 4:** Spesa pubblica/PIL a valori reali in percentuale, 1862-2012.



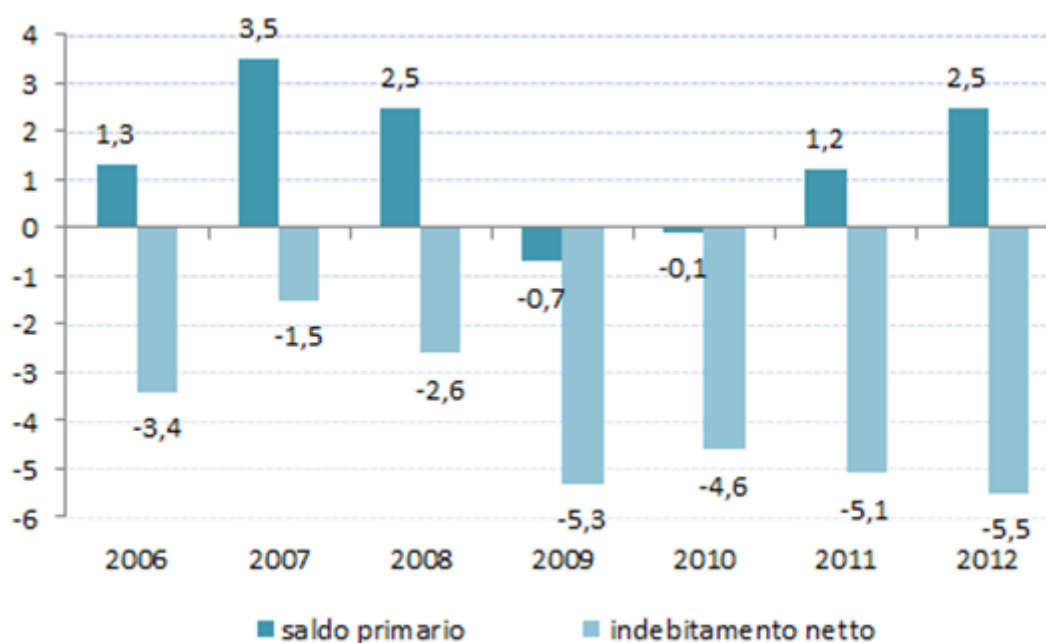
*Fonte:* MEF (2009) e nostra integrazione

L'andamento della spesa pubblica contrassegna l'evoluzione dell'Italia stessa: da interventi effettuati prevalentemente per il funzionamento della macchina dello Stato (difesa, ordine interno e infrastrutture di base) a quelli che incorporano le prestazioni sociali (istruzione, sanità, previdenza, grandi infrastrutture, potenziamento dell'amministrazione pubblica) e gli interessi sul debito. Di contro, il reperimento delle risorse per il finanziamento della spesa è passato dall'imposta sulle proprietà fondiarie, dai dazi doganali e da tasse su consumi specifici come tabacchi, alcolici ecc, a due grandi famiglie composte da imposte sui redditi personali e societari (IRPEF e IRPEG) e sugli scambi di beni e servizi (IVA), oltre che dai contributi sociali.

Le entrate generate da tutte le tipologie di tasse ed imposte, non sono mai state sufficienti a coprire totalmente le esigenze di spesa corrente primaria e per interessi sul debito, determinando normalmente esercizi finanziari in disavanzo. Solamente i vincoli fiscali previsti dai Trattati europei hanno

spinto la politica di bilancio a ottenere avanzi primari, comunque insufficienti a compensare i crescenti oneri finanziari sul debito (vedi **Figura 5**).

**Figura 5:** Indebitamento netto e saldi primari del settore pubblico, in percentuale del PIL, 2006-2012



Fonte: ISTAT, PIL e Indebitamento -Report 1.3.2011- e nostra integrazione

### 3. Alcune considerazioni sulla teoria del debito pubblico

Nella teoria keynesiana, un aumento di spesa pubblica in deficit, ossia finanziato con debito, produce effetti positivi sul reddito reale se esistono risorse inutilizzate; questi sono in parte compensati da effetti negativi se il mercato reagisce all'aumento dell'offerta di titoli chiedendo maggiori tassi dell'interesse e le autorità monetarie non adattano l'offerta di moneta; se invece quest'ultima si amplia, il risultato può cambiare se cade in un habitat di "illusioni monetarie". Il processo si ribalta se la banca centrale non condivide la scelta di monetizzare il deficit pubblico per timori inflazionistici, ossia valuta inesistenti le "illusioni fiscali" di un beneficio

derivanti da maggiori spese. Il meccanismo di trasmissione keynesiano si complica negli effetti se, in una economia aperta, la propensione marginale all'impostazione presenta valori elevati.

Ma non è tutto. La collocazione del debito pubblico all'interno di un modello rappresentativo del funzionamento di un sistema macroeconomico tiene raramente conto del vincolo di bilancio intertemporale che impone, nel lungo periodo, che esso si azzeri; in un'ottica intertemporale, infatti, la creazione di ricchezza finanziaria conseguente a un deficit pubblico finanziato con debito dovrebbe essere controbilanciata dal valore presente dal gettito tributario necessario per estinguerlo. È noto che David Ricardo (1820, 1951) fu il primo a proporre la perfetta equivalenza fra debito pubblico e tasse, anche se non celava i suoi dubbi sulla rilevanza pratica di tale proposizione. Questa interpretazione è solo un breve schema di riferimento della complessità del problema e non è lo scopo, ma il presupposto di questo lavoro.

Nella modellistica econometrica dominante trascurare l'effetto di equivalenza è giustificato o giustificabile per il fatto che i modelli sono di breve periodo. A prescindere da questa puntualizzazione, l'evidenza empirica suggerisce che nei comportamenti economici domina la non-equivalenza; ovvero il debito emesso a fronte di deficit pubblici è percepito come un aumento della ricchezza finanziaria dalla generazione presente che lo acquisisce e perciò incide positivamente sui consumi correnti (il c.d. "effetto ricchezza"). Gli stessi risultati si ripropongono per il sistema pensionistico a ripartizione anche se esso non presenta deficit gestionali; la garanzia di un reddito per la vecchiaia opera sui consumi correnti come l'effetto ricchezza. Il fatto che il legislatore/policy maker abbia preferito, in tempi di pace, un aumento del debito pubblico a un inasprimento fiscale

conferma che gli incrementi di debito alimentano la spesa e che, di conseguenza, si sfalda l'equivalenza ricardiana. Esiste cioè anche un'“illusione finanziaria” o, secondo la saggezza popolare, si preferisce un uovo oggi alla gallina domani. Se di fronte a un problema così serio è lecito scherzare, l'Italia non solo ha preferito l'uovo, ma ha fatto una bella frittata, tra il tripudio degli economisti il cui diapason del loro entusiasmo per la spesa in deficit è stato raggiunto negli anni Settanta del secolo scorso, dopo la già ricordata crisi petrolifera.

Quale è la soglia che divide la “normalità” dall'“abnormalità”? Reinhart e Rogoff (2010) hanno utilizzato un campione di 20 paesi industrializzati per un periodo che va dal 1946 al 2009; la soglia al di là della quale il debito ha un effetto boomerang per la crescita economica è individuata in un rapporto del 90 per cento sul PIL. Caner et al. (2010) utilizzano un campione più ampio in termini di paesi (101, di cui 26 industrializzati), ma più ristretto in termini di anni (1980-2008), e una metodologia che, a differenza di Reinhart e Rogoff, identifica il punto di rottura del livello del debito tollerabile al 77 per cento del PIL; per essi ogni punto percentuale di aumento si associa a una riduzione di circa due punti base di crescita reale. Lo stesso lavoro sottopone a nuova verifica anche quello svolto da Reinhart e Rogoff, utilizzando gli stessi dati e la stessa metodologia, e gli autori riscontrano che la soglia critica è molto più bassa: il 60 per cento del PIL. D'altra parte, Panizza e Presbitero (2013) non riescono a individuare una soglia puntuale fra “normalità” e “abnormalità”, il cui valore risulta sensibile al campione statistico e alla metodologia seguita. In sintesi, non esiste una regola meccanica che divida la serie temporale del rapporto fra debito pubblico e PIL fra zone tranquille e zone pericolose. Pur tuttavia, anche a voler scontare le debolezze euristiche del metodo econometrico, non si può negare che, al crescere di tale rapporto, si rischia di entrare nella

zona pericolosa dell'insostenibilità del debito. Questa è la situazione italiana come è possibile valutarla in teoria ma, ancor più, come la valuta il mercato.

Balassone et al. (2011), su dati italiani che vanno dal 1861 al 2009, trovano una relazione negativa fra debito/PIL e crescita economica. L'impatto negativo del debito si manifesta attraverso una riduzione degli investimenti. Due periodi di riduzione del debito/PIL sono messi a confronto: 1895-1913 e 1995-2007. In entrambi il rapporto fra debito pubblico e PIL si riduce, però il tasso di crescita economica aumenta solamente nel primo periodo. Il secondo periodo, 1995-2007, si differenzia dal primo proprio per una decelerazione della crescita dello stock di capitale.

L'Italia è storicamente un paese statalista, ovvero fortemente interventista nell'economia, forse anche per sopperire alla sua inabilità nel creare o far rispettare regole trasparenti sul comportamento degli operatori economici, in primis lo Stato. Due esempi a supporto: le sunshine laws americane e la dominanza fiscale che hanno caratterizzato le politiche degli Stati Uniti per fronteggiare la grande crisi degli anni Trenta. In Italia, invece, si è proceduto creando un sistema banco-centrico e statalista in cui lo Stato, in tutta segretezza, nazionalizza gran parte del sistema bancario e concentra gli immobilizzi in due organizzazioni (IMI e IRI); di conseguenza decide di proteggere il depositante bancario mantenendo aperta la possibilità di rilanciare le imprese produttive. Da questa soluzione, che possiamo definire "di successo", nasce lo Stato imprenditore (Cianci 1977). Negli Stati Uniti, invece, il sistema creditizio viene regolamentato da agenzie pubbliche (dette authority) che fanno da complemento all'autorità giudiziaria. La regolamentazione poggia sul principio della trasparenza, le c.d. leggi "del sole che splende" (sunshine): il Securities Act del 1933 (diffusione delle

informazioni alla clientela), il Banking Act o Glass-Steagall Act del 1933 (separazione fra banca commerciale e banca di investimento), il Maloney Act del 1933 (il mercato OTC sotto il controllo della SEC) e il Public Utility Act del 1935 (regolamentazione delle società di pubblica utilità).

L'altra differenza sostanziale tra Stati Uniti e Italia va ricercata nell'uso dello strumento fiscale (Fратиanni e Spinelli, 2001a e 2001b). Tutte le crisi monetarie italiane hanno avuto origine da turbolenze di natura fiscale: dalla prima crisi del 1866, quando l'Italia uscì dal tallone aureo, fino all'ultima del 1992, quando la lira abbandonò lo SME. Periodi di finanza pubblica in difficoltà spesso hanno preceduto accelerazioni della quantità di moneta. A miglioramenti del disavanzo pubblico sono seguite, di norma, decelerazioni della quantità di moneta e ritorni ai cambi fissi. La radice della dominanza fiscale va ricercata nelle pressioni dei policy maker per minimizzare i costi politici dei disavanzi pubblici. Il policy maker tende a essere fondamentalmente pessimista circa "la capacità di tenuta" del sistema economico e della società italiana. Il settore reale dell'economia è considerato instabile e bisognoso di supporto; si ritiene che la stabilità debba provenire da un "buona" gestione della finanza pubblica che, in ultima analisi, diviene solo "ampia". La moneta è considerata uno strumento complementare di ricerca di stabilità economica e sociale. Vista in quest'ottica, la dominanza fiscale non è un fenomeno temporaneo e circoscritto a particolari circostanze; al contrario, costituisce un dato persistente e quasi strutturale della realtà italiana (Fратиanni e Spinelli 2001a, pag.722). In questo contesto – e senza adeguata coscienza e preparazione – si è voluto calare il "vincolo esterno" degli accordi fiscali e monetari europei per indurre il cambiamento, senza tenere conto che in democrazia il consenso è componente indispensabile dei processi di aggiustamento. Poiché la realtà e le interpretazioni populiste della stessa

sottolineavano l'esistenza del malgoverno (inefficienza e corruzione) piuttosto che l'insufficiente capacità competitiva a livello internazionale, si è fatto credere che la matrice del basso sviluppo fosse il primo e non il secondo, impedendo l'aggiustamento necessario dei conti pubblici.

#### **4. Modi per risolvere il problema del debito pubblico**

I diversi indirizzi di politica economica e monetaria seguiti dai governi di tutto il mondo nei confronti delle rispettive finanze pubbliche danno spunto per classificare le tecniche utilizzate per la gestione degli eccessi di debito pubblico. Per “problema del debito pubblico” si intende qui la necessità di mantenere sostenibile il suo livello ed entro limiti (o parametri) prefissati i flussi finanziari a esso correlati che, se disattesi, comportano più o meno automaticamente interventi più radicali tesi al suo contenimento. A tal fine possiamo individuare essenzialmente quattro diverse tecniche a disposizione della politica economica e monetaria per la sua gestione:

- monetizzazione del debito e inflazione;
- provvedimenti fiscali (rimborso attraverso surplus di bilancio ottenibili con maggiore pressione fiscale e/o minori spese o cessione di patrimonio pubblico);
- rifiuto di rimborsarlo in tutto o in parte (default soft o hard);
- rinegoziazione dei termini contrattuali (tempi di rimborso/consolidamento; tassi; valuta di denominazione e concessioni di collaterale) direttamente con i detentori del debito o con un'organizzazione pubblica sorretta da organizzazioni sovranazionali che intervenga per garantire il rimborso ed evitare attacchi speculativi.



## Monetizzazione del debito e inflazione

Vi sono due forme di monetizzazione del debito: quello all'atto del rimborso e quello all'atto dell'emissione e della sua circolazione. Va innanzitutto osservato che il debito pubblico, se espresso nella moneta del paese che lo emette, giunto a scadenza può essere sempre rimborsato obbligando l'Istituto di emissione a immettere nel sistema base monetaria per estinguerlo; se invece è denominato in una moneta straniera il Governo deve attingere la valuta necessaria dalle riserve ufficiali, se ne dispone, o se la deve procurare sul mercato, offrendo base monetaria domestica. Un caso peculiare è rappresentato dal debito pubblico italiano denominato in euro, ossia in una moneta che, pur essendo la sua, il Paese non emette direttamente, ma tramite un'istituzione sovranazionale come la BCE; all'atto del rimborso, il debito dei paesi membri dell'euro segue le sorti indicate nel caso in cui sia denominato in moneta straniera.

Le fattispecie più importanti della monetizzazione sono quelle attuate all'atto del collocamento (ossia sul mercato primario) o della circolazione (sul mercato secondario) dei titoli del debito pubblico; ciò può essere effetto di un obbligo, di moral suasion del Governo o della pubblica opinione o di un'autonoma scelta dell'Istituto di emissione. In questo modo si crea base monetaria diretta e indiretta attraverso il canale Tesoro. Questa pratica, se utilizzata sistematicamente e se la base monetaria così creata non viene sterilizzata con operazioni di segno contrario effettuate sugli altri due canali (Banche ed Estero), può generare inflazione a causa degli effetti dell'aumento della massa monetaria che ne consegue. La monetizzazione è una tecnica usata dalla quasi totalità delle banche centrali, chiamate a svolgere volontariamente od obbligatoriamente la funzione di "prestatrici di ultima istanza". Se questo tipo di intervento diviene fisiologico in

un'ottica di sana politica monetaria sia nelle quantità che nei tassi dell'interesse, ossia quando assume per dimensioni e per continuità di intervento il ruolo di principale mezzo per la sottoscrizione dei titoli di Stato, l'effetto inevitabile è quello di produrre maggiore inflazione.

Il caso classico è quello della Repubblica di Weimar, che nel periodo fra le due guerre mondiali, si trovò nelle condizioni di creare base monetaria oltre ogni ragionevole misura pur di venire incontro alle immense esigenze derivanti dal debito contratto per rifondere i danni di guerra agli alleati (Bresciani-Turroni, 1931, 1937). Il ricorso alla monetizzazione del debito tende pertanto, per l'effetto inflazionistico, a risolvere il problema del valore reale del debito per mezzo della svalutazione continua e costante della valuta in cui è espresso.

Nel caso dell'eurozona, la BCE è l'unica banca centrale non deputata ad acquistare titoli pubblici all'atto dell'emissione. Tuttavia si è ritagliata uno spazio per intervenire sul mercato per stabilizzare i debiti sovrani della sua area di competenza e impedire che le divergenze tra gli spread richiesti per il rischio finissero con il divergere eccessivamente creando instabilità monetaria e bancaria. Dopo un periodo iniziale di interventi indipendenti, la BCE ha moderato la monetizzazione legandola ai meccanismi tecnici di stabilizzazione dei debiti sovrani decisi dall'UE, conosciuti più comunemente come fondi "salva-Stati"; in ordine cronologico, il FESF (Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria), il MESF (Meccanismo Europeo di Stabilità Finanziaria) e ultimo l'ESM (Meccanismo Europeo di Stabilità). I fondi messi così a disposizione sono sostanzialmente neutrali nel processo di creazione di base monetaria e possono essere utilizzati al verificarsi di determinate e circostanziate condizioni per interventi sul mercato secondario al fine di sostenere il corso dei titoli (con limitazione di

quelli a tre anni) e per mantenere tassi compatibili con quelli espressi dai paesi non in difficoltà. Nel caso in cui la BCE usa solo questi fondi, la monetizzazione del debito pubblico comporta, salvo diversi effetti al margine, solo una diversa distribuzione della liquidità, non un suo incremento e, conseguentemente, non conduce, ceteris paribus, a maggiore inflazione.

### Provvedimenti fiscali

Altro mezzo praticato per risolvere, od almeno attenuare, l'entità dei disavanzi e l'entità degli stock di debito pubblico accumulato, è il ricorso alla fiscalità nei suoi duplici aspetti: aumento dell'imposizione tributaria e riduzione della spesa. Se si opera solo o prevalentemente sulla pressione fiscale la politica è principalmente finalizzata al sostentamento del fabbisogno di spesa primario e degli interessi sul debito. Questa scelta, invece del taglio della spesa, trova la sua validità, e non di rado il consenso, quando viene attuata in presenza di cicli espansivi dell'economia, in quanto il prelievo fiscale influisce marginalmente sulla determinazione del saggio di crescita del PIL. La scelta della gran parte degli economisti è a favore del taglio della spesa piuttosto che l'aumento delle entrate, ma la gran parte dei politici sono di avviso contrario, anche perché all'atto pratico i tagli della spesa non si possono realizzare in misura sufficiente. Vi è inoltre una corrente di pensiero politica che, cosciente che la pressione fiscale sui redditi finisce con l'incidere anche su quelli bassi, sposta le mire sui risparmi accumulati, proponendo imposizioni patrimoniali giustificate con istanze generiche di equità distributiva ma, di fatto, dal rifiuto di operare sulla spesa. Lo spostamento di attenzione dal reddito alla ricchezza raggiunge il parossismo quando, come accaduto nel caso di Cipro, è la stessa Commissione europea a richiedere una tassa sui depositi bancari,

anche quelli garantiti in accoglimento di una direttiva europea, innescando una corsa ai prelievi non limitata alla zona interessata, invece di trovare soluzioni meno traumatiche e più produttive di stabilità e crescita. L'ignavia verso soluzioni europee di sistemazione degli stock di debito pubblico (e non solo di questo) per passare a una seria politica di rigore fiscale non deflazionistico rende il consolidamento del debito pubblico qui proposto meno rivoluzionario di quanto sembri. Di fronte a una probabilità non irrisoria che il debito italiano entri in crisi irreversibile dopo aver impresso alla crescita del reddito e della disoccupazione una tendenza strutturale negativa, crediamo che i possessori di debito pubblico e gli elettori preferiscano una rimodulazione "meditata" a un arbitrario e repentino prelievo forzoso sui conti bancari e una tassazione sul resto del suo patrimonio di dimensioni significative .

In aggiunta agli argomenti che riguardano i provvedimenti fiscali che muovono le aspettative in direzione negativa all'obiettivo di stabilità ricercata e di crescita "desiderata", uno degli indicatori presi a riferimento per determinare l'influenza del prelievo tributario sul PIL reale, è dato dal cosiddetto moltiplicatore fiscale. Gli econometrici usano questo indice per stabilire a priori l'impatto delle variazioni della tassazione sul PIL e conseguentemente stabilire l'entità che si considera idonea e compatibile al perseguimento degli obiettivi di politica economica. Abbiamo però assistito al "mea culpa" del FMI nel dicembre del 2012, il quale ha pubblicamente ammesso che i metodi fino ad ora applicati determinano una sottostima dell'impatto. Poiché parliamo dell'uso dello strumento fiscale per ridurre il debito pubblico, nel caso italiano abbiamo potuto constatare che le strette fiscali hanno fatto ben poco in questa direzione. L'imposizione fiscale sui redditi e sul patrimonio ha finanziato la spesa pubblica che ha continuato a

crescere nonostante la caduta del PIL fino a causare un aumento del rapporto oggetto di questo lavoro.

La riduzione del rapporto debito pubblico/PIL attraverso una politica di austerità, ovvero agendo sui flussi di cassa del bilancio delle amministrazioni pubbliche, è un processo oltremodo lento in condizioni “normali” di un regime economico, come quello attuale, a tassi di crescita economica negativa. Diventa un processo di tipo “autolesionistico” quando al regime di recessione in atto si aggiunge un secondo regime di rischio di credito sovrano. Dai dati ISTAT possiamo constatare che nel 2012, nonostante un incremento del tasso di fiscalità dell’1,4% (dal 42,6 al 44%), vi è stato un incremento del rapporto debito/PIL dal 120,67% al 126,98% (+6,31 punti percentuali, di cui 1,93% per contribuire al Fondo europeo “salva-Stati”).

Una fattispecie che rientra nella categoria dei provvedimenti fiscali è la cessione del patrimonio pubblico finalizzata al rimborso del debito sovrano con operazioni condotte direttamente dallo Stato o date in gestione a organizzazioni private che si diano carico di valorizzare e cedere a terzi gli asset pubblici ricevuti. Naturalmente, questo strumento fiscale ha un significato se il valore del patrimonio cedibile è pari o superiore a quello del debito da rimborsare per rientrare nei limiti di sostenibilità del debito stesso. Su questo tema le diversità di vedute in Italia sono state tali da paralizzare l’attivazione dello strumento, rafforzando i gruppi di interesse centrali e locali che intendono proteggere la proprietà pubblica, scaricando l’onere su quella privata.

## Default soft o hard

Come nelle tecniche utilizzate per la rinegoziazione dei debiti delle imprese produttive e società finanziarie in situazioni di crisi, anche per i debiti sovrani si possono applicare le medesime metodologie nel caso in cui le finanze pubbliche non siano più in condizione di assicurare la corresponsione degli interessi e/o i rimborsi del capitale alle naturali scadenze. Queste tecniche sono utilizzate quando non sono più disponibili o attuabili altre forme tra quelle sopra esposte, e il contesto macroeconomico e finanziario dell'economia del paese non consente più altri spazi operativi.

Quando vengono esauriti i tentativi di ricorrere a proposte di sostegno finanziario dei vari organismi sovranazionali e gli Stati debitori valutano di non poter fronteggiare la situazione, non resta che affidare la soluzione del problema del debito pubblico a forme di default. Nel caso in cui le condizioni e le prospettive future finanziarie del paese lo consentano, si può arrivare a una forma soft di consolidamento, ossia un parziale default. Ciò richiede l'avvio di una negoziazione con i grandi detentori dei titoli, soprattutto esteri, sull'entità del mancato rimborso e sulle condizioni di rimborso del resto. Questa tecnica, seguita recentemente dalla Grecia, è nata dall'impossibilità di monetizzare il debito, avendo rinunciato alla sovranità monetaria con l'adozione dell'euro e quindi ricadendo nel caso già ricordato di debito denominato in moneta straniera. Anche il nostro Paese ha una sua storia di *soft default*; nel XX secolo abbiamo avuto tre grandi "conversioni": nel 1906, nel 1926 e nel 1934 (Spinelli 1989b). Tali conversioni miravano a ridurre il fardello del debito pubblico attraverso una riduzione dei tassi di rendimento che gravavano su di esso.

Il risultato è stato quello di giungere a un duplice accordo nel quale il paese ellenico si è impegnato al rimborso, alla naturale scadenza, di circa il 50% del valore nominale dei suoi titoli in possesso di non residenti e alla corresponsione di interessi rimodulati. Per quelli tenuti da cittadini residenti si è proceduto invece a una parziale offerta pubblica, una sorta di offerta pubblica di acquisto residuale volontaria, con la garanzia del rimborso immediato dal 32,2% al 40,1% del valore nominale in funzione della scadenza.

Nei casi più estremi, in cui la situazione finanziaria del paese non consente forme alternative sostenibili di moratorie o di rinegoziazione, è necessario procedere a una forma di hard default. In questo caso il paese si trova nelle condizioni oggettive di non essere più in grado né di corrispondere gli interessi, né di poter procedere al rimborso del capitale del debito emesso nei termini previsti all'atto delle emissioni. E' la situazione limite in cui si è trovata l'Argentina all'inizio degli anni 2000 la quale dichiarò unilateralmente il default sul proprio debito. Anche in questo caso i detentori hanno preferito tramutare la forma hard in una forma soft; nel caso argentino fu raggiunto un accordo di rimborsare circa il 25% del nominale della propria valuta, che nel frattempo si era fortemente svalutata rispetto al dollaro.

### Rinegoziazione dei termini contrattuali

Un'alternativa rispetto alle tre soluzioni sopra esposte, che possiamo definire classiche, è quella che noi abbiamo proposto in due tempi: la prima, avanzata nel 2012 in vari convegni e conferenze (Convegni presso la Link Campus University di Roma, 15-5-2012; CNEL, 5-6-2012; Camera dei Deputati, Palazzo Marino, 21-6-2012), suggeriva di effettuare un'operazione di cessione di un blocco significativo di patrimonio pubblico

per rientrare sotto il livello, anche psicologico, del 100% del rapporto debito pubblico/PIL; la seconda, avanzata nell'estate del 2012 (Il Sole 24 Ore, 28-8-2012) ed esposta ad un Convegno presso La Università La Sapienza (Aula Rettorato Economia, 8-11-2012 ). Quest'ultima prendeva spunto dal rifiuto di effettuare l'operazione straordinaria da noi proposta e dal peggioramento delle condizioni congiunturali a causa di una pressione fiscale non usata per rimborsare il debito; essa valutava che il rientro nella zona di sostenibilità del debito pubblico fosse possibile con una rimodulazione delle condizioni contrattuali dei titoli in circolazione, offrendo come garanzia collaterale gli asset del patrimonio pubblico destinati a essere ceduti. Cesserebbe così l'assillo continuo di rinnovare il debito a breve scadenza; di comprimere il devastante divario fra il suo costo e quello dei paesi non in difficoltà; di dare maggior spazio al finanziamento dell'economia reale; e di interrompere il circolo vizioso fra contrazione economica e aumento del rapporto debito pubblico/PIL.

## **5. La nostra proposta in breve**

### Motivazioni

Premesso che le conoscenze empiriche, pur con tutti i loro limiti, indicano che il rapporto debito pubblico/PIL dell'Italia ha oltrepassato la soglia di sostenibilità, la nostra politica economica si trova di fronte al bivio se accettare una deflazione indotta dalla fiscal austerity o ricorrere a soluzioni alternative straordinarie come la cessione del patrimonio pubblico e/o la rimodulazione dei termini contrattuali del debito pubblico.

I mercati finanziari internazionali esprimono un giudizio di non sostenibilità del nostro debito pubblico, come per altri paesi membri del



Sud dell'area euro. La persistenza di uno spread elevato indica che si è rotta l'unità monetaria dell'area euro e che la BCE può porvi rimedio solo agendo come prestatore di ultima istanza, con le conseguenze inflazionistiche ben note e temute dalla Bundesbank. Il giudizio dei mercati finanziari riflette una serie di eventi esterni e interni che hanno impedito un'effettiva convergenza economica, monetaria, fiscale e politica tra i paesi membri auspicata dai padri fondatori dell'Unione Europea.

I vari Trattati, soprattutto quello di Maastricht, non hanno avuto la lungimiranza o la capacità politica di allestire meccanismi compensativi che si sono mostrati fondamentali in unioni monetarie, come quella degli Stati Uniti, che hanno sopravvissuto alla severa verifica del tempo. L'area euro è paragonabile a un edificio costruito in zona sismica, ma senza i necessari criteri anti-sismici. Senza rafforzamenti adeguati tale area è destinata a implodere forse sul piano monetario, anche se esistono strumenti per impedirlo, certamente su quello produttivo-occupazionale, dove gli strumenti sono decisamente minori e comunque difficilmente attivabili.

L'Italia, che si è visto essere una nazione storicamente con elevato debito pubblico e finanze pubbliche precarie, è particolarmente penalizzata dalla fragilità dell'architettura dell'area euro. Il nostro Paese non è mai riuscito a migliorare strutturalmente i parametri di convergenza del debito pubblico in rapporto al PIL. Hanno giocato a suo sfavore anche i limiti indistinti tra spese correnti e spese in conto capitale previsti dal Trattato di Maastricht, che hanno evirato gli strumenti a supporto degli indispensabili investimenti infrastrutturali a disposizione dei Governi per accrescere dall'esterno la produttività e migliorare la competitività delle proprie merci. Se poi i parametri previsti per i deficit di bilancio pubblico vengono ridotti al di

fuori delle procedure giuridiche dei Trattati, come nel caso del “fiscal compact” (Guarino, 2012 e 2013), si perdono anche i margini di scelta discrezionali a livello nazionale. Gli stessi regolamenti e indirizzi di politica monetaria presi dalla BCE, lungi da compensarli, hanno amplificato i disagi finanziari in cui sono ormai precipitate le finanze pubbliche di mezza Europa. L'intransigenza tedesca nel non voler concedere compensazioni in cambio del vantaggio di cui sta godendo, per l'appartenenza a un'Unione monetaria che le permette di mantenere un tasso di cambio sottovalutato e accumulare un surplus di parte corrente della bilancia estera da tempo superiore a quello della Cina, ha contribuito al processo di insostenibilità del debito pubblico che affligge i Paesi al Sud dell'area euro.

In sintesi, l'aver superato i limiti di sostenibilità del debito pubblico comporta la ricerca di avanzi primari elevati e persistenti nel tempo ed eleva la probabilità che questa politica non possa essere attuata, aumentando il rischio di dover ricorrere a un default. L'alternativa è di agire sugli stock, rinegoziando i termini contrattuali del debito pubblico e allo stesso tempo cedendo il patrimonio pubblico. L'eccezionalità della proposta scaturisce dall'eccezionalità delle condizioni attuali che non trovano cura efficace con la strategia dei flussi.

### I punti essenziali

La soluzione da noi proposta è quella di una rimodulazione dei termini contrattuali del debito pubblico in circolazione che preveda sia un consolidamento temporale, che si tramuterebbe per alcuni titoli in una posticipazione delle scadenze e per altri in un'anticipazione, sia una diversa determinazione degli interessi da corrispondere ai detentori di tale debito. Affinché produca gli effetti positivi sperati, il presupposto è che lo Stato

non debba ricorrere a nuove emissioni nell'arco di tempo del consolidamento e ciò comporta che il bilancio pubblico debba essere in pareggio; e che, inoltre, lo schema deve essere estremamente semplice nella sua costruzione e applicazione e contestualmente prevedere dei meccanismi di compensazione per mitigare i disagi provocati dalla rimodulazione stessa, con particolare riguardo agli effetti nei bilanci societari e le prevedibili integrazioni agli scarti nei contratti di mutui e finanziamento. Particolare attenzione va rivolta al sistema bancario e assicurativo, essendo i titoli pubblici il principale strumento di garanzia previsto dai regolamenti e dagli organi di controllo.

Si ritiene che un'operazione di questa portata, affinché possa svolgersi su basi volontarie, debba essere sostenuta contestualmente da una credibile e codificata dismissione di patrimonio pubblico, al fine di abbattere in modo significativo lo stesso stock del debito, di rilanciare i meccanismi di crescita e di contenere la crescita della spesa pubblica a livelli che non innalzino nuovamente il rapporto debito/PIL.

Esiste un consenso intorno alla valutazione che uno dei problemi che frena la crescita è la pressione fiscale elevata ma, fatta questa constatazione, si afferma che non è possibile per ora ridurla. Il Governo sostiene, in accordo con il FMI, la BCE e la Banca d'Italia, che nella seconda metà del 2013 l'economia italiana tornerà timidamente a crescere. Quale migliore scenario per procedere alla rimodulazione del debito pubblico unitamente alla cessione del patrimonio pubblico per dare una svolta all'andamento della nostra economia con un impatto positivo sulle aspettative di mercato che, nel caso di attuazione integrale della nostra proposta, valutiamo superiore a quello negativo, anche perché riteniamo che il mercato saprà valutare i

vantaggi per l'economia italiana manifestando effetti contenuti e di durata limitata?

## **6. Il dettaglio della proposta**

Oggetto del provvedimento sono tutti i titoli pubblici emessi dal Tesoro aventi la garanzia dello Stato così come previsto da Eurostat e dal regolamento ESA 95.

Tutte le scadenze, previste dagli originari regolamenti d'emissione dei titoli interessati al provvedimento, sono ricondotte almeno al termine di 7 anni indipendentemente dalla tipologia e dalla vita residua. I consulenti internazionali, ai quali si deve fare ricorso, studieranno se la nuova durata può essere accettata dal mercato e sia sufficiente, non solo a realizzare le riforme italiane, ma a superare le esitazioni europee nel costruire un'unione monetaria dotata di strumenti "anti-sisma".

Gli interessi da corrispondere, indipendentemente dalla tipologia dei titoli (tasso fisso, variabile, indicizzati, BOT), saranno determinati annualmente, con pagamento semestrale, sulla base di due indicatori: il 100% del dato ufficiale annuo del costo della vita italiano (misurato sugli indici Istat dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati, FOI) e il 20% del tasso di crescita del PIL reale italiano. I consulenti internazionali diranno se è possibile proporre in alternativa la media dei tassi tedeschi e francesi per titoli della stessa durata, soluzione che noi preferiamo, perché testimonierebbe l'indispensabilità di ricondurre all'unità perduta il sistema monetario europeo; la permanenza di uno spread indicherebbe infatti l'impraticabilità di continuare con una moneta unica, per i suoi effetti politici gravi derivanti dai divari di crescita nazionali. La nostra idea in

proposito è chiara: il mercato unico ha bisogno della moneta unica, come ne ha bisogno l'unione politica europea. Occorre però adeguare l'architettura istituzionale dell'Unione Europea.

Per ogni 1000 euro di valore nominale d'emissione di ciascun titolo oggetto del provvedimento verrà assegnato uno warrant proporzionale all'entità del valore degli asset che lo Stato intende mettere a disposizione per essere ceduti; lo warrant sarà negoziabile sul mercato o utilizzabile in qualsiasi momento nei 7 anni della scadenza per opzionare i beni e le attività finanziarie stesse messi a disposizione dallo Stato. I consulenti internazionali indicheranno se sia sufficiente una copertura di 400 mld come da noi proposta o se occorra perseguire dimensioni superiori per rientrare al di sotto del livello di sostenibilità del 90%; in tal caso però occorre opzionare porzioni superiori di patrimonio pubblico censito dal Ministero dell'Economia e Finanza pari a 1815 mld di euro (Reviglio, Seminario MEF del 29-9-2011), fino a metterne a disposizione l'intera dimensione. Ricordiamo che, in ottemperanza alla legge n.191/2009, art.2, è previsto l'aggiornamento annuale di questo patrimonio da parte del MEF, da allegare al Rendiconto Patrimoniale dello Stato.

Il potere di acquisto del valore nominale del debito è quindi garantito nel corso dell'intera sua vita, a motivo degli interessi pagati, della percentuale della crescita reale del PIL e dell'esercizio o della negoziazione del warrant concesso.

Per le società per azioni e i privati residenti che detengono titoli pubblici alla data del provvedimento viene concessa una compensazione fiscale secondo questo schema:

- ✓ Per le società, la facoltà di iscrivere in bilancio i titoli pubblici, tenuti in portafoglio al momento del provvedimento, al valore di rimborso per l'intera durata del titolo;
- ✓ Per i soggetti privati, la facoltà di corrispondere, a titolo di credito d'imposta, la differenza fra il prezzo di carico e la media di borsa comprensiva del valore dello warrant (calcolato dalla Banca d'Italia) per i titoli pubblici posseduti alla data del provvedimento e per un massimo di 7 anni.

## **7. Probabili effetti della rimodulazione del debito pubblico**

Avanziamo le nostre valutazioni circa l'impatto della rimodulazione dei termini contrattuali come indicata.

Riteniamo che la posticipazione omnibus di 7 anni sia un periodo sufficiente lungo per consentire ad almeno una legislatura elettorale di provvedere a un serio piano di risanamento dei conti pubblici senza creare incertezze sulla successiva legislatura. In questo modo il Tesoro non avrebbe più la necessità di finanziarsi tramite emissioni di titoli per un eguale periodo, evitando di incorporare i maggiori oneri dovuti allo spread; dovrà impegnarsi a rispettare il pareggio di bilancio per l'intero periodo a qualunque condizione di crescita, anche per il sostegno che proverrebbe dal dimezzamento degli interessi da corrispondere e dagli introiti delle dismissioni che andrebbero a diminuire lo stock esistente del debito. Se l'"effetto reputazionale" del Governo del Paese è quello da noi atteso, la concentrazione delle scadenze su un'unica data diviene un problema tecnico da affidare all'esame dei consulenti internazionali previsti.

Nel 2012 il tasso d'inflazione italiano FOI è stato del 2,4% mentre il PIL reale si stima si sia ridotto del 2,4%. I primi dati dell'inflazione e del PIL reale per il 2013 indicano per entrambi la possibilità di una contrazione su

base annua. Preferiamo però presentare calcoli su basi solide e, pertanto, a oggi, il tasso dell'interesse da corrispondere su tutto lo stock del debito sarebbe quello dell'inflazione. Di conseguenza il costo per interessi sul debito scenderebbe dagli attuali 85 mld di euro stimati per il 2013, come pure per gli anni successivi, a un importo inferiore di almeno 30 miliardi di euro, pari a circa il 2% del PIL. Se il piano per mantenere il pareggio di bilancio lo consentisse, questi risparmi potrebbero essere destinati alla crescita degli investimenti pubblici e allo stimolo fiscale della spesa privata, a cominciare dall'abbattimento del cuneo fiscale che grava sui salari. Se, come indicano il Governo e le stime del FMI-BCE-BdI, il saggio di crescita del PIL reale divenisse positivo nei prossimi anni, il rendimento atteso dei nuovi titoli sarebbe maggiore e sosterebbe il loro valore di mercato fin dalla loro rimodulazione, rendendo più agevole il raggiungimento del pareggio di bilancio per il maggiore gettito fiscale dovuto alla crescita. Se, con il consenso dei consulenti internazionali e almeno il sostegno della BCE (che riteniamo interessata a ricondurre a unità l'eurosistema), si potesse passare da un tasso dell'interesse sul debito pubblico basato sulle tre grandezze indicate (inflazione, crescita, warrant) a uno basato sulla media dei rendimenti di titoli tedeschi e francesi di pari scadenza, il risparmio sarebbe ancora più elevato, senza che la Germania e tutti i paesi dell'UE debbano provvedere a versare fondi per l'assistenza ai debiti sovrani in difficoltà.

Per dare consistenza all'opzione proposta, si deve costituire una lista "chiusa" di immobili, partecipazioni, concessioni da porre al servizio dello warrant con la sola determinazione del valore di vendita degli stessi. Tale importo deriva dalla presa d'atto che lo Stato mette a disposizione una quota significativa – e, se necessario, il totale – dei suoi attivi patrimoniali valutati attualmente a 1.815 mld. di euro. Se i beni asserviti all'esercizio

dello warrant venissero totalmente opzionati, cioè acquistati da terzi, lo stock del debito pubblico, che resterebbe “congelato” agli attuali 2022,7 miliardi di euro (Banca d’Italia, 15-3-2013), si ridurrebbe di pari importo e il rapporto deficit pubblico/PIL (ai valori attuali) si riporterebbe almeno sotto quota 100 e sarebbe destinato a decrescere. E’ altresì presumibile che i risparmi ottenuti per la diminuzione nella corresponsione degli interessi sul debito rimodulato, per le risorse derivanti dagli avanzi di bilancio e per i benefici derivanti dalle alienazioni di porzioni di patrimonio pubblico, creino spazio nei successivi 7 anni per ridurre la pressione fiscale e così raggiungere le condizioni per un aumento significativo della crescita economica.

I beni patrimoniali individuati come disponibili rimangono in carico alle amministrazioni di appartenenza sia centrali che periferiche in attesa di essere opzionati dai detentori degli warrant. Non sarebbe pertanto necessario nessun trasferimento preventivo in una Newco costituita ad hoc, Fondi di gestione o Fondi immobiliari come quelli da altri proposti, salvo che i consulenti internazionali incaricati all’operazione di consolidamento non suggeriscano il contrario. I beni oggetto della vendita rimarrebbero in carico alle varie amministrazioni, ma vincolati esclusivamente all'esercizio dell'opzione possibile in qualsiasi momento nei 7 anni di posticipazione. L'attribuzione dello warrant, negoziabile nei mercati regolamentati, alle obbligazioni del debito pubblico oggetto del provvedimento di rimodulazione, mitigherebbe gli effetti negativi immediati, compensando la possibile perdita di valore che i titoli avrebbero in conseguenza della posticipazione della scadenza e dal diverso meccanismo di calcolo degli interessi corrisposti. Riteniamo però che il mercato abbia già scontato il valore dei titoli e che potrebbe anzi registrare una ripresa qualora i detentori valutassero i vantaggi dell’operazione in termini di sostenibilità



del debito e di crescita economica per il nostro Paese. Si può prevedere anche il pagamento degli asset opzionati con versamento dei titoli di Stato rimodulati al valore nominale in modo da incentivarne l'acquisto.

A fondamento e supporto dell'operazione, il Governo nomina un Ente o una persona in qualità di Commissario Straordinario con ampi poteri, al fine di emettere decreti esecutivi per snellire le procedure di dismissioni e attribuire, sia a livello centrale che periferico, incarichi professionali per la valorizzazione degli asset stessi.

Questa operazione rimuoverebbe uno degli ostacoli più pesanti alla ripresa della crescita italiana, ribadito dalla Commissione europea nella sua ultima *country review* (European Commission, 2013), senza passare da interventi deflazionistici come un l'aumento della pressione fiscale per ottenere un avanzo primario che consenta di ridurre il rapporto debito pubblico/PIL. Ciò imprimerebbe un punto di svolta all'economia nel suo complesso e attenuerebbe la costrizione che esercita il vincolo fiscale sul saggio di crescita e il tasso di occupazione. Ciò non significa che, attuata la proposta qui avanzata, il resto venga da se, ma sarebbe un bel passo avanti sulla strada della ripresa economica.

***Il lavoro è stato finito il 10 aprile 2013***

## **Bibliografia**

- AISES (8-11-2011). Atti Convegno “Dal patrimonio pubblico al mercato. Analisi e prospettive per una sostenibile riduzione del debito,” Università La Sapienza, Rettorato Economia.
- Alessandrini, Pietro; Fratianni, Michele; Hughes Hallett, Andrew e Presbitero Andrea (2012), *External imbalances and fiscal fragility in the euro area*, Working Paper, July 29.
- Baffigi, Alberto (2011). *Italian National Accounts, Economic History*, Paper n. 18, Banca d’Italia.
- Balassone, Fabrizio; Francese, Maura e Pace Angelo (2011). *Public Debt and Economic Growth in Italy*, Quaderni di storia economica N. 11, Banca d’Italia.
- Banca d’Italia (2008). *Il debito pubblico italiano dall’unità a oggi*, Questioni di Economia e Finanza n°31, ottobre.
- Bresciani-Turroni, Costantino (1931, 1937). *Le vicende del marco tedesco*, Università Bocconi, 1931. Tradotto in inglese con il titolo *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-war Germany*, John Dickens & Co Ltd, 1937.
- Caner, Mehmet; Grennes, Thomas and Koehler-Geib, Fritzi (2010). *Finding the Tipping Point-When Sovereign Debt Turns Bad*, The World Bank, Policy Research Working Paper n. 5391.
- Cianci, Ernesto (1977). *La nascita dello stato imprenditore*. Milano: Mursia
- CNEL (6-6-2012). Atti convegno *Lo stock del debito pubblico si può abbattere con misure straordinarie?*, Roma.
- European Commission, *In-depth review for Italy*, Commission Staff Working Document, SWD (2013) 118 final, Brussels, 10.4.2013.
- Fratianni, Michele e Spinelli, Franco (2001a). *Storia monetaria d’Italia*. Milano: Etas.

- Fratianni, Michele and Spinelli, Franco (2001b). *Fiscal dominance and money growth in Italy: The long record*, Explorations in Economic History 38, 252–272.
- Fratianni, Michele, Savona, Paolo, Rinaldi, Antonio (28-9-2012). “La doppia cura per il debito italiano”, *Il Sole 24 Ore*.
- Guarino, Giuseppe. (2012), *L'euro fra economia e diritto*, dattiloscritto.
- Guarino, Giuseppe (30-1-2013), Atti seminario *Euro e Fiscal Compact: quali prospettive per la ripresa*, Università la Sapienza, Aula Gruppi Parlamentari di Montecitorio, Roma
- ISTAT (1-3-2011), *PIL e Indebitamento*.
- Link Campus University (15-5-2012). Atti Seminario *Come ridurre il debito pubblico?* Roma.
- Link Campus University (21-6-2012). Atti Convegno *Il destino dell'Europa si decide a Roma*, Palazzo Marini, Camera dei Deputati, Roma.
- MEF-Ministero dell'Economia e del Tesoro (2009). *La spesa dello Stato dall'unità d'Italia – Anni 1862/2009*, Dipartimento della Ragioneria dello Stato, Roma
- Panizza, Ugo e Presbitero, Andrea F. (2013). *Public debt and economic growth in advanced economies: A survey*, di prossima pubblicazione in Swiss Journal of Economics and Statistics.
- Reinhart, Carmen R. e Rogoff, Kenneth (2010). *Growth in a time of debt*, NBER working paper n. 15639.
- Reviglio, Edoardo, *Relazione Seminario Ministero dell'Economia e del Tesoro* (29-9-2011), Roma
- Ricardo, David R. (1820, 1951). *Principles of Political Economy and Taxation*, “The works and correspondence of David R Ricardo”, Cambridge University Press, a cura di Piero Sraffa, 1951.

Spinelli, Franco (1989a). Dimensione, composizione, quotazioni e costo del debito pubblico interno dal 1861 al 1985, cap VII in Franco Spinelli, *Per la storia monetaria dell'Italia*, Giappichelli editore, 1989.

Spinelli, Franco (1989b). Le operazioni di conversione del debito pubblico degli inizi del secolo XX, cap VIII in Franco Spinelli, *Per la storia monetaria dell'Italia*, Giappichelli editore, 1989.