



APPUNTI DONATI DA

FEDERICO DE ANGELIS SCORSONE
A.A. 2020-2021 FINANZA PUBBLICA CON A. DI MAJO

Avvertimento ai lettori

Il programma d'esame è particolare. In sostanza sono un mix di libri, articoli, paper, slide e via dicendo. Ovviamente queste sintesi non possono essere intesi come sostitutivi al 100%, bensì come un supporto allo studio utile per ripetere ecc. ecc.

PARTE 4 - FINANZA PUBBLICA

DEBITO PUBBLICO

Secondo l'autore del testo in sé per sé il rapporto debito pubblico/PIL non è un indicatore che indica le difficoltà delle nostre casse pubbliche. Infatti ad esempio il regno unito va avanti da molto con un debito pubblico superiore al PIL. Si potrebbe dire che ad esempio 2 Miliardi di debito sottoscritto da italiani equivale a 2 miliardi di risparmiati dagli stessi,

In ogni caso nel dibattito pubblico il tema del debito è diventato sempre più importante a partire dagli anni '80 a causa anche degli elevati tassi di interesse (Nel 1998 il debito era il 116% del PIL).

Il debito pubblico è utile a 4 cose:

- redistribuzione generazionale (pagare con debito significa far pagare a generazioni successive);
- distribuzione ottimale aliquote fiscali (*tax smoothing* - in altri termini evita che ci siano variazioni troppo brusche delle tasse in caso di carestie, pandemia ec. ecc.);
- eliminazione dei fallimenti del mercato (agire come innovatore finanziario ed aprire anche nuovi mercati);
- modificare nel tempo l'attività economica (funzione stabilizzatrice - pensiero keynesiano);

Debito pubblico è una forma di impiego della ricchezza. Un aumento del debito pubblico aumenta il livello dei consumi e della domanda di attività finanziarie. In un modello IS-LM equivale ad uno spostamento di IS verso destra e LM verso l'alto (perché aumentano i consumi e quindi LM e domanda titoli che abbassa tasso di interesse e quindi sposta IS).

Sembrerebbe che possa essere considerato come ricchezza del settore privato nell'economia → tuttavia accade che - secondo la nuova macroeconomia classica questo non possa accadere in quanto il settore privato sa che in futuro dovranno aumentare le imposte per ripagare il



debito. In sostanza se gli operatori sono perfettamente razionali al valore positivo del titolo si contrappone un debito fiscale di ugual misura. Se ciò non accade allora potrà essere percepito come positivo.

Analisi simile fu fatta al tempo di Ricardo.

Analisi ricardiana

Ricardo inserisce la riflessione 'sul' debito pubblico' nell'ambito della finanza straordinaria → Lo stato assume che già stia prendendo molte imposte e che pertanto a renderne di più è la situazione di carestia o guerra nel paese.

In sintesi: Per Ricardo non ci sta distinzione tra aumento del debito pubblico aumento delle imposte. L'onere non si può trasferire sulle generazioni future. Analogia tra debito pubblico e privato non è corretta.

Ricardo 'spiega' quanto sopra in due opere differenti, seppure con le stesse conclusioni (ma una riflessione analitica differente).

'*Tesi macroeconomica*' = i prestiti pubblici implicano pagamenti ai sottoscrittori → i pagamenti saranno fatti con l'imposizione fiscale. '*Un trasferimento dalla mano destra a quella sinistra*'. Per quanto riguarda il tema del trasferimento futuro, 'il trasferimento reale di risorse' avviene al momento della sottoscrizione del debito, come se lo stato avesse fatto una imposizione straordinaria. '*In sostanza non si possono combattere con i cavalli di domani le guerre di oggi.*' Poi fa una specificazione sull'onere del debito e la tentazione a trasferirsi in paesi con le tasse più basse.

In ogni caso pur non vedendo distinzioni tra prestito ed imposta straordinaria, Ricardo sembra distinguere tra coloro che sono perfettamente razionali e coloro che sono affetti da illusione finanziaria. Il tema è che lo stato dovendo ripagare il debito dovrà ugualmente tassare i cittadini con una imposta per gli interesse: ecco perché imposta straordinaria = prestito per Ricardo.

Le '*motivazioni microeconomiche*' riguardano il tema dello sconto delle imposte future, di cui sopra in giallo, l'interesse per gli eredi (che di fatto rende nullo l'effetto secondo il quale la vita limitata dell'individuo dovrebbe avere effetti sulla percezione).

In altri passaggi afferma che forse un individuo che deve pagare tutto insieme è maggiormente stimolato al risparmio e quindi all'accumulazione di capitale rispetto al caso in cui deve pagare una cifra tot ogni anno → questa affermazione sarà ripresa anche da Modigliani.

Nella trattazione di Ricardo con il termine Onere si identificano 3 diverse situazioni:

- trasferimento reale di potere di acquisto (analisi macro)
- sacrificio del contribuente in maniera soggettiva (analisi micro)
- rallentamento del ritmo di accumulazione

In questa trattazione manca invece la risposta ad una domanda importante: in caso di prestito è uguale avere dei creditori interni o esterni ?



Secondo alcuni in caso di creditori esterni avviene il vero sacrificio per le generazioni future in quanto non ci sta il passaggio dalla mano destra a quella sinistra.

E' anche vero che se si ricorre al prestito esterno è perché le risorse interne non bastano e quindi vi è una maggior ricchezza del paese che sarà anche ereditata → il vero sacrificio a questo punto potrebbe essere quando il capitale lasciato dalle vecchie generazioni non è sufficiente a ripagare i creditori esteri.

I LIMITI DEL DEBITO PUBBLICO

Ovviamente le riflessioni di Ricardo scontano un po' di difficoltà nella vita reale. Potrebbe pertanto non spaventare la consolidazione del debito (e quindi debiti di breve periodo diventano di lungo periodo ed entrano nei costi dello stato per lungo periodo).

Non vi è corrispondenza tra contributori e sottoscrittori del debito nella vita vera. Per i sottoscrittori inoltre sebbene è razionalmente la stessa cosa (più o meno) è difficile che accetterebbero lo stralcio dei titoli di stato in cambio di uno sgravio fiscale.

Con riguardo i limiti del debito pubblico in realtà non sono prescritti dalla teoria economica. Più il debito in valore assoluto o relativo sale e più è possibile che tra i sottoscrittori ci sia l'idea che tale debito sia difficile da essere ripagato. Nella storia ci sono casi di fiducia con rapporti non eccessivi e viceversa.

L'economista domar fa una semplice analisi con 4 variabili: gli interessi del debito, lo stock del debito, il livello del reddito ed il disavanzo pubblico. Crea anche un indicatore nuovo → il rapporto tra la spesa per il servizio del debito pubblico sul reddito nazionale → così capisce quanta parte della pressione tributaria è destinata al pagamento del debito.

Definiamo velocemente in maniera formale la situazione:

DATI

Y = prodotto interno lordo al tempo t

INT = interessi corrisposti alla fine del tempo t

B = Stock del debito pubblico accumulato alla fine del periodo t

h = onere del debito → rapporto tra spesa per interessi e reddito nazionale

D = disavanzo creato nel periodo t

i = tasso di interesse

T, G = tasse ed uscite nel periodo t

Introduciamo le seguenti ipotesi:

a) crescita costante del prodotto interno lordo al tasso annuo 'n' $Y_t = Y_{t-1}(1 + n)$ ossia

$$\frac{Y_t}{Y_{t-1}} = 1 + n$$

b) costanza nel tempo del tasso di interesse 'i'

c) pagamento anticipato degli interessi sul debito pubblico $INT_t = i * B_{t-1}$

d) per la politica fiscale due casi:



- 1) il governo ogni anno realizza un disavanzo complessivo pari ad una percentuale del PIL → quindi mantiene costante il disavanzo totale
- 2) il governo vuole mantenere costante rispetto al PIL il disavanzo primario

COMINCIAMO

$$[1] \quad B_t = B_{t-1} + D$$

Il debito pubblico aumenta secondo questa equazione. Questa equazione è una equazione dinamica → vuol dire che le variabili fanno riferimento a periodi di tempo diverso.

Analizzare equazioni dinamiche vuol dire capire se l'equazione con il trascorrere del tempo tende ad un numero finito, all'infinito, a cicli o numeri piccoli. Quella sopra è una equazione alle differenze finite del primo ordine.

L'attenzione di Domar si concentra sulla dinamica del rapporto tra spesa per interessi e prodotto

$$\text{interno } h_i = i * \frac{B_{t-1}}{Y_t} = \frac{INT_t}{Y_t}$$

VEDIAMO GLI EFFETTI: CASO 1

Vediamo gli effetti di una politica fiscale che fa sì che ogni anno ci sia un disavanzo pari ad una percentuale del PIL

$$D_t = G_t + i * B_{t-1} - T = a * Y_t$$

e quindi la relazione tra stock del debito e disavanzo si può scrivere come

$$B_t = B_{t-1} + D_t = B_{t-1} + a * Y_t$$

Ovviamente in questa situazione il debito tende all'infinito → ma non è un problema se sale anche il reddito. E' un problema invece se sale più velocemente il debito che il reddito.

Studiamo ora invece l'andamento del debito rispetto al PIL.

Indichiamo con 'b' il rapporto tra debito pubblico e PIL →

$$b_t = \frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_t} + a = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}(1+n)} + a \text{ e quindi } b_t = \frac{b_{t-1}}{(1+n)} + a.$$

Anche questa come quella del debito pubblico è una equazione alle differenze finite del primo ordine. L'equazione di cui sopra ha una soluzione stazionaria, che possiamo chiamare *steady state*,

o di crescita costante se il coefficiente di b_{t-1} , ossia $\frac{1}{1+n}$ è inferiore all'unità, perché oltre all'aumentare costante di una percentuale di reddito a , aumenta anche per effetto della crescita ridotta del PIL.

In steady state dovrà aversi $b_{t-1} = b$ e quindi



$$h = \frac{i*b}{(1+n)} = \frac{i*a}{n}$$

L'esercizio impostato da Donar ha delle conseguenze: anche con un disavanzo continuativo il debito pubblico non esplose. Esso è direttamente proporzionale al tasso di interesse ed a oltre che inversamente proporzionale a n .

La riduzione del debito dipende anche da questi tre parametri pertanto → ridurre il disavanzo potrebbe portare a ridurre anche il prodotto su ovvie conseguenze sul bilancio pubblico.

VEDIAMO GLI EFFETTI: CASO 2

Abbiamo visto pertanto che prima con un tasso di crescita positivo del PIL annuale allora il rapporto della spesa per interessi sul reddito nel tempo tende ad un valore finito.

Tuttavia la finanza la faccenda è più complicata. Se il peso degli interessi aumenta, il governo dovrebbe compensarne la crescita riducendo l'avanzo primario.

Cambiamo pertanto ipotesi ed ipotizziamo un governo che anziché darsi come obiettivo quello di mantenere il disavanzo totale costante, decide di mantenere costante il solo disavanzo primario.

In questo caso cambia l'equazione che descrive il disavanzo

$$D_t = G_t + i * B_{t-1} - T_t = a' Y_t + i * B_{t-1}$$

con a' che rappresenta il disavanzo primario.

Mentre l'equazione che descrive lo stock del debito pubblico diviene in questo caso

$$B_t = B_{t-1} + a' Y_t + i * B_{t-1} = (1 + i) B_{t-1} + a' Y_t$$

In rapporto al PIL si avrà $b_t = \frac{1+i}{1+n} b_{t-1} + a'$ questa equazione converge ad una situazione stazionaria se $n > i$. Un valore finito di b si può avere solo se il tasso di crescita dell'economia è superiore al tasso di interesse. La situazione inversa vedrebbe lo scoppiare del debito pubblico.

Se il rapporto debito pubblico / PIL cresce nel tempo sicuro il tasso di interesse non rimane fermo. Se il legislatore attua una politica di riduzione del disavanzo primario è vero che questo possa avere effetti sul tasso di crescita del reddito, ma è anche vero che questo potrebbe avere effetti sul tasso di interesse, instillando fiducia nei sottoscrittori. Gli economisti si dividono in queste due branche → chi ritiene che uno dei due effetti sia maggiore oppure no. Non ci sta un vincitore ed un vinto → la risposta è: 'dipende' dalla situa.

Il saldo primario che stabilizza il rapporto debito/pil

Ovviamente nella realtà quanto descritto sopra non funziona: la politica fiscale non si mantiene costante ed anzi quando i governi si rendono conto della spirale che prende il debito mettono in campo misure restrittive (riducendo il disavanzo primario, al fine di contenere la situazione).

Ma questo come può avvenire operativamente ?



Vogliamo fare in modo che $b_t = b_{t-1}$

$$\text{pertanto } \Delta b_t = b_t - b_{t-1} = b_{t-1} \frac{1-n}{1+n} + a'$$

Dobbiamo modificare in qualche modo a' .

$$\text{Affinché } b_t - b_{t-1} = 0 \text{ è necessario che } a' = \frac{-b_{t-1}(i-n)}{1+n}$$

Se $i > n$ cioè il tasso di interesse è più elevato del tasso di crescita, a' dovrà essere negativo, ossia ci dovrà essere un avanzo al netto degli interessi.

Se $i < n$ accade il contrario.

Il tema dell'andamento del debito pubblico assume ancora più importanza considerate le regole stringenti in materia di bilancio pubblico all'interno della UE.

Sostenibilità del debito pubblico

La possibile dinamica esplosiva del debito pubblico

L'esplosione del debito pubblico può esserci anche con un semplice disavanzo iniziale.

Esempio: uno stato decide inizialmente di emettere titoli per finanziare delle spese. Lo Stato emette titoli per 100 miliardi di euro con un tasso di interesse del 5%. L'anno dopo ci sarà un pagamento da fare di 5 miliardi di euro di interessi: o lo stato ha generato una quota di avanzo primario equivalente alla cifra in più da ridare oppure dovrà emettere altri titoli (=altro debito) per finanziare il disavanzo dell'anno corrente.

Se emette altri titoli il totale del debito sarà di 105 miliardi di euro con un 5% che equivale a 5,25 miliardi di euro.

L'anno successivo cresce e via dicendo.

Anche con un unico via libera all'emissione di titoli di stato il debito pubblico potrebbe crescere a ritmi elevati se non ci sono misure compensative per il futuro.

Normalmente il PIL cresce di anno in anno, soprattutto quello nominale per via dell'effetto dell'inflazione. Se cresce anche la produzione cresce il PIL reale.

Se ad esempio il debito pubblico cresce allo stesso livello del PIL non è un problema in quanto il debito è ripagabile. Ovviamente questo rapporto non deve essere troppo elevato.

Anche se il PIL cresce tuttavia può crearsi una dinamica esplosiva del debito. **Questo accade quando il tasso di interesse supera il tasso di crescita del PIL.**

La relazione algebrica è semplice: se il tasso di crescita con cui aumenta il debito è maggiore del tasso con cui aumenta il PIL allora il rapporto debito PIL è destinato a crescere con il rischio di andare fuori controllo. Si parla a questo punto di insostenibilità del debito.

L'indebitamento del debito: il default e la ristrutturazione



Se il rapporto debito pubblico PIL è troppo elevato e continua a crescere nel tempo, i cittadini che hanno sottoscritto il debito potrebbero rifiutarsi di sottoscrivere quello nuovo.

Lo stato debitore così si troverebbe in una posizione di difficoltà.

Il governo potrebbe convincere la banca centrale a comprare titoli di nuova emissione: necessari per finanziare le esigenze di spesa pubblica. In sostanza si stampa moneta: questa roba è detta monetizzazione del debito.

Il rischio della scelta simile è che l'immissione di moneta nell'economia sia di tale intensità tale da provocare una massiccia inflazione a tal punto da rompere il potere di acquisto del debito rimborsato: cioè si esce dalla crisi finanziaria a patto di rimborsare carta straccia. Tale soluzione equivale ad una ipotetica tassazione, solo che si chiama **tassa da inflazione**.

Ovviamente un simile provvedimento **sarebbe visto come una spaccatura nei confronti dei rapporti tra Stato e cittadini**. I cittadini (o almeno una parte di essi) che ha acquistato i titoli e per anni ha finanziato lo Stato di colpo si ritroverebbe con il proprio potere di acquisto dimezzato. Per lo stato dopo un'azione del genere sarebbe difficile emettere titoli per un po' di anni. In ogni caso in UE questa roba è vietata dai trattati: **l'unica strada percorribile in tal senso consisterebbe nell'uscita dall'unione europea con conseguente svalutazione della propria moneta (che si è decisi di stampare per finanziare il deficit) e con la difficoltà di pagare le importazioni in EUR**. Questo tra l'altro alimenterebbe il circolo vizioso tra inflazione e svalutazione.

Un'altra soluzione è il cd. *ripudio del debito*. Questo avviene quando lo stato non paga più gli interessi sul debito e la quota in CC.

Ovviamente qualora non si sia riusciti ad avere un avanzo primario, è chiaro che il ripudio del debito è tipo un suicidio in quanto azzerebbe la fiducia degli investitori e quindi la possibilità di emettere titoli di stato. Diciamo che il **ripudio del debito è praticabile solo se si giunge ad un costante e continuo pareggio di bilancio**.

Altrimenti esso porta alla monetizzazione del debito. Se uno stato dell'UE ripudiasse il debito sicuro gli altri stati lo pisciano e non gli prestano i soldi. La situazione non è come quella di una realtà federale dove se uno stato interno non riesce a pagare subentra lo stato centrale.

Prima di queste due soluzioni dagli effetti tragici **la via che ci indica la teoria economica è quella della ristrutturazione del debito**. D'altronde soprattutto quando parliamo di debiti alti questa è la strada che conviene al debitore e soprattutto al creditore (che ha interesse a quel punto a ricevere anche una cifra inferiore anziché niente).

Ci sono **diversi modi** affinché si realizzi la ristrutturazione del debito.

Si può **allungare la durata** ad esempio, dando più tempo al paese per onorare i propri debiti.

Altro modo di attuare la ristrutturazione del debito è la cd. *riduzione nominale del valore del debito (haircut)*. In sostanza i creditori aderiscono volontariamente alla riduzione del valore dei propri crediti. Ovviamente questo è difficile in presenza di numerosi e variegati creditori internazionali che potrebbe richiedere un accordo internazionale.



Ovviamente ci possono essere comportamenti opportunistici nei rapporti internazionali. Ci potrebbe essere qualcuno che potrebbe comprare titoli di paesi a rischio e pretendere di essere pagato per accettare la ristrutturazione del debito.

Spesso si è provato a creare meccanismi internazionali per far sì che l'accettazione a programmi di compensazione dovesse essere obbligatorio e ad un certo punto anche vantaggioso (in senso che non si ha una negatività derivante dal proprio comportamento) per gli investitori di minoranza.

Un proposta dell'FMI - 'Meccanismo di ristrutturazione dei debiti sovrani' o 'Sovereign debts restructuring mechanism' - nel 2001 si è arenata proprio sui problemi di volontarietà nell'adesione.

Un'altra strada potrebbe essere quella di risolvere la questione con un'imposta patrimoniale: in questo caso gli effetti negativi si allargherebbero anche a coloro che non detengono debito pubblico ma sono semplici cittadini. Se poi la maggior parte del debito è in mani estere allora i cittadini sono chiamati ad uno sforzo eccessivo.

Perché è difficile prevedere una crisi del debito pubblico

La dinamica di crescita del debito pubblico rispetto al PIL può anche continuare per tanti anni prima di scoppiare. In ogni caso ci sta la convinzione che l'investimento in titoli sia poco rischioso perché non può fallire uno stato. Beh ecco in realtà questo potrebbe essere vero in uno scenario dove tutto il debito pubblico è sottoscritto da cittadini nazionali anziché esteri. Ma con la globalizzazione in realtà i creditori esteri hanno molta più facilità nel liberarsi dei titoli di un paese che ritengono in difficoltà (?) così come quello di rifiutarsi di sottoscrivere il nuovo debito.

Insomma, la quota di debito pubblico in mani estere potrebbe accelerare la velocità verso una condizione di insostenibilità essendo per questi ultimi più facile chiedere tassi di interesse più alti, rifiutarsi di sottoscrivere nuove quote o comportamenti opportunistici.

Ovviamente non è facile prevedere una situazione o un momento dal quale si ha la contezza che si sta imboccando la strada dell'insostenibilità (se non quando scoppia la crisi finanziaria anche se la frittata li è già fatta).

Non esiste in ogni caso una soglia critica né misure in tal senso utilizzabili per tutti i paesi.

Chiaramente un indicatore che ci può indicare - ma parzialmente - è il rapporto debito pubblico/PIL e le sue modificazioni. Bisogna fare attenzione pertanto a tre cose:

- percentuale rapporto debito pubblico/PIL
- tasso di crescita del rapporto
- % del debito in mani straniere

Le manovre di aggiustamento: un difficile compito

Il modo migliore è quello avere un avanzo primario tale da coprire la spesa per interessi e pertanto avere un disavanzo pari a zero. Chiaramente questo va fatto 'fin dall'inizio'. A quel punto i nuovi surplus eccedenti la spesa per interessi potrebbero essere destinati alla riduzione



del debito pubblico. C'è da dire che un comportamento virtuoso ed un andamento del saldo primario che copre sempre di più le spese per interessi potrebbe essere visto in maniera virtuosa dagli investitori internazionali, i quali potrebbero accettare un premio sempre più basso.

Ovviamente qualora il debito fosse molto alto ci dovrebbe essere un lavoro graduale di taglio della spesa pubblica ('aggiustamento'). Deve essere graduale per limitare il più possibile gli effetti recessivi.

C'è anche da dire che un graduale 'aggiustamento' se è troppo graduale potrebbe anche far venir meno la fiducia dei creditori sull'effettiva volontà di rientrare sul debito pubblico. Il governo pertanto deve essere fermo e credibile.

In ogni caso il tema della possibile recessione non deve essere preso sottogamba perché proprio l'indicatore principale (debito pubblico/PIL) soffre negativamente gli effetti della recessione del prodotto interno.

Ci sono in ogni caso degli economisti che ritengono che l'intervento dello stato per far rientrare il debito pubblico debba essere espansivo anziché recessivo. Essi si basano su analisi statistiche i cui risultati evidenziano una contrazione dell'attività economica nel breve periodo. In ogni caso gli investitori sono schizofrenici: da un lato richiedono che ci siano misure drastiche, dall'altro esprimono valutazioni attente e velenose se il tasso di crescita non è soddisfacente.

Un esempio ed una modalità di politica graduale potrebbe essere quella di rientro grazie ad una diminuzione delle spese per interessi che ad esempio possono essere stimulate grazie ad una politica monetaria espansiva (che però deve essere decisa dalla banca centrale).

Le banche centrali sono restie a questo tipo di politiche perché temono che possa riaccendersi l'inflazione. In ogni caso una politica monetaria espansiva sul mercato primario non è possibile in UE ed è altrettanto impossibile una svalutazione per fini competitivi (che spinge sulle esportazioni).

Il punto fondamentale è che si prospetta una minor contrazione dell'economia se il taglio si opera sulla spesa pubblica anziché attraverso l'aumento delle tasse. Anzi questo deve essere evitato -- meglio spingere per l'abbassamento in ordine di non scoraggiare l'attività imprenditoriale.

Accade purtroppo che nella realtà le spese maggiormente pesanti sul bilancio siano quelle previdenziali che sono anche le più rigide essendo legati a contratti a lungo periodo. Spesso i governi hanno evitato di intervenire su queste spese in quanto hanno un costo sociale altissimo. Di conseguenza il taglio effettuato è stato sulle spese di investimento che sono in realtà le più produttive.

Nei periodi di emergenza dove bisogna ridurre ed intervenire velocemente si procede spesso con l'aumento delle tasse. Le manovre a carattere d'urgenza pertanto hanno anche la connotazione di essere molto pesanti da un punto di vista dell'impatto sul PIL ed il legislatore dovrebbe avere il dovere di cogliere l'occasione per intervenire sui temi strutturali del paese.



aumentare la concorrenza per favorire nuove imprese, mercato del lavoro dinamico, promozione dell'innovazione e del capitale umano.

Il tema principale è che tali manovre necessitano della collaborazione dei cittadini, i quali spesso, in virtù delle manovre di correzione, perdono fiducia nelle istituzioni.

Gli effetti redistributivi del debito pubblico e delle manovre di aggiornamento

Chi compra il debito pubblico riceve degli interessi ed ha diritto di vedersi rimborsata la cifra investita a scadenza.

A seconda della propria situazione patrimoniale dipende l'entità del danno che si riceve dall'haircut, così come da una minore spesa pubblica o una maggiore tassazione.

Ci saranno grandi possessori di titoli che potranno vantare grandi flussi di denaro (e di solito anche sfuggire ai pagamenti delle imposte o comunque non accollarsele tutte). Può capitare anche che siano capitali esteri.

Altri individui come le famiglie e gli impiegati a basso reddito possiedono irrilevanti quantità di debito pubblico, e sono destinati a contribuire in maniera relativamente più pesante alla tassazione.

Il conflitto distributivo si acuisce quando è il momento di fare aggiustamenti al bilancio pubblico. Nel dettaglio infatti ci sarà un momento in cui i sottoscrittori continueranno a percepire gli interessi dei titoli e simultaneamente ci saranno gli effetti di una minore spesa pubblica o tasse più alte che non colpisce coloro che hanno sottoscritto il debito. Ovviamente man mano che la manovra funziona essa incide di meno su coloro che non avevano sottoscritto il debito e toglie i vantaggi (facendo diminuire il tasso di interesse) per coloro che invece avevano sottoscritto. Il risanamento finanziario del debito pubblico può essere paragonato alla produzione di un bene pubblico e le sue possibili distorsioni ad esso connesso.

Così come nella produzione di beni pubblici ci sarà una parte di collettività interessata a ritardare il proprio contributo (per sapere se lo fanno gli altri e soprattutto per contribuire in maniera minore), nel momento di aggiustamento ci sarà una situazione simile dove i gruppi sociali di cittadini premeranno ognuno per non far colpire la propria categoria.

Ovviamente l'azione in gruppi frammentati rende difficile l'azione di governo che per motivi elettorali o sociali potrebbe evitare particolari azioni. Può capitare il caso dove il governo rimanga vittima di interessi di parte. Ovviamente particolare importanza è evitare di arrivare alla rottura e la reazione del mondo industriale ed imprenditoriale. Chiave del successo delle manovre di aggiustamento resta in ogni caso la serietà della classe politica, della chiarezza e della capacità di enunciare i propri obiettivi. Obiettivo del governo è non farsi condizionare dagli interessi di parte e soprattutto di infondere un sentimento di cooperazione agli attori in gioco, che devono talvolta essere capaci di guardare un po' più al di là del proprio naso e soprattutto per un orizzonte temporale più lungo.

Bisogna in ogni caso evitare di giungere sull'orlo del baratro perché in quel momento le uniche misure possibili sono lacrime e sangue.

