



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in

La sostenibilità del debito

(Debt sustainability)

Relatore:

Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

Giovanni Carlo Ventura

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

1. LA SOSTENIBILITA' DEL DEBITO	3
1.1 Introduzione	3
1.2 La definizione di sostenibilità	3
1.2.1 Lo schema di Ponzi	6
1.3 Considerazioni conclusive sulla sostenibilità	7
Appendice A - Testare la sostenibilità	7
2. COME RIDURRE IL DEBITO	9
2.1 Perché ridurre il debito	9
2.2 Il meccanismo di riduzione	9
2.3 Le politiche per ridurre il debito	10
2.3.1 Consolidamento fiscale	10
2.3.1.1 La dimensione	11
2.3.1.2 La velocità	11
2.3.1.3 La composizione	12
2.3.2 Politiche per la crescita	14
2.3.3 Politiche monetarie	17
2.3.3.1 Il signoraggio	18
2.3.3.2 La sorpresa inflazionistica	19
2.3.4 La repressione finanziaria	20
2.4 Per concludere	22
3. IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO: UN PROBLEMA CHE DIVENTA EUROPEO	23
3.1 L'importanza della sostenibilità	23
3.2 La dinamica del debito pubblico italiano	23
3.3 Possibili soluzioni	25
3.4 I problemi delle soluzioni	26
3.4.1 Come completare l'Unione monetaria europea	27

3.4.2 Un <i>safe asset</i> europeo: cos'è e come costruirlo	28
3.5 Idee infondate su come risolvere il problema del debito e non solo	31
CONCLUSIONI	35
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	36

CAPITOLO 1

LA SOSTENIBILITA' DEL DEBITO

1.1 INTRODUZIONE

La domanda sulla sostenibilità del debito è una domanda centrale in molte analisi macroeconomiche di politica fiscale. Sostenibilità del debito significa, di primo acchito, l'esistenza di spazi fiscali per poter aumentare ulteriormente tale debito eventualmente in caso di necessità. Il tema di maggiore rilevanza è la sostenibilità ex-ante, ossia prima, all'inizio dei fatti.

Occorre però subito stabilire che la sostenibilità non dovrebbe mai essere presa come un qualcosa di garantito, anche quando il vincolo intertemporale di bilancio tiene esclusivamente ex-post, quindi a giochi fatti. Comunque, ci sono molti modi per essere certi della sostenibilità del debito che non implicano necessariamente approcci netti come l'alta inflazione. Dunque, la sostenibilità ex-ante non può essere definita unicamente, questo perché ciò dipende da quale strategia vogliamo adottare per soddisfare il suddetto vincolo di bilancio intertemporale.

La teoria di solito eguaglia la sostenibilità del debito con la solvibilità del settore pubblico, ma ultimamente si sta cercando di elaborare un approccio operativo (Debrun et al., 2019) che però presenta almeno tre difficoltà.

Prima di tutto la solvibilità è puntualmente definita come la condizione in cui la somma di tutte le obbligazioni esistenti non supera il valore attuale di tutti i futuri saldi primari. Tale definizione non permette una valutazione semplicistica dato che in tal modo si va a considerare una visione rivolta al lontano futuro, ossia un approccio di lungo periodo.

In secondo luogo, la tipica analisi macroeconomica parte dal presupposto che lo stato sia effettivamente in grado di ripagare tutti i titoli di debito che ha emesso. Di fatto bisogna asserire però che l'esistenza di un debito crescente può far sorgere la domanda sulla credibilità di tale onere presso i cosiddetti "creditori".

Infine, non si può non considerare il rischio di fallimento intrinseco che tutti coloro che si indebitano devono sopportare e quindi anche gli stati. Ciò fa entrare in gioco le aspettative dei mercati e di conseguenza il problema degli equilibri multipli. Per tutte queste complicazioni possiamo spiegare come semplici crisi di liquidità siano in grado di far fallire anche i governi più solidi.

Tutti questi fattori aiutano a spiegare come stati come il Giappone riescano a sopportare un debito pubblico lordo del 200% del PIL e altri invece siano costretti a mantenere un debito ben più limitato come il caso dell'Ucraina con un debito lordo pari al 30% del PIL.

1.2 LA DEFINIZIONE DI SOSTENIBILITA'

Il concetto di vincolo di bilancio è fondamentale per la condizione di scarsità di risorse in cui il sistema economico si trova. Ciò significa che si possono spendere solamente le risorse che si hanno a disposizione, ma grazie all'attività dei mercati finanziari e delle banche ciò non deve per forza essere vero per ogni periodo. Infatti, nel contesto economico moderno gli individui possono spendere di più di quanto hanno a

patto che ce ne siano altri disposti a spendere di meno, e a concedere in prestito una parte della propria ricchezza finanziaria, ossia delle risorse in surplus. Questo non è vero soltanto per i consumatori, ma anche per ogni altra categoria che assurge al ruolo di debitore, ossia anche per gli stati.

Naturalmente occorre fare delle distinzioni, innanzi tutto non ci si aspetta che lo stato muoia o sparisca nel medio termine per cui non si definisce un periodo di scadenza specifico. Secondariamente la dichiarazione di fallimento da parte di un'entità statale implica ingenti perdite di ricchezza e riduce letteralmente alla fame i cittadini, in special modo i ceti meno abbienti. Infine, lo stato è sovrano, questo significa che non esistono delle precise procedure attraverso cui i prestatori possono recuperare ciò che hanno concesso.

A causa del fatto che i governi rappresentano dei soggetti debitori così particolari è logico aspettarsi che i loro vincoli di bilancio non siano facilmente comprensibili come quelli per le famiglie o imprese. Più precisamente il problema del vincolo di bilancio in questo caso appartiene a quell'insieme di problemi che va sotto la denominazione di "problemi ad orizzonte infinito". Quello che interessa è cos'è che permette ai governi di essere solvibili, ossia cosa consente agli stati di onorare le proprie obbligazioni finanziarie completamente (è importante ricordare in questa sede che l'aspettativa che i governi onoreranno le proprie obbligazioni è ciò che rende i titoli di stato "sicuri").

Matematicamente parlando, ad ogni dato periodo t , la spesa totale del governo deve essere coperta dall'emissione di titoli e/o da altri ricavi come ad esempio il gettito fiscale¹. Per semplificare assumiamo che il debito pubblico prenda la forma di un'obbligazione con durata di un periodo soltanto. Assumiamo anche di essere in tempo discreto e non continuo sempre ai fini della semplicità. L'accumulo totale di debito del periodo precedente (D_{t-1}) deve essere ripagato alla fine del periodo, e su questo va anche corrisposto un tasso di interesse che denominiamo r_t . Dunque, il vincolo di bilancio del governo al tempo t è:

$$(1) \quad G_t + (1 + r_t)D_{t-1} = T_t + D_t,$$

dove G_t è la spesa primaria e T_t rappresenta il gettito fiscale. Alla fine del periodo t , il debito pubblico D_t rappresenta lo stock di vecchie obbligazioni D_{t-1} a cui abbiamo aggiunto gli interessi dovuti $r_t D_{t-1}$, e la differenza tra la spesa primaria e i ricavi totali derivanti dalla tassazione, cosa comunemente nota come deficit primario: $P_t = G_t - T_t$. Dunque, possiamo scrivere:

$$(2) \quad D_t = (1 + r_t)D_{t-1} + P_t.$$

Dato che il gettito fiscale tendenzialmente cresce al crescere del PIL nominale, si usa esprimere le grandezze nominali dell'equazione (2) in termini di rapporto con il PIL nominale che chiamiamo Y_t .

L'idea alla base del tutto è che se i ricavi del governo possono crescere in modo indefinito, allora anche la spesa e il debito possono seguire lo stesso andamento. Assumendo che Y_t cresce ad un tasso annuale denominato θ_t , possiamo trasformare l'equazione (2) come segue:

$$(3) \quad \frac{D_t}{Y_t} = (1 + r_t) \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \frac{Y_{t-1}}{Y_t} + \frac{P_t}{Y_t}$$

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{(1+\theta_t)} d_{t-1} + p_t$$

¹ Il gettito fiscale è il ricavo totale che lo Stato riceve dalla tassazione.

Ad ogni tempo t , il rapporto debito/PIL è dato dal peso del debito dell'ultimo periodo e dal deficit primario attuale che riflette direttamente le decisioni di politica fiscale.

È importante notare come la dinamica dell'impatto degli interessi dipenda dalla crescita nominale. Di solito si assume che il tasso di interesse ecceda quello di crescita del PIL ($r_t > \theta_t$), questa relazione prende il nome di efficienza dinamica, e ci permette di concludere che il rapporto debito/PIL tende ad aumentare automaticamente perché la crescita del PIL non riesce a controbilanciare il debito in più. Lo stato può scegliere di pagare gli interessi o con i propri ricavi² oppure con nuovo debito, quindi emettendo nuovi titoli. Se per la maggior parte si utilizzano i ricavi conseguiti, si avrà ciò che prende il nome di avanzo primario e quindi il rapporto debito/PIL scenderà, dato che $p_t < 0$. Se invece si riterrà opportuno aumentare ulteriormente il debito, di fatto aumenterà la spesa pubblica visto che in questo caso il debito viene aumentato per far fronte effettivamente ad una necessità di spesa pubblica, cosa che provoca una catena causale che fa aumentare il debito e di conseguenza il servizio sul debito, ossia il suo costo, che porta ad un ulteriore aumento della spesa pubblica G (Alessandrini, 2015). Più brevemente il valore del debito aumenta perché $p_t > 0$.

Giunti a questo punto è interessante comprendere come il governo può rifinanziare indefinitamente il debito pubblico nel tempo. Dobbiamo dapprima usare l'equazione (3) per vedere come il debito è legato al futuro. Se chiamiamo $R_t = \frac{1+r_t}{1+\theta_t}$, possiamo vedere che $d_{t+1} = R_{t+1}d_t + p_{t+1}$, di conseguenza possiamo scrivere:

$$(4) \quad d_t = \frac{1}{R_{t+1}} d_{t+1} - \frac{1}{R_{t+1}} p_{t+1}$$

Possiamo dunque stabilire che esiste una relazione tra il debito del tempo t e il valore attuale del debito futuro e deficit primario. Per verificare la possibilità di rifinanziamento del debito dobbiamo risolvere l'ultima equazione per così dire "in avanti". Di solito si procede ad una serie di sostituzioni:

- si può riscrivere $d_{t+1} = \frac{1}{R_{t+2}} d_{t+2} - \frac{1}{R_{t+2}} p_{t+2}$, usando la stessa logica che ci permette di scrivere il debito/Pil al tempo t come funzione di variabili al tempo $t+1$;
- si sostituisce d_{t+1} riscritta come sopra per ottenere $d_t = \frac{1}{R_{t+1}} \frac{1}{R_{t+2}} d_{t+2} - \frac{1}{R_{t+1}} p_{t+1} - \frac{1}{R_{t+1}} \frac{1}{R_{t+2}} p_{t+2}$;
- in corrispondenza di un certo periodo T si può scrivere $d_t = \prod_{j=1}^T \frac{1}{R_{t+j}} d_{t+T} - \sum_{j=1}^T \prod_{k=1}^j \frac{1}{R_{t+k}} p_{t+j}$.

Quando T tende all'infinito avremo:

$$(5) \quad d_t = \lim_{T \rightarrow \infty} \prod_{j=1}^T \frac{1}{R_{t+j}} d_{t+T} - \sum_{j=1}^{\infty} \prod_{k=1}^j \frac{1}{R_{t+k}} p_{t+j}$$

Dove $\frac{1}{R_{t+j}}$ e $\frac{1}{R_{t+k}}$ assurgono al ruolo di fattori di attualizzazione.

In questo modo siamo riusciti a considerare il vincolo di bilancio dello stato a priori, cioè ex-ante, così come si era annunciato all'inizio della trattazione. L'equazione (5) descrive infatti tale vincolo in modo

² Ossia con la tassazione.

intertemporale, vale a dire usando una classica equazione alle differenze³. Possiamo facilmente definire che il rapporto debito/Pil al tempo t deve trovare copertura nel valore attuale netto di tutti i saldi primari (dati dal secondo termine dell'equazione) aggiustati al ribasso per ogni valore finale dello stock di debito (questo fatto invece è descritto dal primo termine dell'equazione).

Si può fare anche un ulteriore passo in avanti e dire che non esisterà mai quantità di debito di cui il governo potrà usufruire al tempo T , che indica l'ultimo periodo di tempo disponibile, infatti, nessuno sarebbe di fatto disposto a comprare un'obbligazione governativa che non potrebbe essere utilizzata per finanziare una qualche forma di spesa (1988, O'Connell e Zeldes). Possiamo dire la stessa cosa riprendendo il concetto di schema alla Ponzi: in tal senso uno schema alla Ponzi in cui un governo è sempre in grado di trovare un operatore disposto a sottoscrivere un titolo di stato non è fattibile.

Perché il governo sia solvibile o, meglio, la condizione di trasversalità (*no-Ponzi condition*) richiede che $\lim_{T \rightarrow \infty} \prod_{j=1}^T \frac{1}{R_{t+j}} d_{t+T} = 0$. Sotto condizioni normali di crescita e tassi di interessi, la solvibilità quindi, implica che il rapporto debito/PIL al tempo t , sia al massimo uguale al valore attuale di tutti i saldi primari futuri. Questo significa che prima o poi necessariamente i deficit primari dei vari periodi dovranno essere compensati dai saldi in surplus:

$$(6) \quad d_t = - \sum_{j=1}^{\infty} \prod_{k=1}^j \frac{1}{R_{t+k}} p_{t+j}$$

Da quest'ultima equazione è chiara la difficoltà insita nella valutazione della solvibilità. Richiede infatti di svolgere analisi predittive su quali siano le politiche fiscali da adottare nonché sull'impatto che tali politiche avranno su un orizzonte infinito. Inoltre, le considerazioni matematiche che sono state fatte non tengono conto del clima di incertezza che caratterizza la crescita economica e quindi i costi del debito e infine del saldo primario.

1.2.1 LO SCHEMA DI PONZI

Lo schema di Ponzi è una tecnica di truffa che è stata usata da vari individui ma che Charles Ponzi, più di tutti, è riuscito a sfruttare.

La tecnica si basa su quattro fasi:

- Al potenziale cliente viene promesso un investimento con rendimenti superiori ai tassi di mercato, in tempi piuttosto stretti;
- Dopo poco tempo viene restituita parte della somma investita, facendo credere che il sistema funzioni a dovere e rassicurando l'investitore;
- Si sparge la voce dell'investimento molto profittevole e gli altri clienti in base a queste prospettive cadono nella trappola a loro volta. Si continuano a pagare gli interessi con i soldi via via incassati anche se la società finanziaria ha capitale sociale zero, ma gli investitori non lo sanno;
- Lo schema si interrompe quando le richieste di rimborso superano i nuovi versamenti effettuati.

Lo schema di Ponzi permette a chi comincia l'attività e anche ai primi coinvolti di ottenere elevati risultati economici positivi in tempi molto brevi, ma, allo stesso tempo, richiede sempre nuove vittime disposte a pagare le quote. Il risultato reddituale positivo deriva esclusivamente dalle quote pagate dai nuovi investitori e non dalla realizzazione di un prodotto reale o finanziario come invece ci si aspetta. Il sistema

³ Un'equazione alle differenze è un'equazione differenziale in tempo discreto.

volgerà ad un termine, come è logico aspettarsi, generando perdite per la maggior parte degli investitori, visto che i soldi immessi non realizzano nessuna rendita, essendo meramente incamerati dai primi coinvolti nello schema. La diffusione della truffa talvolta è talmente grande da divenire palese, cosa che spinge le stesse autorità ad intervenire. In molti paesi fra cui Italia e Stati Uniti tale meccanismo è un reato, essendo a tutti gli effetti una truffa.

1.3 CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE SULLA SOSTENIBILITA'

La solvibilità è una condizione che implica rivolgere lo sguardo verso il futuro e ciò impone due sfide per gli economisti. La prima è che i test econometrici per verificare le condizioni di solvibilità precedentemente ricordate non sono completamente esaustivi. Questi test ci dicono al massimo se il debito pubblico e il saldo primario sono stati storicamente solvibili, ma non sono sufficienti per poter effettuare delle previsioni sul futuro. E esistono tecniche di previsione, come per esempio effettuare delle previsioni di scenario utilizzando un intervallo di confidenza classico al 95%, ma ciò richiede l'assunzione plausibile, seppur, non completamente corretta, che ciò che succederà in futuro seguirà l'andamento di quanto rilevato negli ultimi 10 o 20 o più anni dipendentemente da quanti ritardi inseriamo nel set informativo⁴.

La seconda sfida sta nel fatto che se ignorassimo totalmente il passato, allora teoricamente ogni governo sarebbe solvibile indipendentemente dal suo debito. Tutto ciò che si dovrebbe fare in questo caso è considerare credibile qualsiasi impegno pubblico volto a creare un avanzo primario sufficientemente grande in un certo punto molto lontano del futuro. In base a quanto detto il giudizio sulla solvibilità si ridurrebbe a una semplice valutazione sulla credibilità. Abbiamo quindi ottenuto finalmente una definizione operativa della sostenibilità del debito che vada oltre il concetto di solvibilità in senso stretto: è una procedura che deve essere adeguatamente impostata per definire e creare il nostro giudizio con dati concreti e criteri, indici oggettivi.

Le definizioni più comuni di sostenibilità si basano fortemente sulla politica fiscale adottata (il secondo termine dell'equazione (6)), cosa che ha senso dal punto di vista degli stati visto che controllano principalmente la tassazione e la spesa pubblica determinando il saldo primario, ma ci sono anche altri fattori rilevanti che non dipendono strettamente dalle scelte di policy. Il Fondo Monetario Internazionale (IMF) definisce un debito pubblico sostenibile nel momento in cui soddisfa il valore attuale del vincolo di bilancio (ossia soddisfa la condizione di solvibilità) senza la necessità di effettuare alcuna grande correzione nel bilancio delle entrate e della spesa dati i costi di finanziamento (servizio sul debito) che si affrontano nel mercato. Ancor più precisamente l'IMF esalta la centralità della sostenibilità della politica fiscale, definendola come la capacità di un governo di far fronte al debito senza dover intervenire con spese esorbitanti. In tal senso, possiamo quindi concludere che la sostenibilità della politica fiscale è di fatto la sostenibilità del debito pubblico.

APPENDICE A

TESTARE LA SOSTENIBILITA'

⁴ Il set informativo è l'insieme di variabili che vanno da meno infinito fino al tempo presente che hanno influenzato l'evento odierno, assumendo alcune ipotesi è possibile stabilire che gli eventi troppo lontani non influenzino l'evento odierno.

Un test che vale la pena ricordare è quello di Chalk e Hemming (2000) che sono riusciti a migliorare i test sulla solvibilità basati solamente sui dati storici. Stabiliscono che questi test sono in grado di cogliere le condizioni sufficienti per la solvibilità. Concentrano la loro analisi sulla cosiddetta stazionarietà che intendiamo come immutabilità degli effetti marginali dei parametri dei regressori nel tempo, questo permette la fattibilità e la consistenza delle stime OLS⁵, di conseguenza permette anche di considerare attendibili le previsioni econometriche che vengono eseguite. Hamilton e Flavin (1986) sostengono che se la condizione di solvibilità tiene, la stazionarietà dell'equazione alle differenze dei saldi primari implica necessariamente che anche la serie storica del debito pubblico sia stazionaria. Dunque, basta testare la stazionarietà della serie dei saldi primari per sapere se le predizioni che verranno fatte sul debito saranno attendibili.

Un passo in avanti fondamentale viene compiuto da Bohn (1998) che asserisce che i test non possono basarsi esclusivamente sulle regole tipiche delle serie storiche perché in questo modo non si andrebbero a considerare le condizioni generali dell'equilibrio che legano la politica fiscale al resto del sistema economico. Dunque, si suggerisce di stimare la relazione tra debito pubblico e saldo primario. Si prende in considerazione un modello ad una equazione che mette in relazione il saldo primario ($pb_t = -p_t$) con il debito pubblico e anche con le variazioni della spesa (\tilde{g}_t) e del reddito (\tilde{y}_t):

$$(7) \quad pb_t = \beta_0 + \beta_1 \tilde{g}_t + \beta_2 \tilde{y}_t + \rho d_{t-1} + \varepsilon_t$$

Bohn dimostra che se $\hat{\rho} > 0$, dove $\hat{\rho}$ rappresenta la stima OLS di ρ , ciò è sufficiente per soddisfare la condizione di solvibilità in un equilibrio generico.

⁵ Per un'analisi più approfondita si veda: Jack Lucchetti, "Basic Econometrics".

CAPITOLO 2

COME RIDURRE IL DEBITO

2.1 PERCHE' RIDURRE IL DEBITO

La riduzione del debito potrebbe essere vista come una cosa scontata ma in realtà ci sono state parecchie discussioni e dibattiti sul se e sul quando ridurlo. Iniziamo dicendo che la diminuzione del debito non è perseguita al solo scopo di ridurlo, ma piuttosto perché un debito pubblico elevato è suscettibile di generare alti costi e altrettanti alti rischi, con la possibilità di avviare una spirale crescente debito-rischi-tassi di interesse che portano ad un ulteriore aumento del debito (Best et al., 2019).

In generale il debito dovrebbe essere ridotto nel momento in cui diventa una minaccia alla stabilità in grado di generare le cosiddette crisi di debito sovrano (come quella che ha coinvolto la Grecia nel 2010). Di solito i costi di ristrutturazione e/o di fallimento sono molto elevati e inoltre debiti molto elevati, se associati a una bassa credibilità espressa dai mercati, giungono a determinare impennate improvvise anche nei costi di finanziamento dato che a maggior rischio percepito nessuno sarà disposto a concedere risorse finanziarie se non dietro una remunerazione più alta, ossia dietro pagamento di tassi di interesse maggiori. Queste quindi sono le motivazioni fondamentali che suggeriscono e a volte rendono imperativo per il governo cercare di ridurre il debito.

2.2 IL MECCANISMO DI RIDUZIONE

Nel momento in cui ci si rende conto che il debito presenta un andamento crescente, provocando aumenti inevitabilmente insostenibili nei rischi e di conseguenza nei costi, si deve procedere alla riduzione. Prima di parlare delle politiche attuabili per conseguire tale risultato, è opportuno partire considerando l'identità dinamica del debito: tale identità da una descrizione puntuale di come il debito pubblico lordo dipenda da variabili economiche e di policy fondamentali. La formulazione più semplice considera tutte le variabili espresse come percentuale del PIL:

$$(8) \quad \Delta d_t = \frac{1}{1+g_t} \left(\frac{i_t - \pi_t}{1+\pi_t} - g_t \right) d_{t-1} - pb_t + sfa_t$$

Appare chiaro da questa equazione che una variazione del debito Δd_t , sia influenzata positivamente dallo stock di debito del periodo precedente d_{t-1} , dal saldo primario pb_t , dal tasso di interesse nominale i_t e negativamente dal tasso di inflazione π_t e dal tasso di crescita g_t . Il termine $\left(\frac{i_t - \pi_t}{1+\pi_t} - g_t \right)$ rappresenta un fattore critico per la dinamica di lungo periodo del debito ed è definito differenziale di crescita del tasso di interesse. Il termine sfa_t , racchiude tutte le altre variabili che influenzano il livello del debito come il cambiamento nell'affidabilità degli altri governi, ed è di fatto un residuo⁶. Viene definito come *stock-flow-adjustment*⁷.

Per discutere al meglio l'impatto dell'inflazione è utile distinguere tra il tasso di interesse reale ex-post

$r_t^p = \frac{i_t - \pi_t}{1+\pi_t}$ e quello ex-ante che è anticipato dagli investitori $r_t^A = \frac{i_t - \pi_t^e}{1+\pi_t^e}$. Quello ex-post rappresenta il

risultato reddituale reale realizzato dagli investitori in titoli di debito, mentre quello ex-ante rappresenta il

⁶ Un termine d'errore che comprende tutto ciò che non è stato considerato.

⁷ Aggiustamento delle posizioni flusso e stock.

tasso di rendimento reale che gli investitori si aspettano, determinato dal tasso di inflazione atteso e dal tasso nominale di interesse.

Possiamo fare un ulteriore passo in avanti e considerare l'identità dinamica del debito per tutti quegli stati che lo detengono in valuta estera (cosa più rappresentativa della realtà visto che i creditori di un debito pubblico in genere si distribuiscono in più zone geografiche). Dobbiamo tenere conto in questo caso anche delle fluttuazioni del tasso di cambio:

$$(9) \quad \Delta d_t = \frac{1}{1+g_t} \left(\frac{i_t^d - \pi_t^d}{1+\pi_t^d} \alpha_{t-1}^{dc} + \left(\frac{i_t^f - \pi_t^f}{1+\pi_t^f} + \frac{\Delta q_t}{q_{t-1}} \right) \alpha_t^{fc} - g_t \right) d_{t-1} - pb_t + sfa_t$$

Tale equazione è utile per distinguere tra debito detenuto in valuta nazionale e debito detenuto in valuta estera, che di solito sono caratterizzati da differenti tassi di interesse nominali (la distinzione avviene rispettivamente usando gli apici d e f come si vede chiaramente per il tasso di interesse e quindi anche per quello di inflazione). Considerando invece il tasso di cambio, è lampante che un suo deprezzamento (aumento in termini algebrici, quindi Δq_t positivo) aumenta il rapporto debito/PIL, aumento che viene velocizzato dalla presenza di un fattore proporzionale rappresentativo di una grandezza crescente della quota di debito denominato in valuta estera α_t^{fc} . Naturalmente nel caso di un apprezzamento le conclusioni saranno diametralmente opposte.

2.3 LE POLITICHE PER RIDURRE IL DEBITO

L'identità dinamica che abbiamo introdotto è molto utile per poter comprendere innanzi tutto quali sono le politiche da attuare per effettuare la riduzione e soprattutto in che modo attuarle. Le politiche che vengono comunemente utilizzate sono:

- CONSOLIDAMENTO FISCALE: influisce principalmente sul debito tramite il saldo primario sebbene questo risenta anche delle fluttuazioni congiunturali;
- POLITICHE PER LA CRESCITA: che sono volte ad aumentare il tasso di crescita g del PIL;
- POLITICHE MONETARIE: si possono percorrere varie strade come la generazione della sorpresa inflazionistica con l'obiettivo di ridurre i tassi di interesse reali sul debito denominato in valuta nazionale oppure tramite la generazione del reddito da signoraggio;
- REPRESSIONE FINANZIARIA: in cui l'obiettivo consiste nel cercare di ridurre il tasso di rendimento sul debito nazionale creando frizioni nei mercati finanziari.

Passiamo ora alla disamina di ciascuna di queste quattro politiche.

2.3.1 CONSOLIDAMENTO FISCALE

Per consolidamento fiscale si intendono, di solito, delle misure di bilancio razionalmente elaborate dai governi al fine di migliorare la propria posizione fiscale, ossia al fine di alleggerire il rapporto debito/PIL. Il consolidamento presenta due caratteristiche principali: si tratta di scegliere relativamente a parte del *budget*, più precisamente queste scelte sono indirizzate principalmente ad aumentare le entrate.

Inoltre, l'aggiustamento fiscale (il consolidamento può anche essere definito aggiustamento) è discrezionale per definizione, cioè questo significa che un miglioramento automatico inteso come un generale aumento del reddito e quindi delle condizioni economiche non può essere inteso come una forma di consolidamento fiscale, dato che in questo caso il governo non avrà fatto nulla di particolare per intervenire.

Il consolidamento vero e proprio è distinto individuando una componente discrezionale minima nel cambiamento annuale dell'aggiustamento ciclico del saldo primario (CAPB). Comunque, dato che la maggior parte delle politiche ha delle controindicazioni, naturalmente anche questa non è da meno: potrebbe succedere che se si attribuissero tutte le modifiche al CAPB ad azioni discrezionali di bilancio, si potrebbero sovrastimare tali mutazioni quando i cicli non tradizionali non vengono adeguatamente filtrati (come, ad esempio, le fluttuazioni delle risorse finanziarie o degli immobili). Come se non bastasse, la stima del prodotto potenziale, che è fondamentale per calcolare l'aggiustamento ciclico, è una stima con una componente di errore non trascurabile, per di più dipendente dalla tecnica statistica utilizzata.

Come si può realizzare un aggiustamento fiscale ottimale? Per ottimale in genere si intendono tre fattori:

- Il consolidamento dovrebbe essere "sufficientemente ampio"⁸ da indirizzare il debito sui binari della sostenibilità;
- L'aggiustamento dovrebbe perdurare nel tempo e dovrebbe essere difficile da invertire;
- Il costo in termini d'efficienza della manovra dovrebbe essere minimizzato.

Con riferimento all'aggiustamento di solito si considerano tre caratteristiche essenziali: la dimensione, la velocità e infine la composizione dell'aggiustamento.

2.3.1.1 LA DIMENSIONE

Di quanto aggiustamento c'è bisogno effettivamente?

Gli economisti di solito iniziano determinando un obiettivo di debito realistico, ossia che possa essere raggiunto senza troppi problemi. Una volta stabilito ciò, si passa al calcolo del cambiamento discrezionale nella posizione fiscale che porterebbe il debito al livello obiettivo predeterminato in un dato periodo di tempo. Se la posizione fiscale di partenza è più debole di quella di cui si ha attualmente bisogno per raggiungere il livello di debito stabilito, prima o poi, un consolidamento sarà obbligatorio. Esistono diversi approcci per calcolare la dimensione dell'aggiustamento (ossia il cambiamento del CAPB) in grado di ridurre il debito fino al livello obiettivo che dipendono da come si vuole raggiungere il livello, se in modo asintotico, o nel breve periodo, o ancora se lo si vuole raggiungere nell'anno.

I metodi utilizzati per il calcolo, di solito, necessitano di una distinzione tra gli effetti di breve periodo e gli aggiustamenti ciclici. La relazione tra consolidamento e debito è piuttosto complicata nel momento in cui si prende in considerazione l'effetto del consolidamento sulla crescita. La problematica principale è che l'aggiustamento tende a ridurre il PIL nel breve periodo. Un PIL più basso influenza il debito in due modi: riduce il denominatore e attiva stabilizzatori automatici che limitano l'aumento dell'equilibrio fiscale al numeratore. Quindi il rapporto debito/PIL non diminuisce coerentemente con l'aggiustamento. Il rallentamento della crescita aumenta il moltiplicatore fiscale, il rapporto iniziale del debito e gli stabilizzatori automatici. Se il consolidamento viene fatto in una situazione di depressione economica, allora il moltiplicatore fiscale può essere più alto del solito, in questo caso l'effetto contrario sul PIL di fatto può comportare un aumento del valore del debito. Se la manovra è mantenuta nel tempo, alla fine il debito si ridurrà, ma la risposta molto lenta potrà aver causato delle problematiche se i mercati finanziari reagiscono al comportamento di breve periodo.

2.3.1.2 LA VELOCITA'

⁸ Ossia, importante, che coinvolga numerose risorse.

Non tutti gli stati hanno la possibilità di applicare operazioni di *fine-tuning* con riferimento al tempo nella gestione del consolidamento. Esistono due tipi di velocità o andatura dell'aggiustamento: graduale o anticipato. Tutti gli stati che devono affrontare vincoli finanziari, molto spesso non hanno altra possibilità se non quella di anticipare l'aggiustamento. Infatti, l'intensità delle pressioni di mercato è un fattore fondamentale che determina la velocità alla quale il consolidamento è realizzato: le variazioni nell'andamento dell'aggiustamento sono strettamente correlate con le differenze fra i redimenti delle obbligazioni statali. Per tutti gli stati con a disposizione degli spazi fiscali, ottenere il giusto andamento, la giusta velocità è tanto importante quanto determinare la giusta dimensione. Sfortunatamente l'evidenza empirica dimostra che non esiste un legame statisticamente significativo tra la probabilità di successo e il tipo di aggiustamento (graduale o anticipato).

A causa di questa limitazione, determinare la velocità del consolidamento è piuttosto complesso, perché richiede di tenere conto di possibili effetti contrastanti fra loro che portano ad un probabile aumento del rapporto debito/PIL nel breve periodo e ad una riduzione nel medio-lungo periodo. Tre fattori nel decidere la velocità vanno necessariamente considerati:

- Il moltiplicatore fiscale: per minimizzare l'impatto negativo di breve periodo sulla crescita, l'aggiustamento andrebbe fatto quando i moltiplicatori presentano un valore basso. Di solito questi tendono ad assumere valori più alti se la politica monetaria è bloccata e dunque non può lenire lo shock fiscale. Secondo queste considerazioni l'aggiustamento dovrebbe essere posticipato fino a che i tassi di interesse rimangono positivi e il gap di produzione maggiore di zero, ossia si produce di più del target fissato;
- Credibilità: rinviare troppo spesso tende a ridurre la credibilità, la percezione del mercato sull'affidabilità del consolidamento. Deficit più bassi tendono a ridurre i differenziali e quindi ad aumentare la credibilità, mentre una crescita economica più lenta tende ad aumentare tali differenziali. Quindi possiamo concludere che anticipare l'aggiustamento riduce gli spread solamente se l'effetto sul deficit è dominante rispetto a quello registrato come negativo sulla crescita economica.
- Difficoltà di aggiustamento: una politica fiscale di aggiustamento è normalmente molto difficile da mantenere nel lungo periodo per un qualsiasi governo perché implica ingenti costi sia in termini finanziari ma anche in termini politici ed elettorali. Le controindicazioni sul sostenimento di una politica fiscale di consolidamento nel lungo periodo aumentano se si considera che anche nel caso di costi fiscali contenuti, il sostenimento di tale politica per molto tempo diventa rischioso e assume gradi crescenti di difficoltà. Si conclude dicendo che aumentando, allungando nel tempo il consolidamento fiscale cresce la probabilità di arresto e inversione dell'andamento di tale aggiustamento.

Se si dovesse protrarre l'aggiustamento fiscale nel lungo periodo a causa, per esempio, di un debito iniziale molto alto, e per di più se questo fosse anche posticipato per proteggere il recupero dell'economia, le istituzioni fiscali assumerebbero un'importanza fondamentale per organizzare un piano di medio-lungo periodo credibile ed affidabile agli occhi del mercato e degli investitori. Storicamente consolidamenti di successo sono stati accompagnati da riforme istituzionali. Nelle economie più avanzate sono state realizzate delle strutture di medio periodo per regolare e controllare la spesa al fine di aiutare i governi a raggiungere e allinearsi con gli obiettivi riferibili a più anni e fornire supporto nella costruzione di un piano di aggiustamento il più possibile credibile agli occhi dei mercati.

2.3.1.3 LA COMPOSIZIONE

Di grande importanza è anche la composizione del consolidamento, vale a dire, quali sono le scelte, le riforme, le misure di politica economica che dovrebbero essere prese a supporto della manovra. In condizioni normali, l'aggiustamento fiscale del debito aumenta le sue probabilità di successo se contestualmente vengono effettuate delle scelte che tengano in considerazione il mercato e la popolazione e che siano il più possibile tali da favorire la crescita.

È abbastanza ovvio che non esiste un'unica formula di composizione per massimizzare gli effetti benefici di un consolidamento, le riforme devono essere commisurate di volta in volta con le circostanze del paese. Nel tempo sono stati fissati alcuni principi generali che sono necessari quando si va a determinare la composizione dell'aggiustamento. I più importanti che vale la pena citare sono: l'impatto sulla crescita di breve periodo, sulla crescita di lungo periodo e sulla durata dell'aggiustamento.

IMPATTO SULLA CRESCITA NEL BREVE PERIODO

La valutazione di questo fattore rappresenta molto probabilmente lo strumento migliore per valutare i costi e la qualità della manovra fiscale.

La letteratura si divide sul fatto se la crescita sia più colpita dalle misure sul reddito o da quelle sulla spesa. Alcuni ritengono che l'aggiustamento fiscale basato sulla spesa sia meno recessivo e addirittura possa divenire espansivo, ma tale risultato potrebbe essere facilmente condizionato da fattori esogeni⁹ che consentono alla domanda aggregata di ritornare a livelli più alti nel momento del consolidamento. D'altro canto, però, l'evidenza empirica sembra dimostrare che sia la spesa del governo ad avere un impatto decisivo sull'attività economica piuttosto che le misure reddituali, comunque non c'è consenso totale su nessuna delle due posizioni. Di solito, si tende a spiegare un moltiplicatore del reddito a valore basso riferendosi alla teoria Keynesiana, secondo cui le famiglie a fronte di un aumento della tassazione, almeno nel breve periodo, tendono a mantenere gli stessi livelli di spesa, per cui riducono la loro propensione marginale al risparmio. Il moltiplicatore del reddito tende ad essere piuttosto basso se le misure adottate sono temporanee e non incidono sul reddito permanente.

Considerando il lato della spesa, si ritiene che gli investimenti provochino un aumento maggiore dei moltiplicatori di breve termine, mentre i trasferimenti alle famiglie come i sussidi causano l'impatto più lieve sul prodotto totale. Dal lato delle misure sul reddito, si parla naturalmente della tassazione, esistono diversi tipi di tasse: tasse sul reddito delle imprese e tasse personali che provocano gli effetti più negativi sul PIL; le tasse sulle proprietà e sul consumo sembrano essere quelle più favorevoli alla crescita. Tutto ciò secondo la modellistica macroeconomica, se si considerano invece gli studi empirici, sono le tasse sul lavoro ad essere quelle più favorevoli alla crescita e considerano invece le tasse sul consumo quelle più dannose per il PIL.

IMPATTO SULLA CRESCITA NEL LUNGO PERIODO

Se nel breve periodo abbiamo detto che i moltiplicatori della spesa tendono ad essere più elevati di quelli del reddito, nel lungo periodo non è detto che non possa avvenire il contrario. Ad esempio, innalzare le tasse sul lavoro può avere dei piccoli effetti positivi nel breve periodo, ma potrebbe ridurre gli incentivi al lavoro e quindi produrre effetti opposti nel lungo periodo.

⁹ La distinzione tra variabili endogene e variabili esogene è data dal fatto che una variabile esogena è esterna al modello e influenza la variabile dipendente, mentre una variabile endogena è un regressore che influenza e, a sua volta, è influenzato dal modello.

Dal punto di vista del lungo periodo, entrambi gli interventi sul reddito e sulla spesa possono essere in grado di aumentare i benefici effetti della crescita, soprattutto quando sono indirizzati a correggere le inefficienze. Si può allargare la base imponibile e tagliare le esenzioni fiscali, ciò alimenterebbe l'efficienza complessiva del sistema di tassazione consentendo la realizzazione di spazi fiscali utili per tagliare i tassi e rimuovere tutti quegli incentivi che spingono i contribuenti a modificare il proprio comportamento per trarre vantaggio dagli sgravi fiscali.

Inoltre, migliorare l'efficienza della spesa rende possibile implementare l'offerta di servizi pubblici mettendo da parte risorse, allo stesso tempo. Tagli alla spesa protratti nel tempo possono aumentare la credibilità dei mercati circa l'aggiustamento fiscale.

IMPATTO SULLA DURATA DELL'AGGIUSTAMENTO

Un altro criterio per la scelta degli interventi di supporto è la loro durata e la difficoltà che presentano nel momento in cui si palesasse la necessità di inversione di manovra.

Generalmente il consolidamento fiscale è tanto più lungo quanto più le misure, le riforme prese siano state ben pensate. Dall'evidenza storica è possibile subito concludere che gli aggiustamenti hanno prodotto risultati migliori nel momento in cui erano composti da riforme volte a correggere le inefficienze piuttosto che volte ad apportare modifiche marginali. Anche in questo caso ci sono diverse posizioni sulla longevità dell'aggiustamento, alcuni ritengono che i consolidamenti effettuati in termini di misure relative alla spesa siano più longevi nel tempo, ossia gli effetti prodotti perdurano più al lungo nel tempo, mentre altri credono che anche gli aggiustamenti conseguiti utilizzando le misure sul reddito possano essere durevoli allo stesso modo soprattutto se fanno affidamento su un aumento delle tasse o su un allargamento della base imponibile.

Un inasprimento fiscale è tanto più lungo nel tempo quanto più i responsabili delle decisioni non riescono ad evitare alcune trappole da implementazioni comuni. Sebbene la maggior parte dei consolidamenti negli ultimi anni siano stati designati per essere basati su tagli alla spesa, molto spesso solo meno della metà dei tagli viene effettivamente attuata. Infatti, i tagli che sarebbero veramente utili nella maggior parte dei casi rimangono solo nei piani e nulla di più, ciò spinge i governi a far affidamento troppo frequentemente sugli aumenti di reddito per poter almeno avvicinarsi ai propri obiettivi di riduzione del deficit.

2.3.2 POLITICHE PER LA CRESCITA

La crescita economica può rappresentare una valida alternativa a tutte le altre le politiche per ridurre il debito, dato che a questa strategia non si associano elevati costi così come si è visto per il consolidamento. Aumentare il tasso di crescita dell'economia agisce direttamente sulla variabile g_t che è caratterizzata da un rapporto inversamente proporzionale con il rapporto debito/PIL, per cui tale valore diminuirà all'aumentare di g_t .

Esistono due canali di base che, grazie alla crescita economica, contribuiscono a ridurre il debito; innanzitutto, la crescita permette al denominatore di d_t di aumentare, facendo di conseguenza ridurre il rapporto, anche grazie al miglioramento del differenziale tra crescita e tasso di interesse. Dato che tale differenza influenza il debito in ogni periodo considerato, aumenti persistenti nel tasso di crescita del PIL implicano forti condizionamenti sulla dinamica di lungo periodo del debito, soprattutto nel caso in cui questo sia molto elevato.

In secondo luogo, bisogna considerare l'effetto benefico che si ottiene tramite il saldo primario. Tassi di crescita reali più alti aumentano le entrate dello stato senza creare alcun tipo di pressione. Di conseguenza questo provoca un miglioramento automatico nel saldo primario, senza il bisogno di ricorrere in alcun modo a modificare gli schemi di tassazione o le politiche di spesa.

Il legame tra tasso di crescita dell'economia e tasso di interesse è fondamentale dato che i modelli macroeconomici ne predicono tale rapporto.

Nel modello neoclassico di Ramsey-Cass-Koopmans¹⁰, si evidenzia, sotto determinate condizioni, una stretta relazione fra il tasso di crescita di lungo periodo e il tasso di interesse reale di equilibrio. Tale assunzione determina il fatto che vi è un rapporto di proporzionalità diretta tra i due tassi, cosicché cambiamenti nella crescita di equilibrio non producono alcuna implicazione nel differenziale crescita-interesse. Tuttavia, l'evidenza empirica ci fa dubitare di questa conclusione. Prima di tutto, bisogna considerare il fatto che nei modelli ad economia aperta, i tassi di interesse d'equilibrio sono stimati ad un livello globale, cosicché l'influenza sull'aumento della crescita è limitata. Inoltre, molte politiche che farebbero aumentare effettivamente il PIL, lascerebbero solamente effetti transitori di crescita e quindi potrebbero anche non esserci implicazioni sul tasso di interesse di equilibrio. Infine, non bisogna pensare che il rapporto tra i tassi sia a uno a uno, nemmeno quando avvengono dei cambiamenti nella crescita globale la relazione tra tassi di interesse e di crescita non è probabilmente di proporzionalità diretta. A riprova di ciò, l'evidenza empirica dimostra una relazione piuttosto debole tra i due tassi.

Alla luce di questo discorso, appare necessario ora analizzare almeno alcune delle politiche economiche che possono condurre alla crescita con lo scopo di ridurre il rapporto debito/PIL. Per ottenere una crescita vera e propria, i governi dovrebbero concentrarsi maggiormente su quelle politiche in grado di aumentare la crescita nel medio-lungo periodo, anche se queste dovessero causare effetti contrari nel breve, senza considerare quelle rivolte appositamente al breve periodo, perché, come noto, il punto di riferimento dovrebbe essere il lungo periodo.

In linea introduttiva, le politiche che dovrebbero essere perseguite sono tutte quelle politiche espansive sia che siano fiscali che monetarie. Nel caso di una politica fiscale, il prestito richiesto per finanziare un temporaneo allentamento fiscale, ossia una temporanea riduzione della tassazione è suscettibile di controbilanciare completamente gli impatti favorevoli sul rapporto debito/PIL nel medio periodo, infatti, se l'obiettivo è la crescita, non basta ridurre le tasse, ma bisogna anche tagliare la spesa pubblica, altrimenti tale spesa sarà finanziata con più debito che nel futuro molto probabilmente significherà più tasse. Nel caso di una politica monetaria, devono essere tenuti in considerazione effetti negativi di altro tipo, poiché una blanda politica monetaria organizzata con l'obiettivo di raggiungere una certa crescita nel breve periodo potrebbe entrare in conflitto con gli altri obiettivi fondamentali di una Banca Centrale, primo fra tutti, soprattutto se ci riferiamo alla BCE, il tasso di inflazione contenuto entro un intervallo ben definito¹¹.

Un'utile procedura per esaminare l'impatto delle differenti politiche volte a stimolare la crescita è rappresentata dalla decomposizione contabile della crescita sviluppata dall'economista Solow, principalmente. In uno schema di questo tipo, vengono prese in considerazione tre variabili per spiegare la crescita: la crescita dell'offerta di lavoro (aumento della forza lavoro che offre le proprie capacità pratico-

¹⁰ Frank P. Ramsey, David Cass e Tjalling Koopmans erano tre economisti che svilupparono un modello di crescita economica esogena che va sotto quel nome.

¹¹ La BCE cerca di mantenere il tasso di inflazione, utilizzando come indice dei prezzi lo IACP, a valori prossimi ma inferiori al 2%.

intellettuali), l'accumulazione di capitale fisico più un residuo, anche chiamato produttività totale dei fattori (TFP). Dalla ricerca empirica appare chiaro che la variabile principale è data dalla TFP che concorre per un 50/70% a spiegare le differenze che si creano tra economie avanzate e quelle in via di sviluppo. Un'altra interessante conclusione è che le riforme effettuate con lo scopo di stimolare la crescita hanno successo soprattutto nelle economie e nei mercati emergenti piuttosto che in quelli già sviluppati, questo perché gli stati che si trovano ad una distanza maggiore dalla frontiera tecnologica globale riescono a sperimentare una crescita maggiore.

Sebbene le riforme siano quindi essenziali per sostenere la crescita, queste provocano comunemente i risultati migliori nelle economie in via di sviluppo e, per di più, le riforme non rappresentano una certezza in questo senso, ma aumentano solamente la probabilità di una crescita, non la rendono inequivocabilmente certa.

Il quadro contabile della crescita suggerisce la distinzione delle varie riforme da effettuare per poter ottenere i risultati di lungo periodo sperati, in tre ampie categorie:

1. Politiche che potenziano l'ampiezza e le competenze della forza lavoro;
2. Politiche che cercano di incrementare gli investimenti e quindi di accumulare capitale fisico;
3. Politiche che tendono a stimolare l'allocazione efficiente di capitale e lavoro sia tra diversi settori, che all'interno degli stessi, e che incoraggiano la ricerca e l'adozione delle nuove tecnologie.

Tutti questi interventi vanno sotto la famosa denominazione di riforme strutturali.

Riguardo alla prima categoria, ossia quelle volte a potenziare le capacità e la quantità della forza lavoro, abbiamo:

- Politiche per la riduzione della disoccupazione strutturale, che cercano di far aumentare la domanda di lavoro da parte delle imprese e di fornire ai disoccupati l'abilità e gli incentivi per trovare un'occupazione;
- Misure per incrementare la partecipazione della forza lavoro di gruppi discriminati come le donne, i giovani e gli anziani e includere stimoli per creare una maggiore assistenza all'infanzia (concessione di un periodo maternità e/o paternità più lungo), salari minimi e aumenti nell'età pensionabile statale;
- Miglioramento delle competenze e della salute della forza lavoro tramite il potenziamento di sistemi di sicurezza e di formazione sul lavoro che possono produrre benefici significativi per la crescita di lungo periodo;
- Crescita della popolazione, tale risultato è raggiungibile tramite le politiche migratorie, è il modo più semplice e il più veloce, ma altri governi sono riusciti ad innalzare i tassi di fertilità, anche attraverso incentivi finanziari, queste ultime misure però sono più costose e producono effetti in un tempo piuttosto prolungato, per cui il governo dovrà valutare entrambe le strategie e scegliere quella più coerente con i propri obiettivi.

Riguardo alla seconda categoria, cioè quella che comprende l'insieme di riforme volte a migliorare lo stock di capitale pubblico e privato, consideriamo:

- Strategie per promuovere gli investimenti privati, tramite, per esempio, la riduzione delle barriere all'entrata;

- Aumento degli investimenti pubblici che presenta un costo fiscale immediato, ma dovrebbe essere in grado di incrementare il PIL. A volte, un investimento pubblico può essere autofinanziante, ossia può comunque ridurre il rapporto debito/PIL nel medio periodo anche se è finanziato attraverso un nuovo prestito;
- Aumento dell'efficienza degli investimenti pubblici, ad esempio promuovendo migliori valutazioni e perizie dei progetti, la loro selezione ed esecuzione.

Per quanto riguarda, infine, la terza categoria, quindi quella comprensiva di tutti gli interventi atti a migliorare l'allocazione delle risorse e a stimolare l'uso delle nuove tecnologie, annoveriamo:

- Strategie per effettuare una riallocazione del capitale e del lavoro, incluse riforme volte ad aumentare la flessibilità del lavoro e dei mercati e politiche industriali;
- Promozione dello sviluppo di nuove tecnologie, anche attraverso modifiche alle regole sulla proprietà intellettuale e misure di incoraggiamento alla ricerca, come incentivi sulle tasse;
- Strategie volte a promuovere l'adozione di tecnologie estere, come la liberalizzazione del commercio e del mercato dei capitali, che permette alle imprese di competere su un campo internazionale e di apprendere dalle opportunità, anche se bisogna ricordare che l'evidenza empirica in questo caso è solo parzialmente concorde con questa teoria.

Una nota conclusiva sulle politiche per la crescita è d'obbligo: finora, non abbiamo considerato tutti quei fattori che comunemente non vengono catturati nel calcolo del PIL, come le esternalità negative (l'inquinamento è l'esempio più lampante), il prodotto delle famiglie o il fatto che si consumano risorse naturali finite, per cui una politica volta a stimolare la crescita ideale, dovrebbe tenere in considerazione anche tutti questi fattori che potremmo definire latenti.

2.3.3 POLITICHE MONETARIE

Le politiche monetarie producono impatti sia nel breve periodo che sul lungo periodo, ma non agiscono mai direttamente sulla riduzione del debito pubblico per raggiungere i livelli di sostenibilità.

Keynes stabilisce i tratti fondamentali di una politica monetaria, ossia che può giungere a soccorso di quella fiscale se e solo se il sistema economico si trova in una fase depressiva con tendenze deflazionistiche, solamente in questa condizione la politica monetaria può intervenire a sostegno e svolgere quindi la funzione di politica monetaria accomodante. Si può intervenire con la proverbiale "stampa di moneta" oppure "riducendo l'onere delle sue passività preesistenti nella misura in cui sono state fissate in denaro (finanziamento monetario)", (Keynes, 1923). Bisogna però subito precisare che non bisogna cadere nella trappola del "stampare più moneta" per ripagare il debito, perché, di fatto, si rischia di giungere al risultato opposto rispetto a quello sperato: aumentando la quantità di moneta presente tramite ad esempio un finanziamento monetario eccessivo (la BC acquista più titoli di debito dello stato all'emissione per finanziare la spesa in deficit), si provoca un aumento dell'inflazione (i prezzi aumentano e i salari reali si riducono), ciò a sua volta fa aumentare la percezione del rischio (prezzi più alti delle attività finanziarie fanno aumentare la probabilità di una caduta di questi), per cui aumentano i premi al rischio e quindi aumentano i tassi di interesse (che presentano un rapporto positivo con la variazione del rapporto debito/PIL) che controbilanciano del tutto o quasi del tutto l'effetto riduttivo iniziale del finanziamento e dell'inflazione nel breve periodo. Nella fase successiva la BC incrementerà il finanziamento dato che i tassi di interesse hanno reso il suo intervento totalmente o parzialmente inefficace, di conseguenza però i tassi di interesse aumenteranno ancor di più e si avvierà una spirale crescente potenzialmente distruttiva di finanziamento monetario-inflazione-tassi di interesse che nel medio-lungo periodo farà aumentare il

rapporto debito/PIL anziché ridurlo, mancando il risultato che invece si voleva raggiungere con tale strategia¹².

2.3.3.1 IL SIGNORAGGIO

In alcuni stati, i governi fanno molto affidamento sulla facoltà che le Banche Centrali hanno di emettere moneta e usarla come una fonte di reddito, ossia fanno affidamento sul cosiddetto Signoraggio. Le banche centrali, infatti, non pagano tassi di interesse sulla moneta, generano un profitto detenendo attività fruttifere come il debito del governo e finanziandosi tramite emissioni di moneta che, come è ovvio, assume l'identità di una passività per la Banca Centrale. La moneta che le BC emettono è rappresentata dalla Base Monetaria ed esistono vari canali di creazione, sia interni che esterni, di distruzione e di creazione come ad esempio il saldo T2¹³, se prendiamo in considerazione l'area euro, che rappresenta il saldo con i paesi appartenenti all'unione monetaria europea, oppure il conto tesoreria dello stato oppure i finanziamenti marginali che le BC concedono alle controparti nazionali per rifornirle della liquidità necessaria. È importante ricordare che la base monetaria in senso stretto appartiene all'aggregato M0, che è un sottoinsieme di M1, cosa che invece rappresenta la definizione di liquidità primaria (tutti gli strumenti prontamente utilizzabili come mezzo di pagamento) e in questo caso si può fare riferimento alla BM dell'economia, ossia delle famiglie e delle imprese. M0, essendo parte di M1, rientra per definizione anche in M2 che comprende la BM delle banche e i depositi vincolati¹⁴.

Molto spesso tale ricavo è trasferito al governo e quindi costituisce un'altra componente di reddito per sé stesso. Costituendo un'altra forma di reddito, così come le altre, può essere utile per alleviare il peso del debito. Occorre sottolineare che stampare moneta non comporta solo vantaggi. Se, ad esempio, una qualsiasi BC creasse molta nuova moneta per comprare più debito, il pubblico spenderebbe la moneta in eccesso, generando almeno nel breve periodo un boom della produzione e del lavoro. Ma nel giro di pochi anni, il risultato è l'aumento dei prezzi perché stampando più moneta questa si deprezza, ossia ne diminuisce il potere d'acquisto, per cui quello che un'unità di moneta poteva comprare prima, ormai non può più farlo. La pecca fondamentale è che, in una situazione di questo tipo, i salari reali risulteranno tagliati e quindi la popolazione starà complessivamente peggio. Questo viene definito da Keynes come una tassa sulla moneta che è, per di più, la più iniqua di tutte le tasse perché colpisce di più chi sta peggio. Inoltre, esistono dei limiti al reddito da signoraggio. Phillip Cagan (1956) ha dimostrato che aumentare il tasso di moneta emessa è come aumentare un'aliquota fiscale. Prima di tutto c'è un effetto diretto: un'aliquota più alta genera maggiori fondi per il governo, ma aumentare l'imposta riduce allo stesso tempo la base imponibile. Tale base rappresenta il valore reale della moneta in circolazione, ossia il valore della moneta inteso come le quantità che possono essere acquistate. Un'aliquota di imposta più elevata provoca un tasso di inflazione più alto, questo fa perdere valore alla moneta più velocemente. Come risposta a tassi di inflazione più sostenuti gli operatori economici tendono ad acquistare attività finanziarie che siano in grado di produrre un rendimento invece che detenere moneta, essendo la moneta l'attività finanziaria a rendimento nullo per eccellenza; in altre parole la base imponibile si restringe.

¹² Su questo argomento si ritornerà nel capitolo 3.

¹³ Il Target 2 è un saldo che rappresenta la bilancia dei pagamenti degli stati appartenenti all'unione monetaria europea e stabilisce che i pagamenti fra tali stati devono essere fatti tramite l'emissione di un bonifico internazionale che viene contabilizzato nelle BC dei paesi coinvolti, il paese che riceve il flusso di pagamento registra un aumento della Base Monetaria, al contrario il paese da cui il flusso parte, in seguito le BC registrano e compensano presso la BCE le proprie posizioni a credito e a debito.

¹⁴ M3 comprende invece tutto M1, M2 più i titoli monetari e le quote dei fondi comuni di investimento monetari.

Gli economisti hanno cercato di stimare il tasso di inflazione che massimizza il reddito monetario (Signoraggio). I risultati sono diversi dipendentemente dal periodo storico e quindi economico in cui ci si trova. Cagan giunge alla conclusione che il tasso di inflazione ideale dovrebbe essere compreso tra il 10 e il 60% al mese. Comunque, queste conclusioni vengono raggiunte da Cagan studiando il periodo dell'iperinflazione tra le due guerre mondiali. Altri economisti stimano che in certi periodi di inflazione, il reddito monetario raggiunge un massimo del 6% del reddito nazionale annuale, quando il tasso di inflazione è del 170%. La differenza tra le diverse stime è dovuta a diversi fattori come la diffusione della cultura finanziaria, infatti negli stati dove tale cultura è maggiormente sviluppata, i consumatori tendono ad essere più sensibili a cambiamenti nel tasso di inflazione e quindi di conseguenza cambia quanto questi operatori movimentano le loro disponibilità monetarie.

2.3.3.2 LA SORPRESA INFLAZIONISTICA

Le banche centrali possono ridurre l'onere del debito denominato in valuta corrente attraverso la creazione di una spinta inflazionistica a sorpresa, che è in grado di ridurre il valore reale del debito. In alternativa, possono innalzare il valore del PIL nominale, facendo aumentare il gettito fiscale¹⁵ e quindi ancora una volta riducendo il debito. È in questo senso che il debito denominato in valuta nazionale può essere "sgonfiato", ossia ridotto tramite l'inflazione. Così come nel caso del signoraggio, anche l'inflazione è considerata una forma di tassa, ma in questo caso, la base imponibile è rappresentata dai detentori del debito pubblico.

Il debito denominato in valuta nazionale può essere completamente diminuito: la banca centrale ha solamente la necessità di fissare il tasso di interesse intorno allo zero e aspettare che il livello dei prezzi diventi molto elevato. Ma la domanda cruciale a questo punto è: quanta inflazione e per quanto tempo è realmente necessaria per ridurre il valore del debito? Possiamo dire preliminarmente che la quantità di tempo dipende direttamente dalla maturità del debito. Bisogna ricordare che la sorpresa inflazionistica, genera tassi di inflazione superiori rispetto a quelli attesi (dato che la BC riesce di fatto a controllare le aspettative degli operatori e ad allineare il tasso di inflazione atteso alle sue aspettative di tasso), che di conseguenza aumentano e fanno aumentare anche i tassi di interesse. Questo accade perché i tassi di inflazione più alti delle aspettative provocano aspettative ancora più alte che spingono i consumatori ad anticipare i consumi al presente per evitare una marcata riduzione del proprio potere d'acquisto, provocando un innalzamento della curva IS. La LM non riesce a rientrare ai livelli iniziali perché l'equilibrio di mercato lo impone, per questo la BC deve innalzare i tassi di interesse vendendo titoli in cambio di base monetaria, facendo spostare la curva LM verso sinistra, ciò fa aumentare i tassi di interesse ancora di più. La BC provvederà a spostare la LM verso sinistra finché le aspettative inflazionistiche degli operatori non torneranno ai livelli ante sorpresa inflazionistica.

Solamente il debito creato prima di questa politica può essere diminuito tramite l'inflazione. Se il debito del governo è a breve termine, la sorpresa inflazionistica deve essere molto potente per ridurre buona parte di questo debito. Se, invece, il debito è a lungo termine, la banca centrale può scegliere se generare una forte inflazione per una grande riduzione di breve periodo, oppure pianificare una riduzione più graduale. Se, infine, il debito è in parte a breve e in parte a lungo termine, la banca centrale ha a disposizione ancora un po' di flessibilità, ma c'è da ricordare che inflazione graduale implica a sua volta una maggiore inflazione totale.

L'IMPATTO SUL SALDO PRIMARIO

¹⁵ Se il PIL aumenta, allora il ricavo fiscale dello stato aumenta perché $T = tY$.

L'inflazione non si limita ad influenzare il saldo primario in termini nominali, ma produce i suoi effetti anche nel rapporto con il PIL. I tassi di inflazione più alti colpiscono i salari reali pagati dal governo se questi non sono indicizzati al livello dei prezzi. Inoltre, se il sistema di tassazione è progressivo, tassi di inflazione più alti spostano automaticamente le persone in fasce fiscali di tassazione più alte. Se le fasce fiscali di tassazione non cambiano, allora la più alta inflazione produce, come conseguenza, un miglioramento del rapporto saldo primario/PIL. L'inflazione potrebbe anche peggiorare la posizione fiscale a causa dei ritardi nella riscossione delle imposte. Quando i prezzi crescono molto rapidamente, questo riduce il rapporto dei pagamenti fiscali sul PIL perché le tasse erano calcolate sulla base di un reddito in un periodo caratterizzato da prezzi significativamente più bassi. Questo effetto è noto come l'effetto Olivera-Tanzi.

IL COSTO DELL'INFLAZIONE

Utilizzare la strategia dell'inflazione per ridurre l'onere del debito, comporta dei costi, e così come suggerito dallo stesso Keynes, non deve rappresentare una prima risorsa. Il limite principale è dato dal livello più basso del PIL che si andrà a determinare, che agisce come un freno alla spinta che l'inflazione potrebbe aver generato. Esistono tre tipi di costi che un'inflazione più alta è suscettibile di creare.

Un primo tipo di costo è dato dal fatto che possono crearsi prezzi distorti nel sistema economico, fattore che minaccia l'allocazione efficiente delle risorse, sebbene la dinamica di questo effetto sia contestata. Ci sono degli economisti che credono che la stragrande maggioranza dei prezzi sia stabile in termini assoluti, cosicché quando l'inflazione cresce, il prezzo relativo dei beni scende rapidamente. Secondo un altro punto di vista, i prezzi sono flessibili, ma gli agenti economici sono piuttosto lenti nell'aggiustare le proprie aspettative: se il tasso di inflazione si comporta come previsto, anche un tasso elevato non distorce i prezzi relativi, ma la sorpresa inflazionistica è sempre costosa. Un terzo punto di vista sostiene che le imprese modificano i prezzi tanto più frequentemente quanto i benefici di questa pratica aumentano, ad esempio nel momento in cui l'inflazione è elevata. L'evidenza è almeno in apparenza d'accordo con la terza visione, suggerisce infatti che questo particolare costo non è molto elevato, almeno a livelli moderati di tassi inflazionistici.

Il secondo tipo di costo derivante dall'inflazione emerge da una tasso di signoraggio più alta, che provoca una riduzione del valore reale della moneta nel sistema economico. Gli operatori, infatti, scelgono di detenere moneta in portafoglio, per il motivo transattivo, precauzionale e speculativo. Perciò, una maggiore tasso sul denaro, ha un costo reale. Ad ogni modo, una sorpresa temporanea nell'inflazione, dovrebbe avere un impatto più lieve sulle decisioni degli agenti sulla detenzione di moneta e dovrebbe essere molto meno costosa. Per di più, esiste un modo per eradicare il costo di un'inflazione più alta, è sufficiente pagare un rendimento sulla moneta, cosicché i detentori siano compensati per eventuali cambiamenti nell'inflazione.

Il terzo costo emerge dall'impatto che la sorpresa produce sui mercati finanziari. Gli investitori, se sono incerti sul futuro andamento dei tassi di inflazione, saranno meno propensi ad acquistare attività finanziarie denominate in valuta nazionale. I governi e le imprese, in questi casi, devono o farsi prestare nuove risorse in valuta estera, oppure devono astenersi dal farsi prestare del tutto. In tutti gli stati con una storia di alta e volatile inflazione, molto probabilmente, indicizzano i salari ai prezzi, questo rende ancor più difficile e costoso, per la politica monetaria, cercare di riportare l'inflazione ai livelli precedenti.

2.3.4 REPRESSIONE FINANZIARIA

La repressione finanziaria, combinata con l'inflazione, è stato nel corso della storia un importante strumento utilizzato dai governi per ridurre il debito. Tale pratica, così come quella inflazionistica è tanto più efficace quanto più il debito è denominato in valuta nazionale, la differenza sostanziale dall'approccio inflazionistico è che riesce a ridurre il debito anche se l'inflazione è totalmente anticipata. Per comprendere meglio tale concetto possiamo considerare un intervallo di valori, i cui estremi sono rappresentati rispettivamente da un regime totalmente liberalizzato e da un regime totalmente represso. Si dimostra che la regolamentazione finanziaria ottimale giace da qualche parte all'interno di questo intervallo e dipende dalle caratteristiche degli stati. Le politiche di repressione sono quelle che introducono delle restrizioni nei mercati.

Esistono svariati tipi di politiche repressive, quelle più rilevanti sono quelle che fanno sì che i governi siano in grado di emettere titoli di debito ad un tasso inferiore a quello che i mercati avrebbero addebitato. Le restrizioni sulle banche sono la forma più comune di repressione, fra cui la fissazione di un tetto massimo sui tassi di interesse, prestiti diretti e requisiti di riserva.

Ci sono due canali fondamentali attraverso cui l'inflazione può ridurre il debito: inflazione non anticipata e repressione finanziaria combinata con l'inflazione. Il quadro teorico elaborato da Reinhart e Sbrancia (2015) distingue tra questi effetti focalizzando la trattazione sul contributo che tre distinti tassi di interesse reali producono sulla dinamica del debito. Due di questi tre tassi sono stati già oggetto di trattazione¹⁶ e sono il tasso di interesse reale ex-post $r_t^p = \frac{i_t - \pi_t}{1 + \pi_t}$ e quello ex-ante $r_t^A = \frac{i_t - \pi_t^e}{1 + \pi_t^e}$. L'effetto diretto di una repressione fiscale è identificato da un terzo tasso, il tasso di interesse del mercato libero i_t^F . Questo è il tasso nominale di interesse che sarebbe osservato in caso di assenza di regolamentazione finanziaria o interventi ufficiali di controllo. Questo tasso può anche essere espresso in termini reali, rapportandolo al tasso di inflazione atteso: $r_t^F = \frac{i_t^F - \pi_t^e}{1 + \pi_t^e}$.

Questi tre tassi possono essere incorporati all'interno del vincolo di bilancio del governo, e in seguito ad alcuni passaggi otteniamo:

$$(10) \quad \Delta d_t = \frac{1}{1+g_t} (r_t^F - g_t) d_{t-1} - pb_t + sfa_t - \frac{1}{1+g_t} (1 + r_t^A) \frac{\pi_t - \pi_t^e}{1 + \pi_t^e} d_{t-1} - \frac{1}{1+g_t} \left(\frac{i_t^F - i_t}{1 + \pi_t^e} \right) d_{t-1}$$

I primi tre addendi dell'equazione sono esattamente gli stessi dell'identità dinamica del debito convenzionale e mostra come il debito evolverebbe se il tasso di interesse ex-post fosse uguale al tasso di interesse libero di mercato. Ci sono poi altri due termini addizionali che catturano l'impatto dell'inflazione non anticipata e della repressione fiscale. L'effetto dell'inflazione non anticipata è la differenza tra l'inflazione realizzata e quella attesa moltiplicata per lo stock di debito proveniente dal primo periodo. In caso di assenza di restrizioni che causerebbero la differenza tra i_t e i_t^F e se l'inflazione attesa fosse uguale a quella reale, allora gli ultimi due termini sarebbero uguali a zero. In questo caso $r_t^F = r_t^A = r_t^p$ e non ci sarebbero risparmi nei pagamenti degli interessi da parte dei governi.

Ogni qual volta che il tasso di inflazione reale è maggiore di quello atteso, l'effetto non anticipato è positivo, e il debito si riduce. Considerazioni opposte portano a conclusioni opposte. L'effetto di una repressione finanziaria sarà positivo nel momento in cui il tasso di interesse nominale reale è inferiore al tasso di

¹⁶ Vedi capitolo 2 pag. 9.

interesse libero di mercato. Se tale tasso non è solo più basso a quello libero di mercato ma anche negativo, il valore reale del debito è realmente ridotto.

La repressione finanziaria, naturalmente, ha avuto precedenti storici, la sua manifestazione più significativa è quella conseguente alla Seconda guerra mondiale. Dopo il secondo grande conflitto mondiale, i conti dei paesi partecipanti, in particolar modo quelli dei paesi più avanzati, erano in condizioni disastrose. Come noto nel 1944 vengono presi i cosiddetti accordi di Bretton Woods che produrranno i propri effetti fino al 1971, anno in cui cadrà il regime di cambi fissi. Tali accordi prevedevano una serie di limitazioni e di restrizioni nella circolazione dei flussi di capitale, la ratio di questi controlli era che si voleva evitare la speculazione e si voleva dare maggiore stabilità al sistema finanziario internazionale. I responsabili di policy desideravano fortemente evitare che si riverificasse l'instabilità finanziaria vissuta durante le due guerre, quando le svalutazioni competitive e la mancanza di dialogo e coordinazione fra gli stati era cosa comune e si era giunti a creare situazioni molto gravi come l'iperinflazione in Germania.

2.4 PER CONCLUDERE

Nel corso della storia queste quattro politiche per la riduzione del debito sono state applicate secondo diverse intensità e secondo diversi gradi di combinazione fra loro.

Il consolidamento fiscale è la politica più diretta che i governi hanno per ridurre efficacemente il debito. Ad ogni modo, la politica fiscale in questione può generare degli innegabili *trade-offs* tra la riduzione del debito e il benessere, sia perché modifica la destinazione delle risorse per aggiustare la spesa e l'onere della tassazione che per il suo impatto sul PIL e sull'occupazione. Quindi fondamentale è il *timing* dell'operazione, che deve essere ben calibrato per poter minimizzare il *trade-off*.

In alternativa i governi possono concentrarsi sulle politiche per la crescita. Politica poco raccomandabile per tutti quei paesi che manifestano un PIL pro capite a livelli molto vicini a quelli potenziali, per cui la spinta di cui potrà godere il PIL sarà molto probabilmente modesta.

La politica monetaria molto spesso ha successo nell'obiettivo di riduzione tramite il Signoraggio e la sorpresa inflazionistica, soprattutto per quei paesi che possiedono un debito denominato interamente o per la maggior parte in valuta nazionale. Naturalmente ci sono limiti su cosa la politica monetaria può ottenere, infatti non si può effettuare un finanziamento monetario eccessivo o comunque non controllato se non al costo di costringere il pubblico a detenere moneta o debito in valuta nazionale.

La repressione finanziaria è una componente logicamente complementare alla politica inflazionistica, con cui è infatti spesso combinata. Il costo che è associato a questa politica di solito è rappresentato dalle conseguenze negative per la crescita e dal fatto che, essendo associata a politiche inflazionistiche, agisce come una tassa implicita sui detentori di debito pubblico e moneta.

CAPITOLO 3

IL DEBITO PUBBLICO ITALIANO: UN PROBLEMA NAZIONALE CHE DIVENTA EUROPEO

3.1 L'IMPORTANZA DELLA SOSTENIBILITA'

Giunti a questo punto, per il lettore è ormai chiaro quali sono le variabili che determinano la sostenibilità del debito, ma perché tale concetto è così importante?

Prendendo un punto di vista distaccato, si può stabilire che sono state le economie più avanzate a ottenere le migliori performance, ossia a sostenere danni limitati, nel corso delle crisi economico/finanziarie degli ultimi due secoli, anche e in special modo nel corso delle crisi del debito sovrano. Questo perché le situazioni di insolvenza producono danni permanenti sulla struttura economica di uno stato, ma non solo, di una qualunque azienda. Per di più, crisi di questo genere vanno ad intaccare anche il lato dell'offerta, mettono in crisi anche la teoria delle innovazioni¹⁷ o "distruzione creatrice" di Shumpeter che reinventa l'economia nelle fasi di recessione tramite la spinta delle nuove innovazioni tecnologiche.

Inoltre, un debito elevato consuma il risparmio nazionale che sarebbe meglio se venisse utilizzato dai privati per compiere investimenti privati, anche perché gli investitori privati sono per definizione più efficienti dell'investitore nazionale. Tutto ciò giustifica l'attenzione estrema che di solito si ha nei confronti delle variabili e delle cause che mettono in dubbio la stabilità finanziaria.

Le variabili fondamentali che devono essere tenute in considerazione sono: la crescita economica, il costo di finanziamento e il saldo primario di bilancio. La crescita economica è forse la più importante perché aumenta le entrate fiscali, rendendo di conseguenza la spesa pubblica più sostenibile. Non bisogna però trascurare il costo del finanziamento. Se il costo, espresso in termini di tassi di interesse, risultasse eccessivamente alto, questo graverebbe troppo sul bilancio pubblico, cosa che a sua volta ridurrebbe la crescita economica e provocherebbe maggiore instabilità. Quindi è fondamentale mantenere lo stesso giudizio di merito creditizio, vale a dire il giudizio di *rating* (Codogno, 2019).

La variabile più strettamente controllabile dal governo è il saldo primario. I governi devono applicarsi per garantire un saldo primario compatibile con le variabili demografiche, con le spese non discrezionali dello stato e delle amministrazioni per far sì che la dinamica del debito rimanga sostenibile anche nel medio-lungo periodo.

3.2 LA DINAMICA DEL DEBITO PUBBLICO ITALIANO

La differenza tra il tasso di interesse che rappresenta il costo del debito (i) e il tasso di crescita dell'economia (g), $i - g$, rappresenta la relazione chiave per capire la dinamica del debito. Il dibattito su tale differenziale è stato riproposto da Blanchard (2019), sostenendo che il costo del debito pubblico statunitense rispetto all'economia potrebbe essere sovrastimato. Questo perché i titoli del Tesoro statunitense sono percepiti come l'attività esente da rischio per eccellenza. Occorre ricordare però che il caso degli Stati Uniti d'America è un'eccezione. Infatti, nella maggior parte dei casi, come per i debiti di molti dei paesi che fanno parte dell'area euro¹⁸ e quindi anche del debito italiano, vi è un rischio di credito importante che implica l'esistenza di un premio al rischio per coprire la *default probability*. Proprio

¹⁷ Shumpeter con questa teoria riesce a spiegare l'andamento ciclico delle fasi economiche, cioè riesce a spiegare l'alternarsi di crescite e recessioni.

¹⁸ Occorre precisare che il bund tedesco è considerato, da molti investitori, sicuro tanto quanto i titoli di debito americani, se non di più.

all'interno dell'area monetaria europea, visto che tutti i paesi partecipanti condividono un'unica valuta, si perde il controllo sull'emissione di valuta e questo, se collegato con l'assenza di un comportamento virtuoso, implica la nascita di un altro fattore di rischio. In più, in mancanza di un *safe asset* comune, nell'unione monetaria possono crearsi delle situazioni in cui le valutazioni sul merito creditizio (effettuate dalle agenzie di *rating* come *Moody's* o *Standard & Poor's*) dei vari stati che emettono titoli di debito, tendono ad essere differenti, nel senso che ci saranno stati che vengono giudicati oggettivamente migliori da un punto di vista di affidabilità e quindi credibilità e degli stati che, invece, vengono considerati meno affidabili. L'esistenza di questi equilibri multipli penalizza i paesi percepiti come più rischiosi e questo fatto può compromettere la stabilità finanziaria dell'intera area euro.

Storicamente, nell'Eurozona, sono prevalsi i differenziali $i - g$ (in particolare per l'Italia) positivi. Una situazione di differenziali negativi si realizza solamente se il tasso di crescita e/o l'inflazione superano il livello storico dei tassi di interesse o nel caso in cui ci sia una repressione finanziaria. La BCE nell'intervento causato dalla crisi del debito sovrano, utilizzando il corridoio dei tassi ufficiali dei mercati primario e secondario¹⁹ della liquidità nell'area euro, è riuscita a ridurre i tassi, agendo direttamente su i_{rp} (il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale) che ha modellato di conseguenza i_{ib} (il tasso dell'interbancario che è tendenzialmente uguale a quelle delle operazioni di rifinanziamento principale) e su $i_{Fm,g}$ e i_{Df} che rappresentano, invece, rispettivamente il limite superiore e inferiore del corridoio dei tassi ufficiali. La riduzione dei tassi ha reso più sostenibile il costo del finanziamento soprattutto per paesi che, come l'Italia, hanno un rapporto debito/PIL molto elevato.

L'abbassamento del costo di finanziamento si è verificato in Italia con ritardo poiché gli elevati rendimenti pagati sul debito pubblico hanno continuato a pesare sul costo medio di finanziamento a causa della scarsa credibilità del governo italiano sui mercati finanziari internazionali, che hanno continuato a domandare un premio al rischio più elevato per comprare i titoli italiani. Inoltre, lo *spread*, ossia il differenziale tra il rendimento dei BTP a 10 anni e dei BUND a 10 anni si sono ristretti nel corso degli anni con molta gradualità. Bisogna dire che il differenziale $i - g$ tende ad assumere un andamento pro-ciclico, questo significa che, in presenza di un indebolimento della crescita nominale, difficilmente il costo del finanziamento si riduce in modo equivalente. Il costo dei finanziamenti non dipende solamente dai tassi di interesse, ma anche dal flusso cedolare e dagli interessi imputati per competenza sull'esercizio relativamente a tutte le emissioni di titoli pubblici degli ultimi anni non ancora scadute. In presenza di una *duration* elevata (la *duration* è la vita media finanziaria e si ottiene dividendo l'attualizzazione di tutti i flussi di cassa di t anni ponderando tale attualizzazione per t , con il prezzo di un i -esimo strumento finanziario)²⁰, il costo implicito del debito si modifica soltanto in misura molto graduale. Ciò ha un vantaggio, infatti permette di assorbire shock temporanei sui tassi di interesse, ma ha anche uno svantaggio, infatti ritarda gli sviluppi ciclici.

Il tema della credibilità è fondamentale quando si inizia a parlare di debito, non solo di debito pubblico, anche se magari il tema appare più importante perché vengono coinvolte milioni di persone, ma anche il debito di aziende e altri istituti. In Italia, dopo le elezioni del 2018 lo *spread* all'inizio si è mantenuto a tassi relativamente contenuti, questo significa che gli investitori avevano ancora fiducia nell'Italia, ossia che l'Italia era considerata ancora come sufficientemente credibile dai mercati. In seguito alla pubblicazione del contratto di governo, si introducevano dei fattori di incertezza che non sono stati graditi dai mercati, infatti

¹⁹ Detto anche mercato interbancario.

²⁰
$$D = \frac{\sum_{t=1}^T t \frac{FC_t}{(1+i)^t}}{\sum_{t=1}^T \frac{FC_t}{(1+i)^t}}$$

gli investitori internazionali iniziarono a chiedere un premio aggiuntivo per il rischio di *default*. La situazione si è aggravata anche in seguito all'accentuazione dei conflitti con la Commissione europea in coincidenza con l'approvazione della Nota di aggiornamento con la pubblicazione della legge di bilancio del 2018. Solamente con la fine dell'anno, quando venne raggiunto un accordo con la Commissione europea, le tensioni sui mercati e lo *spread* hanno iniziato a diminuire, seppur molto gradualmente.

La maggiore credibilità del secondo governo Conte ha avuto come effetto principale quello di far ridurre il differenziale dello *spread*, che è passato da 320 punti base ad una media di 250 fino a fine maggio 2019 e si è ridotto fino a circa 150 punti ad ottobre dello stesso anno. Comunque, difficilmente il differenziale $i - g$ diventerà negativo, cosa che quindi richiederà surplus primari significativi per cercare di stabilizzare il rapporto debito/PIL. La diminuzione dei tassi di interesse sicuramente ha migliorato anche la sostenibilità futura del debito, ma, tale sostenibilità rimane dipendente, tuttavia, da un periodo prolungato di tassi molto bassi, in linea con le attuali aspettative di mercato. Dunque, possiamo dire che il debito italiano rimane a rischio, vulnerabile ad un possibile imprevedibile aumento dei tassi futuro.

3.3 POSSIBILI SOLUZIONI

Nell'Eurozona, la presenza di diversi equilibri e quindi di diversi tassi nonché di situazioni di interdipendenza, hanno contribuito a diffondere i germi della crisi e delle incertezze.

Va subito sottolineato che in presenza di più equilibri, anche le conseguenze del contagio sono state amplificate, cioè le tensioni in un paese possono trasformarsi in aspettative negative autoalimentantesi che si avverano in un altro paese.

Alla luce di quanto detto, la classica considerazione che viene fatta dalla teoria è che è necessario che i paesi coinvolti adottino un comportamento virtuoso, che si basi sulla riduzione del disavanzo primario fino ad ottenere un surplus primario nei periodi di crescita, cosa che stimola gli stabilizzatori fiscali automatici e fa guadagnare spazi fiscali da utilizzare, invece, nella fase di depressione per rilanciare la crescita. Ma secondo alcuni, quanto esposto non regge, ossia, non è sufficiente per garantire la stabilità finanziaria.

Secondo questi, bisognerebbe prendere in considerazione l'introduzione di un fondo europeo di ammortamento del debito (FEA), (Cioffi, Rizza, Romanelli e Tommasino, 2019). Questo può essere definito come un veicolo finanziario che emette obbligazioni garantite da tutti i paesi che vi partecipano, tramite cui il FEA raccoglie risorse finanziarie che utilizza per acquistare titoli di debito dei paesi partecipanti. Può o detenerli fino a scadenza oppure accollarseli, eliminando l'onere per i paesi di rimborsarli. Se il FEA li detiene, allora le risorse necessarie per servire il debito deriverebbero dal rendimento del suo portafoglio di titoli nazionali; nel secondo caso, sarebbero generate da un adeguato flusso di risorse periodicamente trasferito dagli stati partecipanti. Comunque, l'attività fondamentale svolta dal fondo sarebbe quella di pagare gli interessi sul debito e redimerlo gradualmente, la sua natura dunque, sarebbe totalmente passiva, mettere in luce questo aspetto è di fondamentale rilevanza perché è proprio questo aspetto che lo differenzia da altre proposte, come ad esempio, gli *Euro-Bond*, strumenti con natura permanente volti a finanziare una politica di bilancio comune gestita in modo attivo nell'Eurozona. Un'altra cosa differente sono, poi, i *Safe-Bond* che, come i primi hanno natura permanente e si basano, in più, su tecniche di *credit enhancement* (emissione di *tranche* con differenti *seniority*) e potrebbero anche essere emessi da soggetti privati.

L'idea di introdurre un FEA non è nuova, ma è stata avanzata da numerosi autori. Le varie proposte che sono state fatte differiscono in vari aspetti, i principali sono: l'ampiezza del fondo, la sua durata, la tipologia

di risorse impiegate, la presenza di trasferimenti tra paesi e di meccanismi volti a ridurre il rischio di azzardo morale.

Uno dei primi schemi è stato quello delineato dalla *German Council of Economic Experts*. La loro proposta è che i paesi partecipanti coprissero il fabbisogno di finanziamento annuale attraverso il FEA fino a un ammontare pari alla differenza tra debito esistente al momento dell'avvio del fondo e il 60% del PIL. Ciascun paese avrebbe dovuto versare al fondo un ammontare di risorse annuo sufficiente a rimborsare il debito trasferito nell'arco di 20-25 anni. Il fondo avrebbe quindi avuto una durata abbastanza breve e avrebbe richiesto ai governi di raggiungere degli avanzi primari piuttosto consistenti. Inoltre, ognuno avrebbe dovuto mantenere delle risorse a garanzia pari al 20% del debito trasferito.

Parallelo e Visco (2012) hanno proposto uno schema relativamente simile a quello dei tedeschi, ma con due differenze non trascurabili: il fondo dovrebbe avere una durata media più lunga (circa 30 anni) e dovrebbe emettere titoli a scadenza dilazionata, in modo da registrare nei primi anni di operatività dei *surplus* da investire in strumenti finanziari a basso rischio.

Paris e Wyplosz (2014) ideano invece un piano di ammortamento in cui è la BCE ad accollarsi una quota dei *bond* nazionali, a fronte di una riduzione della quota di signoraggio retrocessa con cadenza annuale ai diversi stati membri. Il valore attuale scontato delle risorse a cui i paesi rinunciano dovrebbe essere pari al valore del debito cancellato inizialmente. È di fondamentale importanza che l'ammontare di debito conferito sia sufficientemente piccolo da garantire che l'obiettivo di inflazione rimanga credibile. Viene proposta anche una clausola dell'accordo tra paesi che in caso di superamento da parte di un partecipante di una certa soglia di debito, si inneschi un'operazione inversa; cioè che la BCE, a questo punto, esiga dal paese in questione il pagamento del debito che si era accollato.

Corsetti et al. (2015), infine, suggeriscono un'operazione di *debt buyback*, effettuata da un fondo appositamente creato e finanziato da una quota predefinita di entrate fiscali nazionali, tale da ridurre il debito di tutti i paesi al di sotto del 95% del PIL. Il fondo avrebbe il compito di finanziare l'acquisizione del debito emettendo propri titoli obbligazionari; l'operazione sarebbe possibile in quanto al fondo verrebbe garantito un flusso di entrate da parte dei paesi aderenti. Il valore dei titoli emessi dal fondo sarebbe sostenuto dalla BCE stessa, che dovrebbe giungere ad accettarli nelle operazioni di rifinanziamento principale e quindi potrebbe acquistarli nel mercato secondario, ossia nell'interbancario in caso di necessità.

3.4 I PROBLEMI DELLE SOLUZIONI

Non si può ignorare il fatto che una proposta di messa in comune del debito implica, come naturale conseguenza, una serie di problematiche relative al cosiddetto azzardo morale. Nel FEA e simili, il problema assume due dimensioni.

In primo luogo, l'azzardo morale è interno al FEA stesso: un paese, infatti, potrebbe rifiutarsi di pagare la quota annuale di partecipazione al fondo. Ad ogni modo, la letteratura fornisce degli strumenti per rendere il problema interno di azzardo morale trascurabile. Si potrebbe utilizzare almeno in parte il Signoraggio per finanziare il FEA, che potrebbe essere trasferito direttamente dalla BCE alle casse del fondo.

In secondo luogo, esiste anche una seconda dimensione di azzardo: eliminando il rischio di crisi di liquidità, la mutualizzazione ridurrebbe, infatti, la disciplina di mercato sul debito rimasto in capo agli azionisti, ma non esiste alcuna certezza che i paesi sgravati di parte del loro debito nazionale non ne ricostituiscano di

nuovo uno *stock* in misura eccessiva. La risposta più immediata a tale obiezione è che questa è mal posta: l'obiettivo del fondo, infatti, non è risolvere i problemi dell'azzardo morale, ma quello di eliminare il rischio di crisi dovuto alla presenza di stati membri indebitati ma solventi. La risposta più articolata è che la disciplina di mercato potrebbe risultare più efficace in una Unione monetaria dotata di una FEA. I motivi sono due:

- Nel momento in cui i livelli di debito rimasti in capo alle singole nazioni non avessero più rilevanza sistemica, la clausola *no bail out* (regola secondo la quale gli stati appartenenti alla Comunità Europea non possono farsi garanti del debito di un paese appartenente alla Comunità stessa) diventerebbe più credibile perché i rischi da contagio per gli altri paesi, in caso di *default*, risulterebbero inferiori;
- Senza il rischio che le crisi di liquidità diventino crisi di solvibilità, le variazioni dei rendimenti rifletterebero in modo più preciso le variazioni dei fondamentali di finanza pubblica, che è proprio ciò che servirebbe per implementare in modo corretto la disciplina di mercato.

Bisogna ricordare però che la partecipazione al FEA non avrebbe come conseguenza la modifica del sentiero di aggiustamento del bilancio pubblico, che deve comunque essere tale da assicurare la sostenibilità del debito. Questa politica deve anzi considerarsi un prerequisito per l'ammissione al FEA.

È necessario ricordare che la struttura dell'Area euro è incompleta e imperfetta, quindi è un problema che dovrebbe essere affrontato apportando cambiamenti alle regole e alle istituzioni dell'UEM.

3.4.1 COME COMPLETARE L'UNIONE MONETARIA EUROPEA

È plateale che l'unione monetaria europea non possa considerarsi completata, ma che abbia bisogno di una serie di misure e di provvedimenti di completamento. Una delle cose da fare è correggere le asimmetrie nel mercato dei titoli di debito sovrani, nell'UEM, infatti, esistono solamente strumenti finanziari nazionali (sarebbe da precisare che ora la Commissione ha la facoltà di emettere titoli di debito per un valore complessivo di 750 miliardi, in seguito all'approvazione del *Recovery Fund*), cosa paradossale se consideriamo che molti aspetti dell'architettura finanziaria dell'Unione sono passati ad una giurisdizione comune. Inoltre, con l'istituzione della Banca Centrale Europea, i titoli di debito sovrani hanno subito una "retrocessione": vengono emessi in una moneta che non è più controllata direttamente, questo significa che i titoli di stato dell'Area euro sono equivalenti a titoli sub-nazionali. Il debito sovrano nell'Area euro è pertanto esposto al rischio di credito in un modo in cui le altre economie avanzate non sono esposte²¹. In questo contesto, possono verificarsi fughe di capitali a causa di un cambiamento nella percezione dei mercati. Ciò può provocare flussi importanti da e verso l'Area euro, con un impatto diretto sulle obbligazioni sovrane creando una vera e propria crisi del debito, inoltre, la volatilità dei mercati sovrani ha anche naturali implicazioni avverse sulla stabilità complessiva del sistema finanziario (Giudice, 2019).

La propagazione di *shock* attraverso canali di questo tipo può deviare il percorso di convergenza che i paesi dell'Area devono compiere, un esempio è la crisi finanziaria, che ha dimostrato come, se ciò dovesse avvenire, le divergenze si diffonderebbero molto velocemente, sprecando in un batter d'occhio le riforme strutturali fatte per poter realizzare il processo di uniformazione.

Un'altra implicazione è che dopo il lancio dell'euro il Bund tedesco è diventato il punto di riferimento (*safe asset*) dei mercati obbligazionari nazionali e di quelli dei derivati, creando, di fatto, un'asimmetria nelle

²¹ Si veda Benoit Coeuré.

preferenze e nel funzionamento dei mercati delle obbligazioni sovrane europee, con implicazioni non trascurabili. Infatti, anche se la situazione è molto migliore di quella precedente l'istituzione dell'euro, si è ancora lontani da una condizione ideale. L'asimmetria distorce i prezzi dei titoli di stato, modificando di conseguenza anche i rendimenti che gli stati devono garantire, provocando, quindi, effetti rilevanti: durante periodi "normali" i governi sperimentano sempre meno incentivi a seguire la disciplina di bilancio, durante periodi di crisi, invece, si generano effetti perversi, portando i paesi a fare politiche più restrittive di quanto effettivamente necessario.

In conclusione, il meccanismo di funzionamento dei mercati sovrani incentiva la condotta delle politiche di bilancio pro-cicliche, ossia in fasi espansive avanzate, ad esempio, continuare ad immettere liquidità alimentando la spinta espansiva con la naturale conseguenza di generare una bolla finanziaria e in fasi depressive alzando i tassi di interesse aggravando la depressione. Una mossa strategica da fare sarebbe quella di dotarsi di strutture che incentivino i governi a adottare politiche economiche anticicliche. L'asimmetria inoltre, è aggravata dalla scarsità di *safe asset*, fattore su cui si sta ampiamente discutendo.

3.4.2 UN SAFE ASSET EUROPEO: COS'È E COME COSTRUIRLO

Esiste un'ampia letteratura economica che sostiene come la creazione di un *safe asset* europeo possa rappresentare uno strumento per evitare gli effetti destabilizzanti dei flussi di capitale nell'Area euro in tempi di forte avversione al rischio. Per di più, creare un titolo omogeneo e di elevata qualità sarebbe in grado di garantire una curva di rendimento comune a tutta l'Area.

Un *safe asset* per l'eurozona con medesima curva di rendimento per tutti i paesi rappresenterebbe un ulteriore passo in avanti verso l'integrazione dei mercati dei capitali europei. Un mercato obbligazionario europeo che ruoti attorno ad un *safe asset* profondo e liquido costituirebbe un buon parametro di riferimento, facilitando anche il finanziamento alle imprese. Al contempo potrebbe costituire una nuova fonte di garanzie ad elevata qualità nel portafoglio degli investitori, migliorerebbe, quindi, la ripartizione del credito e provocherebbe un rafforzamento internazionale dell'euro. Un *safe asset* comune potrebbe consentire un funzionamento più lineare dei mercati delle obbligazioni sovrane degli stati europei, facilitando una maggiore coerenza tra prezzi e fondamentali e, in particolare, rispetto all'evoluzione del debito, creando migliori condizioni e incentivi per effettuare politiche di bilancio intelligenti.

Molte sono state le proposte per la creazione di questo *safe asset* europeo, molti hanno evidenziato le controindicazioni giuridiche e politiche dei rischi delle mutualizzazioni (come per gli *Eurobond*), che richiederebbero una modifica al trattato dell'Unione europea. Un *safe asset* efficiente dovrebbe essere conforme al trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), particolarmente al principio della non-mutualizzazione del debito nazionale. Le costruzioni dell'ingegneria finanziaria sono, invece, criticate per motivi tecnici, soprattutto per il loro comportamento in periodi di *stress* del mercato.

A metà strada tra questi due approcci si colloca un'altra possibilità, il modello *E-bond*. Questo modello permetterebbe di ottenere un livello sufficiente di sicurezza, attrattività e volume per il *safe asset* comune, evitando allo stesso tempo garanzie congiunte, la messa in comune del debito nazionale, condotte rischiose ed effetti indesiderati sui mercati. Gli *E-bond* sono stati proposti per la prima volta da Monti nel 2010, dopo alcuni studi effettuati da altri economisti nel 2019 si è riusciti a identificare meglio le caratteristiche e i vantaggi di questa opzione. Gli *E-bond* sarebbero emessi da un ente pubblico (un emittente comune con un mandato istituzionale europeo) che concederebbe gli importi così raccolti sul mercato agli stati membri attraverso prestiti privilegiati. Gli stati membri utilizzerebbero il fondo per sostituire il debito esistente, l'uso della prelazione di questo credito (cioè della subordinazione degli altri debiti di nuova emissione a

questo) e la limitazione di questi prestiti ad una percentuale massima del PIL nazionale renderebbero gli E-bond sicuri senza ricorrere alla cartolarizzazione, alla mutualizzazione del debito o a garanzie comuni. I prestiti totali sarebbero equivalenti ad una stessa percentuale del PIL per ciascuno stato membro. Quindi, l'emissione totale di *E-bond* ammonterebbe all'incirca a questa stessa proporzione anche in termini di PIL complessivo dell'Area euro.

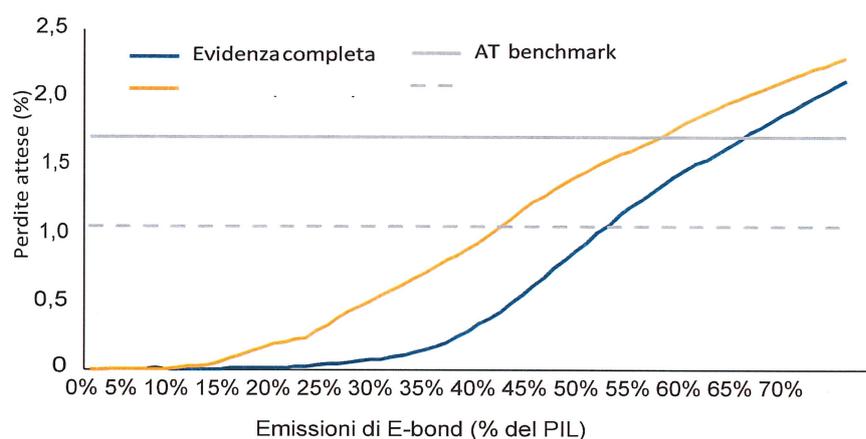
Zettlemayer e Leandro (2018, 2019) desumono dalle loro analisi che gli *E-bond* presentano caratteristiche interessanti dal punto di vista della sicurezza, liquidità e incentivi e sostengono che, date le loro dimensioni potenziali e la loro attrattività nonché il loro impatto limitato sui mercati obbligazionari nazionali, meritano un'attenta indagine. Si sostiene quindi che, con un volume moderato di emissioni totali, si potrebbe creare con gli *E-bond* un *safe asset* sovranazionale europeo, senza pregiudicare lo *stock* di debito già sul mercato, né modificare il volume del debito nell'Area euro. Questi nuovi *bond* permetterebbero di aumentare l'offerta totale di titoli sicuri e la liquidità sul mercato obbligazionario senza pregiudicare il giudizio di *rating* di AAA del Bund, né la capacità degli stati membri di finanziarsi regolarmente e convenientemente sul mercato.

Per garantire la sicurezza, si potrebbe utilizzare come livello di sicurezza i valori storici medi espressi per la Germania (figura 3.1); gli *E-bond* sarebbero più sicuri di tale parametro di riferimento per volumi di emissione fino a circa il 47% del PIL europeo. Si può utilizzare anche il valore di perdita attesa più alto tra gli stati membri che hanno conservato un *rating* AAA in gran parte del periodo di campionamento utilizzato nella calibrazione del modello, beneficiando al contempo di almeno di un *rating* di AA+. In questo caso (linea denominata *AT benchmark*), l'emissione comune potrebbe perfino raggiungere volumi vicini al 60% del PIL.

Un altro parametro rilevante per valutare la rischiosità degli *E-bond* è il valore a rischio (VaR)²², che considera i rischi associati a perdite particolarmente gravi. La letteratura, in questo caso, suggerisce che quando l'emissione di *E-bond* è limitata, il rischio per gli investitori è contenuto. Per emissioni pari al 20%, infatti, il VaR è del tutto trascurabile (Figura 3.2). La protezione che viene fornita permette ai partecipanti di potersi limitare a sopportare perdite potenziali molto basse e più basse addirittura del Bund tedesco, ciò naturalmente ha un limite, che è stato stimato essere intorno ad emissioni pari al 50% del PIL.

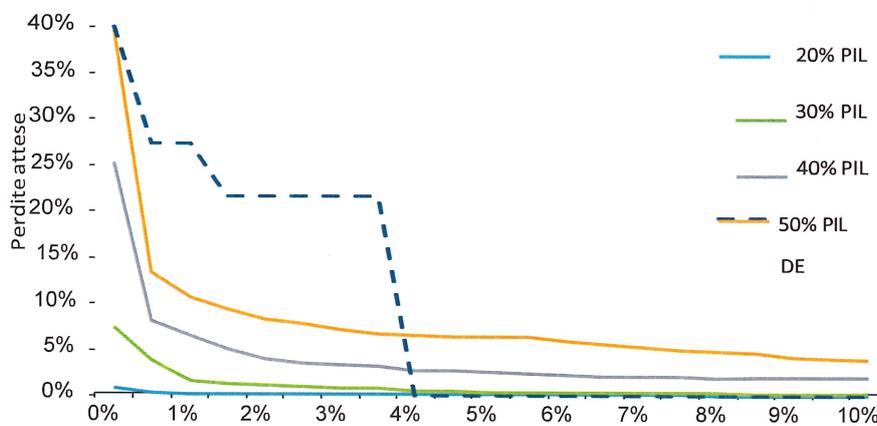
²² Si sta facendo riferimento al modello del *Value at Risk*.

Figura 3.1 - Perdite attese nei 5 anni sugli E-bond



Fonte: Giudice *et al.* (2019). "Rivista di politica economica" "Il debito pubblico in Italia: perché è una problema e come se ne esce".

Figura 3.2 - Valore a rischio per E-bond di vario volume (e per Bund tedesco)



Nota: Le linee continue sono il VaR per gli E-bond di dimensioni diverse. La linea tratteggiata presenta il VaR per la Germania. In base alle ipotesi ricalcolate; il VaR al quantile 0% rappresenta la perdita massima possibile; i rischi del modello per la Germania sono illustrati a fini comparativi.

Fonte: Giudice *et al.* (2019). "Rivista di politica economica" "Il debito pubblico in Italia: perché è una problema e come se ne esce".

Il volume degli *E-bond* ha un effetto diretto sul rischio di credito, sui prezzi e sulla liquidità delle obbligazioni nazionali che continuano ad essere emesse direttamente sul mercato dagli altri stati. Questo limita il livello di emissione comune che può essere considerato accettabile. Tale effetto è stato stimato quantitativamente e si è visto che per volumi di *E-bond* definibili prudenti (da 15% al 30% del PIL), i nuovi titoli nazionali non subirebbero un significativo aumento del rischio di perdite dovuto alla subordinazione. L'effetto sarebbe tanto più basso quanto più i paesi fossero considerati attualmente sicuri dai mercati, infatti, per tutti i paesi ad alto *rating*, i costi marginali aumenterebbero in modo non sensibile. Gli altri paesi

subirebbero invece un aumento di tali costi più importante, ma a fronte di un'emissione di *E-bond* più prudente, l'aumento sarebbe comunque contenuto, ma non trascurabile del tutto, cosa che dovrebbe rafforzare la disciplina di mercato senza avere un effetto negativo sul debito. Questo è possibile perché i costi medi di finanziamento dei vari stati continuerebbero a rimanere stabili per tutti i paesi, scendendo significativamente per i paesi a basso debito.

Ma perché un aumento del costo marginale del debito a seguito della prelazione è una cosa positiva? In linea generale, si può dire che i governi tendono a trascurare gli *spread* a meno che non diventino talmente alti che in assenza di un consolidamento fiscale si rischia di generare una spirale debito-interessi crescente. I mercati reagiscono improvvisamente quando si rendono conto che il debito è diventato troppo elevato rispetto alla capacità di crescita del paese, cioè rispetto al PIL. Si tratta quindi di garantire un rapporto buono tra debito e PIL, dove si suppone che il denominatore cresca più velocemente del numeratore. La correzione fiscale che il governo deve fare per calmare i mercati è molto forte e in prima battuta potrebbe generare un effetto recessivo. In ogni caso il risultato più plausibile è un aggiustamento doloroso senza neppure la possibilità di escludere il rischio di *default*. Con la prelazione del prestito, si attirerebbe l'attenzione degli operatori finanziari e dei governi sul tasso marginale del debito. Il suo aumento in tempi normali come conseguenza della prelazione dovrebbe spingere i governi a prendere le misure necessarie per la sostenibilità del debito prima che il livello di quest'ultimo e il suo costo medio siano troppo elevati. Agendo per tempo, sarà necessario un minore aggiustamento fiscale che si tradurrà con un minore impatto recessivo, producendo allo stesso tempo spazi fiscali più ampi perché il debito aumenti senza innescare la pericolosa spirale. Quindi, il segnale mandato dai mercati dovrebbe portare più stabilità riducendo il rischio delle crisi di solvibilità, con effetti ideali sia sul debito che sulla crescita. Tutto ciò è possibile se l'aumento del costo marginale del debito rimane contenuto. Da queste considerazioni e dalle analisi svolte a chi compete, si può concludere che la dimensione degli *E-bond* debba essere misurata in modo che l'aumento del premio di rischio da pagare dai paesi ad alto debito sui titoli obbligazionari nazionali sia limitato, cosa che si è visto corrispondere ad emissioni comuni inferiori al 30% del PIL²³. Con questa taglia, sarebbero sufficientemente grandi da diventare con il tempo dei *safe asset* di riferimento per il settore bancario, per i mercati dei capitali e per le operazioni di politica monetaria nell'Area euro.

Va, infine, sottolineato che le stime effettuate sono basate su simulazioni statiche di variazioni del rischio di credito tra due componenti del debito pubblico, una parte finanziata direttamente sui mercati obbligazionari e una parte finanziata mediante prestiti di un emittente comune. Quindi i rischi di credito sono semplicemente trasferiti da un componente all'altro, ma si presume che l'importo globale del rischio rimanga invariato.

3.5 IDEE INFONDATE SU COME RISOLVERE IL PROBLEMA DEL DEBITO E NON SOLO

L'idea che circola con più prepotenza è che gli attuali assetti, ossia la partecipazione all'Eurozona, il rispetto dei vincoli sulla dinamica del debito e deficit siano le catene che sacrificano le possibilità di crescita e di sviluppo del paese. Uno dei principali vantaggi che si otterrebbe dall'uscita dall'euro sarebbe quello di superare il divorzio (del 1991) tra Tesoro e Banca d'Italia, con la conseguente possibilità di monetizzare il deficit per finanziare in questo modo spesa corrente, consumi e investimenti e raggiungere il risultato del Giappone²⁴. Questa concezione erronea prende il nome di "irredentismo monetario", che ha un'idea tutta

²³ Occorre specificare che tali stime devono essere prese con un minimo di raziocinio, infatti, sono necessari altri studi e ulteriori conferme.

²⁴ Coloro che hanno questa idea non tengono in conto le tre principali differenze fra Giappone e Italia, cioè che: il rapporto lordo debito/PIL del Giappone è del 250%, quello netto è solo del 150%, più di un terzo di questo debito è debito che lo stato deve a sé stesso mentre per l'Italia la differenza tra debito lordo e netto è solo del 12%; il Giappone ha spazi fiscali molto più ampi dell'Italia; infine, il Giappone è il paese con la più grande posizione finanziaria

sua di cosa sia la ricchezza, che viene fatta coincidere con il numero di banconote stampate. Si ritiene quindi che sia la possibilità della Banca Centrale di stampare moneta il vero potere da amministrare politicamente, e dunque la soluzione a tutti i problemi.

Come molto spesso accade, le idee semplici devono sempre essere guardate con un certo sospetto. L'irredentismo monetario, così come altre credenze, ha un sapore "terraplattista" (Becchetti, 2019) e fa parte di una più ampia rivolta della gente contro gli intellettuali.

La ricchezza non è data semplicemente dal numero di banconote che circolano, infatti riprendendo la teoria quantitativa della moneta, ricordando l'equazione che giustifica la moneta come mezzo di scambio:

$$(11) \quad MV = PQ = Y;$$

si può dire che lo *stock* di moneta M , moltiplicato per la velocità di circolazione della stessa V , deve essere uguale al volume degli scambi, ossia al reddito Y (se consideriamo il tutto in termini nominali). La ricchezza quindi è la somma degli ingegni, degli sforzi e della loro capacità di trasformarsi in attività produttiva e la produttività delle sue imprese, la capacità d'innovare e di conquistare mercati esteri. La Banca Centrale dovrà sapere a quanto ammonta questa creazione di valore per unità di tempo, tenere conto della velocità di circolazione della moneta e offrire, di conseguenza, la giusta quantità di moneta. Se viene prodotta moneta in eccesso, gli effetti saranno sul livello dei prezzi e non sulle quantità²⁵ e dunque ci sarebbe inflazione, intesa come un costante aumento del livello dei prezzi, cosa che ridurrebbe i salari reali e quindi il potere d'acquisto dei consumatori.

Possiamo dire quindi che il valore di un'economia non è il numero di banconote stampate e non aumenta aumentando la stampa di banconote, ma è la forza dell'economia reale e la capacità di chi gestisce l'offerta di moneta di mantenere la fiducia e il potere d'acquisto della moneta, evitando disastri inflazionistici e speculazioni sul mercato dei cambi.

Il cosiddetto irredentismo monetario, fa parte della più ampia retorica che riguarda l'uscita dall'Unione europea, o almeno dall'Unione Monetaria Europea. L'idea noeurista è sostanzialmente quella che bisogna liberarsi dalle catene della moneta unica per due motivi:

- il primo è di poter svalutare la neovaluta nazionale e realizzare attraverso ciò un effetto positivo sulla bilancia commerciale²⁶;
- il secondo è poter scegliere politiche monetarie e fiscali espansive senza dover rispettare i vincoli dell'Unione.

Le ragioni che portano a concludere che l'uscita dall'euro rappresenti la salvezza sono basate su dei dogmi, secondo loro indiscutibili, che sono:

- restando nell'Eurozona è impossibile essere competitivi con gli altri paesi dell'Area euro se non con la deflazione salariale;
- avendo una valuta nazionale, svalutando, si potrà realizzare un nuovo boom delle esportazioni che alimenterà la crescita.

sull'estero in valore assoluto e netta, ciò significa che il Giappone è un grande creditore dell'estero perché detiene molte attività finanziarie dei paesi esteri.

²⁵ Si dovrebbe precisare che tale affermazione vale solo per la teoria quantitativa della moneta che considera il sistema economico-finanziario in equilibrio di piena occupazione, livello cui corrisponde il tasso di disoccupazione frizionale secondo la curva di *Philips*. Di diversa opinione sono i keynesiani, che guardano al breve periodo e dunque considerano una situazione di equilibrio con disoccupazione, dunque l'effetto sarebbe sulle quantità e non sui prezzi.

²⁶ Si dovrebbe precisare che ciò avviene solamente quando si verificano le condizioni di *Marshall-Lerner*, ossia che la somma delle elasticità delle esportazioni e delle importazioni rispetto al tasso di cambio reale debba essere maggiore di uno.

Questi due dogmi sono basati su una concezione obsoleta del commercio internazionale dove i prodotti sono interamente realizzati all'interno di un solo paese. La realtà è molto più complessa, basti pensare al fatto che una quota del fatturato delle esportazioni di prodotti finiti dalla Germania diventa valore aggiunto delle imprese italiane che ne producono le componenti. Inoltre, è da precisare che basare la creazione di nuovo valore su un modello di esportazioni significa far dipendere fortemente la propria crescita (che potremmo quindi definire esterna) dalla crescita interna dei paesi importatori, questo significa essere molto esposti alle crisi interne dei paesi importatori che, diminuendo di molto o eliminando completamente le loro importazioni, farebbero entrare in crisi anche il paese esportatore. La polverizzazione geografica delle filiere di produzione rende per di più bassa la percentuale attraverso cui una variazione del tasso di cambio si trasforma in una variazione del prezzo del prodotto esportato (*pass-through ratio*). Come se non bastassero queste considerazioni a far cadere i dogmi infondati dei noeuristi si aggiunge anche che la bilancia commerciale dell'Italia da quando è entrato in vigore l'euro, è piuttosto florida, infatti, l'Italia è il quinto paese nel mondo e il secondo in Europa per saldo della bilancia commerciale manifatturiera. La storia che non si possa competere se non con una deflazione salariale è, appunto, solamente una storia. La competitività di un prodotto esportato dipende dalla capacità innovativa dell'azienda, dal capitale umano, dal valore dei marchi, dall'efficienza del sistema e solo in piccolissima parte dal costo del lavoro non specializzato. La deflazione salariale è piuttosto il segnale di una debolezza e dell'incapacità di raggiungere la fascia alta di qualità della produzione.

Non solo è semplice smontare i dogmi dell'economia reale dei noeuristi, ma è ancora più facile spiegare gli enormi problemi dal lato finanziario.

L'irredentismo monetario sostiene che uscendo dall'euro e recuperando la sovranità monetaria lo stato italiano potrà emettere titoli per finanziarie consumi e investimenti superando la logica della moneta creata a debito²⁷.

Per aiutare a comprendere l'insensatezza di questo ragionamento, bisogna ricordare due cose rilevanti:

- i paesi a sovranità monetaria possono fallire e falliscono nonostante il potere di stampar moneta a piacimento;
- il valore della moneta non è invariante rispetto al ritmo e alla quantità di moneta creata²⁸.

Inoltre, un *paper* della Banca Centrale canadese ha evidenziato come i *default* degli stati sovrani siano tutt'altro che rari. Quindi, anche i paesi a sovranità monetaria falliscono e questo accade perché nessun paese è a "economia chiusa", infatti ciò accade principalmente per problemi con la bilancia commerciale. Se infatti il cambio si svaluta ma le condizioni di Marshall-Lerner non si verificano, il costo delle importazioni subisce un'impennata considerevole, cosa che porta i governi ad avere effetti pesantemente negativi sulla bilancia commerciale e sulla crescita. Comunemente, tali governi non sono in grado di ripagare i debiti contratti in valuta estera e dunque, perdendo la fiducia sui mercati internazionali, falliscono.

È per questo motivo che l'idea che fuori dall'euro saremmo più liberi è totalmente infondata e priva di ragionamento scientifico. Inoltre, occorre citare che la presenza dell'Italia nell'accordo, è in linea con la teoria della parità dei tassi d'interesse scoperti che stabilisce che i tassi di interesse dei paesi più deboli devono necessariamente allinearsi con quelli dei paesi più forti. L'Italia fino all'avvento dell'euro era tutt'altro che libera, mentre ora ha la possibilità di partecipare al *board* che prende le decisioni di politica monetaria.

²⁷ Ossia moneta considerata come attività finanziaria e quindi una volta emessa sarà per l'emittente una passività, perché costituisce una componente del passivo del bilancio della Banca Centrale.

²⁸ Il valore della moneta si regge, infatti, sulla cosiddetta fiducia nel fatto che la moneta mantenga nel tempo il proprio valore grazie al controllo delle dinamiche inflazionistiche.

Oltre agli evidenti problemi che si andrebbero a creare una volta realizzata l'uscita dall'Eurozona, grandi problematiche si creano anche nella fase di passaggio. Come ipotizzato da diversi economisti, se le aspettative di un'uscita dall'euro aumentano, il rischio di corsa agli sportelli²⁹ diventa un rischio tangibile. Tutti i risparmiatori razionali cercheranno di liquidare i propri depositi e/o di trasferirli su conti esteri al riparo dal rischio di conversione. La corsa agli sportelli si è effettivamente realizzata in Grecia, quando la paura dell'uscita dall'euro si è materializzata, momento storico che obbligò il governo a chiudere le banche per 20 giorni e, poi, a consentire il prelievo al bancomat solo di sessanta euro.

L'altra difficoltà che si viene a creare è data dalle controversie legali per i possessori esteri di titoli pubblici italiani che in moltissimi casi sono protetti dal rischio di ridenominazione del titolo in alta valuta. Riuscire ad essere rimborsati in euro rivalutato piuttosto che nella valuta nazionale significherebbe generare un'impennata del rapporto debito/PIL che, con ogni probabilità, porterebbe il paese al fallimento e alla ristrutturazione del debito con forti difficoltà di accesso ai mercati dei capitali come conseguenza.

Tutti gli economisti seri sono perfettamente consapevoli di tutti questi problemi e hanno sempre considerato l'ipotesi dell'Italexit molto dannosa oltre che completamente inutile.

Come dice l'economista Michele Boldrin³⁰, per risolvere gli svariati problemi italiani, la cosa che si deve capire è che non sono gli altri (l'Europa) ad essere sbagliati³¹, ma sono gli italiani ad esserlo, nel senso che è imperativo capire che i problemi italiani sono stati causati dagli italiani stessi a partire dal momento in cui, negli anni '70/'80, davanti alla necessità di cambiamento che il mondo imponeva abbiamo rinunciato a cambiare e abbiamo continuato a fare le cose come le abbiamo sempre fatte. Infine, pur essendo il debito un problema, secondo la sua analisi, non è su quello che bisogna concentrarsi, ma bisognerebbe concentrarsi sulla crescita economica³². Il motivo può sembrare banale: dato il rapporto debito/PIL, si assume che non sia tanto importante lo *stock* di debito, ma quanto il rapporto con il PIL, ossia l'indebitamento. Il problema del debito italiano nasce nel momento in cui il numeratore iniziò a crescere più velocemente del denominatore, facendo arrivare il rapporto al 166.1% (FMI, 2020) secondo le stime per il 2020. L'intuizione è che aumentando il denominatore, il rapporto, come naturale conseguenza, si ridurrebbe, eliminando il problema del debito italiano di per sé.

²⁹ In questa sede è necessario ricordare che il rischio dell'intero sistema economico-finanziario trova le sue radici nella funzione creditizia svolta dalle banche, la corsa agli sportelli fa fallire le banche e si diffonde nell'intero sistema quanto più questo è integrato e quante meno barriere esistono.

³⁰ Professore e ricercatore in campo economico alla Washington University di St. Louis.

³¹ È doveroso precisare che ci sono alcuni aspetti dell'Unione europea che andrebbero riformati, ma la soluzione ai problemi interni deve partire dall'interno.

³² Così come discusso nel secondo capitolo, la crescita economica è una delle strategie per ridurre l'indebitamento.

CONCLUSIONI

In questo breve elaborato si è provato a trattare da un punto di vista formale la tematica della sostenibilità del debito in generale, passando per le politiche attuabili per una sua eventuale riduzione e infine concentrandosi sulla problematica tipicamente italiana.

Emerge che affinché il debito sia sostenibile devono essere verificate alcune condizioni³³. È poi importante ricordare che una giusta strategia, sempre in prospettiva della sostenibilità, sia quella volta alla riduzione del debito, si sono viste varie strategie, la migliore potrebbe essere quella di alimentare la crescita con i giusti tagli alla tassazione e alla spesa pubblica facendo ridurre il rapporto debito/PIL come conseguenza, anche se ce ne sono anche altre come la stretta fiscale attuata dal governo Monti negli anni della crisi del debito sovrano. In seguito, sono state passate in rassegna le principali soluzioni per il debito pubblico italiano, dalla creazione di un *safe asset* europeo alle problematiche che incorrerebbero in un'eventuale mutualizzazione dei debiti sovrani dei vari stati europei.

La cosa fondamentale da capire è che il debito è parte fondante di ciascuno stato, infatti non esiste alcun stato al mondo a non avere debito, almeno fra quelli avanzati. Una particolarità che non si tende a diffondere nei media è che i debiti sovrani molto probabilmente non verranno mai restituiti, dunque i governi dovranno, così come nel passato, cercare di essere credibili in modo tale da mantenere il servizio sul debito sostenibile senza la necessità di aumentare la tassazione e/o creare nuovo debito per pagare i tassi di interesse. Si possono senz'altro effettuare delle riduzioni per la necessità di raggiungere determinati obiettivi come ad esempio nel caso italiano quello di mantenersi in un rapporto debito/PIL al massimo del 60% per rientrare nei parametri di Maastricht. Ma gli stessi risultati possono essere conseguiti stimolando la crescita economica. In uno stato all'italiana per far ciò, bisogna impegnarsi a fare le cosiddette riforme strutturali che sono state rimandate negli ultimi 30 anni, bisogna lasciare le piccole-medie imprese libere di competere e alcuni giungono a dire che sarebbe meglio eliminare i sussidi a tali imprese, con lo scopo di far emergere alcune vincitrici dalla competizione in modo tale da poter aumentare la loro dimensione. Aumentando la dimensione delle imprese, diventa anche più difficile evadere come conseguenza, quindi è chiaro che con la crescita si innescherebbe un circolo virtuoso che porterebbe a condizioni migliori oltre che alla riduzione dell'incidenza del debito. Per cui il problema del debito si risolverebbe "da solo".

Per finire si ricorda la recente iniziativa di stampo europeo, il cosiddetto "*Recovery Fund*", che prevede che la Commissione europea possa emettere dei titoli di debito per un valore complessivo di 750 miliardi di euro, che saranno distribuiti ai paesi aderenti (all'Italia andranno circa 206 miliardi). La strada da fare sembra ancora molta, anche perché molti economisti ritengono che le probabilità che l'Italia ritorni a crescere, tramite un aumento della spesa pubblica³⁴, siano molto remote, sembra che per risolvere i grandi problemi italiani ma anche europei la strada giusta sia quella dell'unificazione fiscale oltre che monetaria.

³³ Si veda pagina 6, equazione (6).

³⁴ Circa il 60% del finanziamento è concesso a credito con un tasso di interesse contenuto, mentre il 40% sono sovvenzioni, ma comunque i paesi dovranno restituire il 60% del capitale maggiorato di interessi ricevuto.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Alessandrini P. (2015). "Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza". Bologna, il Mulino, seconda edizione.

Becchetti L., (2019). "Le molte leggerezze che circolano sul debito pubblico e perché uscire dall'euro non sarebbe una soluzione", Rivista di Politica Economica n.1/2019, Confindustria.

Best T., Bush O., Eyraud L., Sbrancia B. (2019). "*Reducing Debt, Short of Default*", pubblicato in Abbas S.A., Pienkowsky A, e Rogoff K. (a cura di) "*Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*", Oxford University Press.

Cioffi M., Rizza P., Romanelli M. e Tommasino P., (2019). "Un fondo ammortamento del debito dell'Area euro: cos'è, perché costruirlo, come progettarlo", Rivista di Politica Economica n.1/2019, Confindustria.

Codogno L. (2019). "La sostenibilità del debito pubblico italiano, un *safe asset* e una capacità fiscale per l'Eurozona", Rivista di Politica Economica n.1/2019, Confindustria.

Debrun X., Ostry J.D., Willems T., Wyplosz C. (2019). "*Debt sustainability*", pubblicato in Abbas S.A., Pienkowsky A. e Rogoff K. (a cura di) "*Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*", Oxford University Press.

Dornbusch R., Fischer S., Startz R., Canullo G., Pettenati P. (2014). "Macroeconomia". Milano, McGraw-Hill Education, undicesima edizione.

Giudice G., (2019). "Completare l'unione economica e monetaria con un *safe asset* europeo (*E-bonds*)", Rivista di Politica Economica, Confindustria.