



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**IL DEBITO PUBBLICO E LA ZONA EURO**  
**PUBLIC DEBT AND EUROZONE**

Relatore:

Prof. Davide Ticchi

Rapporto Finale di:

Enrico Polenta

Anno Accademico 2019/2020

INTRODUZIONE	2
I. IL DEBITO PUBBLICO	
I.1 Principali teorie economiche sul debito pubblico	4
I.2 Debito pubblico e crescita economica	8
II. SOSTENIBILITA' DEL DEBITO PUBBLICO	
II.1 Condizioni di sostenibilità	12
II.2 Equilibrio macroeconomico	19
III. CRISI DEL DEBITO AREA EURO	
III.1 Origini del debito sovrano	23
III.2 Crisi dei debiti Sovrani	27
III.3 Debito pubblico e default	33
CONCLUSIONE	37

## INTRODUZIONE

Si può intendere il debito pubblico come il fattore rappresentativo per eccellenza della condizione economica di un paese, soprattutto se quest'ultimo viene messo a confronto con altri fondamentali indicatori, quali produttività, crescita economica, entità del deficit pubblico.

Il debito pubblico può essere interpretato da due punti di vista differenti. Esso può essere una minaccia per la stabilità economico finanziaria, ma allo stesso tempo, a seconda delle politiche economiche applicate dai governi, può fornire opportunità per uno sviluppo economico, in particolar modo sul lungo periodo.

La mia attenzione si pone sul tema del debito pubblico all'interno della zona Euro, nella quale il processo di integrazione economico monetaria risulta essere ancora in via di sviluppo. Nonostante la presenza di istituzioni sovranazionali, che dettano le linee guida per una gestione ottimale del debito pubblico, ogni paese membro dell'UE agisce diversamente riguardo il proprio livello di indebitamento, con la consapevolezza che ogni politica emanata genererà conseguenze nell'economia di altri paesi, poiché tra essi esiste un rapporto di interdipendenza.

Per fare chiarezza fin dall'inizio del mio elaborato introdurrò le più importanti teorie di riferimento sul debito pubblico e le interpretazioni che più, nel corso degli

anni, hanno generato un dibattito sul tema. Successivamente verrà analizzata la relazione che intercorre fra debito pubblico e crescita economica, oggetto di studio degli scritti di Reinhart e Rogoff, i quali introdussero nuove prospettive a riguardo.

Nel secondo capitolo l'attenzione si sposterà su uno degli aspetti fondamentali legati allo studio del debito pubblico, ovvero la sua sostenibilità. Sulla base di ciò verranno prese in esame le condizioni che permettono al debito di essere definito sostenibile e tutti i fattori che contribuiscono a determinare equilibrio macroeconomico all'interno di una stessa area economico monetaria.

Nell'ultimo capitolo verrà analizzato il tema del debito pubblico in un contesto europeo, esponendo le principali leggi economiche che dominano il rapporto tra debitori e creditori. Per rendere più comprensibile ciò che viene esposto teoricamente riguardo il debito sovrano, ho successivamente riportato ciò che è avvenuto durante la crisi del debito sovrano sviluppatasi a partire dagli anni 2010-2011 in Europa, con particolare attenzione al fenomeno del default, esempio essenziale di come un debito pubblico mal gestito possa comportare conseguenze disastrose per qualsiasi economia.

## I. IL DEBITO PUBBLICO

### I.1 PRINCIPALI TEORIE ECONOMICHE SUL DEBITO PUBBLICO

Tutti gli stati hanno bisogno di investire denaro in servizi, beni pubblici e tutto ciò che può far crescere l'economia. Alcuni di essi, però, non possiedono abbastanza risorse per finanziare tali investimenti, per cui chiedono denaro in prestito al settore privato, come i cittadini e imprese, o al settore pubblico, come banche o altri stati. Il debito pubblico è lo stock complessivo di risorse finanziarie ricevute in prestito, che vengono emesse sottoforma di obbligazioni chiamate Titoli di Stato. Per remunerare i creditori, sulle obbligazioni emesse, uno stato paga degli interessi, i quali oscillano in base all'equilibrio economico finanziario del paese.

Il tema del debito pubblico è da anni oggetto di dibattito tra gli economisti, poiché non esiste un'interpretazione universale su come quest'ultimo si generi e su come agisca sulle altre variabili macroeconomiche.

La visione più rivoluzionaria fu introdotta dall'economista britannico John Maynard Keynes con la "*Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*", pubblicata in risposta alla crisi economica del 1929, momento storico in cui il sistema economico aveva bisogno di soluzioni alternative per poter riequilibrare il livello dei consumi e della produzione. Se il pensiero economico

fino a quel momento aveva sostenuto che alla base del mercato ci fosse l'offerta e che quest'ultima generasse domanda, egli introdusse una visione del mercato esattamente contraria a quella che era la convinzione dell'epoca: la domanda di merci stimola la produzione e genera offerta. Secondo la visione Keynesiana, la domanda aggregata proveniente dal mercato, che determina poi il reddito nazionale, è composta dalla somma dei consumi delle famiglie, degli investimenti delle imprese e della spesa dello Stato. Se ci si trova in economia aperta, a questi fattori si aggiungono le relazioni con l'estero, ossia le esportazioni nette. In questa definizione lo Stato assume un ruolo fondamentale, perché, utilizzando la spesa pubblica come strumento fiscale, è in grado di influenzare il livello dei consumi e di conseguenza quello della domanda aggregata di un paese.

Lo Stato, per utilizzare in modo efficace la spesa pubblica, spende più di quanto può permettersi, operando in deficit e generando un saldo negativo nella bilancia dei pagamenti. Tutto ciò viene giustificato da Keynes introducendo il concetto del moltiplicatore del reddito, secondo cui l'intervento dello Stato sarebbe in grado di generare una crescita economica maggiore rispetto all'aumento della spesa pubblica. Il moltiplicatore viene definito come "un processo dinamico innescato da un aumento di domanda esogena, che attiva aggiustamenti della produzione, del reddito e dei consumi; il risultato finale che ne deriva è un nuovo equilibrio nel quale il reddito è aumentato in misura maggiore rispetto all'iniziale aumento di

domanda”<sup>1</sup>. La principale conseguenza dell’effetto moltiplicatore è la crescita della domanda aggregata. Il moltiplicatore Keynesiano dell’investimento pubblico viene considerato un efficace strumento della politica fiscale, per stabilizzare il reddito di equilibrio di breve periodo massimizzando l’occupazione, anche a costo di creare un deficit nelle casse dello stato.

Le teorie macroeconomiche di Keynes hanno ottenuto riscontri positivi, rappresentando soluzioni alternative alle teorie classiche, nonostante presentino alcuni evidenti limiti. Nel suo modello i prezzi, i salari e gli investimenti sono considerati fissi e i tassi di interesse non vengono presi in considerazione.

La più importante critica formulata nei confronti delle teorie keynesiane appartiene all’economista Robert J. Barro, nel suo scritto “*Are Government Bonds Net Wealth?*”. Egli analizza il comportamento dei cittadini privati di fronte a manovre fiscali espansive. Il teorema di Barro afferma che il comportamento dei consumatori non sarebbe influenzato dalla modalità di finanziamento del disavanzo pubblico. Aumentare l’imposizione fiscale ai contribuenti o aumentare il livello del debito pubblico non provocherebbe un effetto consistente sulla domanda aggregata. La concezione di Barro tiene conto del comportamento razionale degli individui; questi ultimi infatti, non vengono illusi dall’emissione di debito pubblico, che sostituisce

---

<sup>1</sup> CELLINI, 2019, *Politica Economica, Introduzione ai modelli fondamentali*, Mc Graw Hill, p. 217

un aumento dell'imposizione fiscale, perché fanno delle scelte di consumo ponderate sulla consapevolezza che esisteranno maggiori imposte future.

Le ipotesi di Barro sono state più volte criticate poiché fondate su condizioni di perfetta informazione e razionalità, le quali nella realtà sono difficilmente raggiungibili a causa delle frequenti asimmetrie informative e il comportamento degli agenti economici non sempre del tutto razionale, che porta a compiere scelte non ottimali.

Le idee riportate da Barro erano già state esposte in precedenza, anche prima degli scritti di Keynes. Le modalità di finanziamento del debito pubblico erano già state analizzate da uno dei massimi esponenti della teoria economica classica, David Ricardo, per questo le osservazioni di Barro vengono anche definite neoricardiane. Il pensiero ricardiano, che riflette l'influenza del pensiero economico classico, afferma che non esiste alcuna differenza tra l'imposizione fiscale e l'accumulo di debito pubblico, poiché quest'ultima situazione si tradurrà in un futuro aumento delle imposte. Questa è la concezione che sta alla base dell'equivalenza Barro-Ricardiana. L'equivalenza presuppone due fondamentali condizioni. La prima, che l'annuncio dell'aumento degli investimenti pubblici o del taglio delle tasse sia dato nello stesso momento dell'opposta manovra futura. La seconda, che i privati tengano conto del vincolo di bilancio nelle loro scelte di consumo.

Come per le ipotesi di Barro, anche in questo caso esistono delle complicità nella realtà. Generalmente i cittadini non sono consapevoli che un aumento di debito pubblico si tradurrà in maggiori imposte future. È possibile quindi che nel breve periodo diminuisca il risparmio e aumentino i consumi. Sul lungo periodo entrano in gioco nuovi fattori, come l'effetto distorsivo delle imposte, che tende a disincentivare il lavoro e la produzione.

Occorre considerare anche i diversi orizzonti temporali dello Stato e dei cittadini, quasi sempre infatti le operazioni di politica economica coinvolgono più di una generazione. Per esempio, diminuire le imposte ad una generazione, potrebbe implicarne l'aumento alle generazioni successive, e questo comporterebbe una contrazione dei consumi futuri. Ecco perché se l'equivalenza Barro-Ricardiana fosse rispettata, avremmo dei livelli di produzione invariati nel tempo; mentre invece accumulo di debito porta nel tempo a contrazioni di domanda e produzione.

## **I.2 DEBITO PUBBLICO E CRESCITA ECONOMICA**

Per studiare il rapporto che intercorre tra debito pubblico e crescita economica occorre innanzitutto definire il significato di quest'ultima. La crescita economica è caratterizzata dall'aumento dei tassi di variazione dei fattori rappresentativi dell'economia di un paese, in particolare il reddito pro capite. La crescita economica, fa parte di un fenomeno molto più ampio che è lo sviluppo economico

di un paese. A definire lo sviluppo economico, oltre alla crescita del reddito pro capite, concorrono tutti quei fenomeni sociali, politici, culturali, oltre che economici, i quali fanno in modo che le condizioni di benessere degli individui e della società migliorino.

Dopo aver chiarito che cosa si intende per crescita economica è logico pensare che possa esistere una relazione tra debito pubblico e crescita economica. Il dibattito in questo ambito nasce dal fatto che sono state nel tempo formulate ipotesi contrastanti riguardanti l'effetto che l'accumulazione di debito provochi sulla crescita.

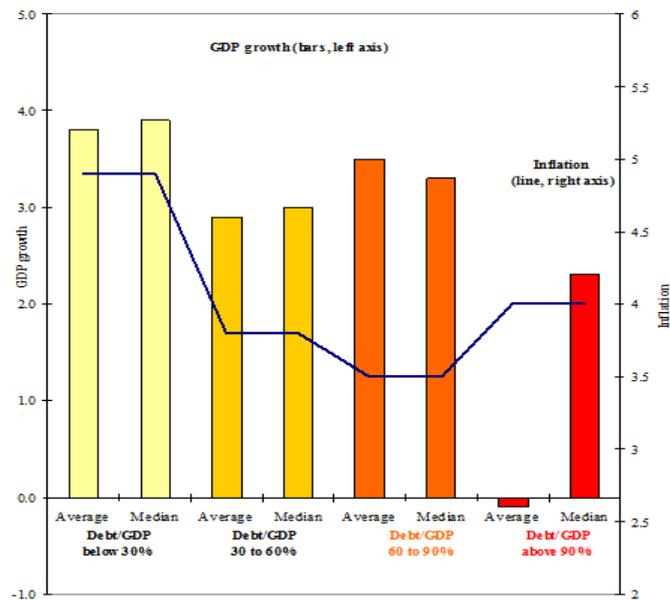
La più influente ricerca appartiene ai due economisti dell'Università di Harvard, Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, i quali riuscirono a dimostrare che debito e crescita sono legati da una relazione inversa, in particolar modo, quando la soglia del debito supera il 90% del prodotto interno lordo. Questa visione venne però confutata nel 2012 da due economisti italiani, Panizza e Presbitero, dimostrando che un alto livello di debito pubblico non provoca un rallentamento della crescita.<sup>2</sup> L'analisi di Reinhart e Rogoff venne effettuata su basi empiriche e su un insieme di dati molto ampio. I due economisti raccolsero dati di numerose economie sviluppate, tenendo conto di un intervallo di tempo di circa 63 anni, dal 1946 al 2009. Dopodiché raggrupparono le osservazioni annuali in quattro diverse

---

<sup>2</sup> PANIZZA, PRESBITERO, 2012, *Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect?*

categorie, in base al rapporto tra debito e PIL. Crearono quattro insiemi in cui il rapporto Debito/PIL era sotto il 30%, compreso tra il 30% e il 60%, tra il 60% e il 90% e quando superava la soglia limite del 90%. Rappresentando queste percentuali e mettendole a confronto con la crescita economica, essi scoprirono che, per le soglie di debito al di sotto del 90%, la correlazione tra il rapporto Debito/PIL e crescita è poco influente, solo nel caso in cui il rapporto Debito/PIL superava il 90%, gli effetti erano diversi. I paesi che presentavano queste condizioni crescevano l'1% in meno rispetto ai gruppi di paesi con minore indebitamento, che non superavano la soglia limite (figura 1).<sup>3</sup>

Figura 1: Debito pubblico, crescita e inflazione nell'eurozona



Fonti: International Monetary Fund, World Economic Outlook, OECD, World Bank, Global Development Finance, Reinhart and Rogoff (2009b)

<sup>3</sup> REINHART, ROGOFF, 2010, *Growth In A Time Of Debt*

Sempre gli stessi autori hanno approfondito ulteriormente la connessione tra debito e crescita. All'interno del loro scritto "*Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800*", essi mettono in evidenza due possibili canali attraverso cui il debito influisce sulla crescita di un paese.

Il primo canale opera su investimenti e risparmio dei privati. Se il debito pubblico è molto elevato, i fondi di investimento disponibili vengono assorbiti e gli investimenti privati si riducono. Allo stesso tempo, il governo potrebbe agire per ridurre l'onere di un elevato debito pubblico, aumentando le imposte; questo causerebbe squilibri finanziari, i quali andrebbero a scoraggiare ulteriori investimenti.

Il secondo canale, secondo Reinhart e Rogoff, opera sui tassi di interesse legati al debito. Alti livelli di debito pubblico provocano incertezza riguardo il pagamento dell'intero ammontare da parte dello Stato, per cui il premio al rischio si alza e anche i tassi di interesse a lungo termine, i quali hanno effetti negativi su investimenti, consumo e qualsiasi altro settore influenzato dalla variazione dei tassi di interesse sul lungo periodo.

Per i governi, è fondamentale capire se alti livelli di debito abbiano effettivamente conseguenze negative sulla crescita. Occorre quindi analizzare il problema da più punti di vista. Stando a quanto affermato dai due economisti italiani, Panizza e Presbitero, nel loro paper "*Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal*

*Effect?*”, è innegabile ammettere che esista una correlazione tra livello di debito di un paese e tasso di crescita. Essi però ribaltano la prospettiva fornita da Reinhart e Rogoff, dimostrando che non esiste necessariamente un legame di causalità tra i due fattori. È possibile, cioè, che sia il lento tasso di crescita dell’economia a generare alti livelli di debito pubblico. Ciò può accadere quando un governo con un già elevato livello di debito, per dare segnali positivi agli investitori, inizia ad applicare politiche restrittive, creando un regime di austerità. Questa condizione non può però perdurare, perché i paesi non possono sostenere qualsiasi livello di indebitamento, anche se questo fosse una conseguenza della lenta crescita economica. Occorre comunque mantenere il livello del debito entro una certa soglia o quest’ultimo diverrà insostenibile. Panizza e Presbitero dimostrano come la crescita della maggior parte delle economie avanzate non sia influenzata dallo stock di debito esistente, il quale rimane al di sotto della soglia limite.

## **II. SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO**

### **II.1 CONDIZIONI DI SOSTENIBILITÀ**

Il momento in cui un paese diventa intollerante al debito è molto difficile da stabilire, poiché non esiste un valore univoco che rappresenti la soglia di debito da non superare. L’intolleranza al debito viene calcolata a partire dall’analisi della

storia economica di ciascun paese, dovrebbero essere presi in considerazione tutti gli eventi e le situazioni che hanno generato ingenti sbalzi di debito pubblico o addirittura defaults, come per esempio crisi finanziarie o economiche, guerre, disordini interni. Tutte le informazioni che si ottengono tramite il calcolo della soglia di intolleranza sono importanti, per poter stabilire delle specifiche condizioni di sostenibilità del debito pubblico. Quando si parla di sostenibilità, si intende quella situazione in cui la spesa pubblica, finanziata tramite il ricorso all'indebitamento, genera una crescita economica con un tasso più elevato, o al minimo uguale, rispetto al tasso di interesse riconosciuto sui titoli di stato.

Ciò che conta non è soltanto lo stock di debito pubblico, ma il rapporto che ha quest'ultimo con il PIL nominale. In termini analitici il rapporto tra questi due elementi, importante indicatore di sostenibilità, viene presentato come  $b = B/(p*y)$ . Per uno stato, creare debito, significa legarsi principalmente a due tipi di vincoli, liquidità e solvibilità. Il primo vincolo costringe il governo a generare flussi di cassa per poter ripagare le somme prese a prestito. Il secondo vincolo rappresenta la capacità di uno stato di pagare gli interessi e liquidare il debito ai detentori. In un'ottica di lungo periodo, è proprio il requisito della solvibilità ad influenzare la sostenibilità del debito pubblico.

L'importanza degli interessi pagati sul debito viene percepita anche considerando la forma analitica del vincolo di bilancio di un governo che risulta essere:  $D_t = rB + (G - T)$ . Immaginando che le banche non monetizzino il debito, il deficit di bilancio  $D_t$ , anche inteso come la variazione del debito nel tempo, è la somma tra il tasso di interesse medio pagato sullo stock di debito pregresso e il valore della differenza tra spesa pubblica e imposizione fiscale ( $G - T$ ). Se il risultato di ( $G - T$ ) è positivo, ci si trova di fronte ad un disavanzo primario, se la differenza origina un valore negativo, si tratta di un avanzo primario, ossia nelle casse dello stato ci sono più entrate che uscite.

Il valore dell'avanzo o del disavanzo primario in sé non può essere interpretato come indicatore della sostenibilità del debito. Esso certamente fornisce informazioni sulle condizioni finanziarie di uno stato nel breve periodo, mentre sul medio e lungo periodo va ad influenzare la variazione percentuale del rapporto debito/PIL. La politica economica fa largamente uso della variazione percentuale di questo rapporto. A partire dalla formula originaria  $b = B/(p*y)$ , dopo alcune formulazioni matematiche che tengono conto del vincolo di bilancio dello stato, il tasso di variazione percentuale si presenta come  $\Delta b/b = [(G - T) / B] + r - g$ . Da questa formula si evincono alcuni concetti fondamentali per lo studio della sostenibilità del debito. Il rapporto debito/PIL aumenta quando il deficit primario e

i tassi di interesse reali crescono, mentre si riduce a seguito di un incremento del tasso di crescita dell'economia.

Quando esiste un disavanzo primario, un governo, spende più di quanto incassa. A seguito di ciò si originano due tipi di situazioni diverse. La prima, in cui il tasso di crescita del PIL rimane inferiore rispetto al tasso di interesse pagato sul debito, la seconda, in cui il valore del tasso di crescita oltrepassa quello del tasso di interesse. Il primo è il caso più sfavorevole all'interno del quale uno stato può ritrovarsi, poiché significa che si stanno acquisendo risorse per poter finanziare investimenti pubblici, ma quest'ultimi non generano una crescita sufficientemente elevata dell'economia, per cui i costi legati all'indebitamento non riusciranno ad essere coperti. È possibile che la conseguenza di tutto ciò possa essere, nei casi più estremi, il default. Avendo già un debito pubblico positivo, se l'andamento economico non migliora, si è costretti ad indebitarsi ulteriormente anche soltanto per poter liquidare gli interessi sul debito pregresso. In poco tempo il debito diverrà insostenibile, gli interessi aumenteranno a dismisura, a causa dell'alto rischio di insolvenza del paese e il rapporto debito/PIL diventerebbe troppo elevato da poter correggere, indipendentemente dal valore che aveva all'inizio.

Nel secondo caso, il tasso di crescita economica è maggiore del tasso di interesse, le risorse finanziarie ricevute a prestito agiscono positivamente sulla crescita e i

ricavi sono sufficientemente alti da poter coprire i costi dell'indebitamento. Agli occhi degli investitori nazionali ed internazionali questa è un'ottima situazione, poiché essi sono incoraggiati a fornire, in caso di necessità, ulteriori capitali, con accessibili tassi di interesse. Pur essendo in presenza di un disavanzo, il debito può essere definito sostenibile, in quanto il rapporto debito/PIL diventerà stabile: il livello di indebitamento può aumentare, purché aumenti anche la produttività del paese. Se il valore iniziale di debito era molto elevato, il rapporto debito/PIL impiegherà più tempo per stabilizzarsi, ma non esploderà.

È importante analizzare altri due tipi di circostanze. Quando un governo applica politiche fiscali restrittive, aumentando l'imposizione fiscale o tagliando la spesa pubblica, genera flussi in entrata di maggiore entità rispetto ai flussi in uscita, che costituiscono un avanzo primario. Quest'ultimo va sempre comparato con la relazione esistente fra crescita del PIL e crescita dei tassi di interesse.

La migliore condizione in assoluto in cui un paese può trovarsi è quella in cui l'avanzo primario è accompagnato da una importante crescita del PIL rispetto ai tassi di interesse. Il rapporto debito/PIL diminuirà e farà in modo che il livello di indebitamento sia più che sostenibile. Se queste condizioni permangono, è possibile che il valore del debito diventi negativo, portando lo stato a non avere più obblighi nei confronti dei creditori.

In presenza di avanzo primario e contemporaneamente una crescita del PIL inferiore alla crescita dei costi del debito è molto difficile che uno stato riesca a generare un equilibrio economico stabile. Dipende tutto dal valore dello stock di debito che è stato contratto in precedenza, se il debito pregresso è di lieve entità e l'avanzo primario sufficientemente alto, il rapporto debito/PIL diminuirà. Il debito potrà essere controllato, ma in ogni caso non verrà raggiunta la stabilità in quanto l'economia non cresce ad un tasso sufficientemente elevato. Nel caso in cui, invece, il precedente livello di indebitamento risulti essere già molto elevato, nonostante un avanzo nelle casse dello stato, il debito rischia di diventare incontrollato, perché il tasso di crescita non incrementa e il rapporto debito/PIL non si stabilizza.

L'unica soluzione a cui un paese deve affidarsi in questa circostanza, è l'applicazione di politiche fiscali molto più restrittive, che possano generare significativi flussi in entrata. Tutto ciò verrà ricompensato da un incremento dell'avanzo primario e da un minore rapporto debito/PIL, come risultato della riduzione del rischio di insolvenza legato al paese e una riduzione dei tassi di interesse.

Effettuato questo tipo di analisi si deduce che la sostenibilità del debito pubblico è direttamente collegata alle politiche di bilancio e più in generale all'attività economica di un paese. Esiste un'ulteriore variabile che va presa in considerazione, oltre al tasso di interesse e al tasso di crescita, per poter analizzare gli effetti reali

che l'emissione di debito produce all'interno di un'economia. Il vincolo di fiscal balance viene influenzato anche dal tasso di inflazione. L'inflazione viene descritta come un aumento costante dei prezzi, calcolato in un intervallo di tempo ben definito.

Ragionando in termini macroeconomici, quando il tasso di inflazione è positivo, genera dei costi all'intero sistema economico, poiché modifica il potere di acquisto della collettività. Si può però considerare il suo ruolo nell'andamento del tasso di variazione debito/PIL, che può essere rappresentato anche con la seguente formula  $\Delta b/b = \Delta B/B - \Delta p/p - \Delta Y/Y$ , dove  $\Delta B/B$  è la variazione del debito,  $\Delta p/p$  è il tasso di inflazione e  $\Delta Y/Y$  il tasso di crescita. Per far sì che il rapporto debito/PIL sia sostenibile, un paese deve riuscire ad ottenere un tasso di variazione negativo,  $\Delta b/b < 0$ , che equivale a  $\Delta B/B < \Delta p/p + \Delta Y/Y$ . Un tasso di inflazione che si mantiene consistente per un lungo periodo, ha un'influenza importante nel ridimensionamento del rapporto debito/PIL. Se l'inflazione inattesa aumenta, al momento del rimborso, i creditori dello stato si troveranno a possedere titoli di debito con un minor valore rispetto al tempo in cui questo era stato emesso.

Le origini di un aumento dell'inflazione risalgono quasi sempre ad interventi di espansione monetaria effettuati dalla BCE. Gli accomodamenti monetari possono essere quindi vantaggiosi per i paesi molto indebitati, che vedranno contrarre il loro rapporto debito/PIL, in quanto si ridurrà il valore reale del debito emesso. Occorre

notare però che il tasso di inflazione non può sul lungo periodo crescere a dismisura, perché nascerebbero delle inefficienze che influenzerebbero negativamente la crescita del PIL e l'oscillazione del tasso di interesse nominale, che è costituito dalla somma fra il tasso di inflazione e il tasso di interesse reale. Viene definito per cui un obiettivo ben preciso dal Consiglio direttivo della BCE: mantenere il livello di inflazione nell'eurozona prossimo al 2% nel medio periodo per limitare le conseguenze negative che un suo aumento può comportare all'interno dell'economia, come l'oscillazione dei prezzi o effetti inaspettati di redistribuzione del reddito.

## **II.2 EQUILIBRIO MACROECONOMICO**

Esistono diversi fattori che concorrono ad originare l'equilibrio macroeconomico. Generalmente, nei modelli macroeconomici, la condizione di equilibrio è definita come la combinazione ottimale di due principali mercati: il mercato dei beni e il mercato della moneta. Il mercato dei beni è costituito da consumi, investimenti, spesa pubblica, i quali influenzano variabili come reddito e domanda aggregata. Il mercato della moneta è rappresentato invece dall'oscillazione della domanda di moneta e dell'offerta di moneta.

Ragionando in termini di economia aperta, in cui le scelte degli agenti economici di diversi paesi sono interdipendenti, per l'analisi delle condizioni di equilibrio macroeconomico, occorre introdurre la bilancia dei pagamenti. Uno stato che si

trova in economia aperta, come per esempio tutti gli stati membri dell'Unione Europea, deve riuscire a combinare il proprio equilibrio interno con l'equilibrio esterno, influenzato dal rapporto che ha con altri stati. La bilancia dei pagamenti può avere un saldo negativo o positivo, determinato da tutti gli scambi commerciali internazionali e dai flussi di capitali finanziari dall'esterno all'interno del paese e viceversa. Le politiche di bilancio dei governi, quindi, sono influenzate anche da variabili esterne, visto il fatto che ci si trova all'interno di un'area economica più ampia.

Dalle considerazioni fatte dall'economista keynesiano Sergio Steve, all'interno dei suoi scritti, si evince che più è sviluppata e dinamica l'area economico-finanziaria in cui si trovano i paesi, più sono efficaci le politiche di bilancio volte a sviluppare l'economia e a stabilizzare il debito pubblico. Dal suo punto di vista, uno stato può riuscire a mantenere l'equilibrio finanziario anche generando importanti disavanzi, grazie al fatto di appartenere ad un'area monetaria unica ed integrata<sup>4</sup>. Il concetto di sostenibilità del debito pubblico è sempre stato però da Steve leggermente sottovalutato, poiché al giorno d'oggi sono molte le variabili in gioco che rischiano di rendere l'unione monetaria non ottimale.

---

<sup>4</sup> STEVE, 1976, *Lezioni di scienza delle finanze*, edizioni Cedam, p.159 – 1996, *Scritti Vari*, Ciriec, p.408

La prima osservazione, basandosi su quanto esposto da De Grawe e Krugman, è che, un paese, indebitandosi, dovrebbe avere il totale controllo della moneta con la quale emette debito<sup>5</sup>. Ciò non avviene sicuramente nelle economie in via di sviluppo, che sono incentivate ad indebitarsi in valuta straniera. È stato dimostrato, inoltre, che anche negli stati meridionali europei, il controllo delle politiche monetarie è molto difficile, principalmente a causa degli alti tassi di interesse applicati sui titoli dei paesi a più alto rischio di insolvenza.

Esistono altri due punti deboli che non permettono all'Europa di essere considerata un'area monetaria ottimale. Il primo è la scarsa mobilità del lavoro, causata in particolar modo dalle marcate differenze socioculturali fra paesi europei. Il secondo è l'assenza di manovre fiscali comuni, che permetterebbero di gestire al meglio l'allocazione di risorse in presenza di shock negativi dell'economia.

Sempre Krugman individua un'altra limitazione, molto presente all'interno dell'UE, ossia l'assenza di adeguate garanzie sulle somme detenute a deposito dalle banche dei paesi finanziariamente più in difficoltà. Nei casi di Grecia, Irlanda, Portogallo, la recente crisi economica ha dimostrato ciò: non esisteva fiducia nei confronti delle banche dei paesi in crisi, il sistema di garanzie risultava compromesso e l'accesso al credito diventò sempre più complicato. Si può

---

<sup>5</sup> DE GRAWE, 2011, *The Governance of a Fragile Eurozone* – KRUGMAN, 2012, *Revenge of the Optimum Currency Area*

affermare perciò che “la creazione di una unione monetaria non ottimale costituisce un problema sia per la risoluzione degli squilibri macroeconomici degli stati membri, che per la sostenibilità del loro debito pubblico”.<sup>6</sup>

Le istituzioni europee stanno comunque lavorando per migliorare il processo di integrazione economica e monetaria tra gli stati facenti parte dell’UE. A seguito della crisi finanziaria dello scorso decennio, è stata istituita la “*Macroeconomic Imbalance Procedure*”, una procedura di monitoraggio annuale che ha lo scopo di prevenire o limitare gli squilibri macroeconomici all’interno dell’unione. La sua costituzione deriva dal fatto che le azioni dei singoli stati si ripercuotono su tutti gli altri stati membri; è necessario quindi avere un controllo sovranazionale per correggere sul nascere eventuali squilibri finanziari, che possano compromettere il processo di creazione di un’unica area economico monetaria. La MIP ha come obiettivo principale la stabilità macroeconomica di lungo periodo e fa uso di diversi criteri di valutazione che permettono di analizzare le tendenze future dei paesi, in termini di sostenibilità, crescita, occupazione e individuare quelle che rischiano di compromettere la stabilità nazionale, ma soprattutto internazionale.

---

<sup>6</sup> TEOBALDELLI, 2018, *Debito pubblico ed equilibrio macroeconomico*, p. 11

### **III. CRISI DEL DEBITO NELL'EUROZONA**

#### **III.1 ORIGINI DEL DEBITO SOVRANO**

Il debito pubblico viene spesso definito anche debito sovrano, questa connotazione nacque prima dell'età moderna, quando la concezione alla base del rapporto fra creditori e debitori era molto superficiale. Il concetto di debito pubblico veniva direttamente collegato alle decisioni dei rappresentanti degli stati, detti appunto sovrani, e non coinvolgeva in nessun modo altri soggetti economici. Si pensava quindi che fosse lo stato a creare debito nei confronti di altri stati e che sempre quest'ultimo avesse l'onere di ripagarlo.

Quest'ultima interpretazione può, a linee generali, essere considerata tutt'ora corretta, ma la letteratura economica dell'ultimo secolo dimostra che la situazione è molto più complicata di così. La presenza di istituti bancari che iniziarono ad agire come intermediari finanziari e l'ampliamento dell'insieme dei creditori, che non risultarono più essere solamente i governi ed i rappresentanti degli stati, hanno fatto sì che il debito sovrano divenisse un fenomeno economico finanziario a sé stante, rappresentato da un mercato ufficiale riconosciuto a livello globale.

È interessante quindi capire quali siano i presupposti che permettono al mercato del debito sovrano di esistere e che rapporto intercorre oggi fra prestatori e debitori. Il

debito pubblico presenta molte analogie con il debito societario, a differenza che, a favore di quest'ultimo, sono applicate rigide modalità di restituzione. Le conseguenze di un'insolvenza del debito sovrano sembrerebbero meno esplicite e molto più moderate.

Basandosi su queste osservazioni diverse sono le teorie che cercano di spiegare quali siano i fattori che, nella maggior parte dei casi, incentivano il rimborso del debito pubblico e permettono al mercato di rimanere stabile.

Secondo quanto esposto da Eaton e Gersovitz, l'arma più potente per i creditori risulta essere la minaccia di esclusione futura dal credito per i paesi insolventi<sup>7</sup>. Tutto ciò funzionerebbe però se l'unica soluzione dei paesi per contrastare crisi economiche fosse il ricorso al prestito internazionale. Nella realtà però questa soluzione rischia di essere piuttosto inefficace. Molti stati si indebitano per generare crescita economica, ma le modalità di reperimento delle risorse sono molteplici, come investimenti esteri da utilizzare nel momento del bisogno o acquisto di assicurazioni.

Un'ulteriore minaccia che permetterebbe al mercato del debito sovrano di esistere sarebbero le sanzioni imposte al debitore insolvente, ma queste funzionerebbero solamente se, oltre che influenzare negativamente il debitore, fossero anche

---

<sup>7</sup> EATON, JERSONVITZ, 1981, *Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis*, Review of Economic Studies, 48(2): p.289-309.

vantaggiose per il creditore. L'evidenza empirica ha però dimostrato che generalmente, in un'area economica integrata, imposizioni dirette conseguenti ad un'insolvenza generano effetti negativi sui debitori, ma anche nei confronti dei prestatori.

Più di recente sono state esposte ulteriori interpretazioni del mercato del debito. Kletzer e Wright rivedono l'ipotesi di esclusione dal mercato. Essi affermano che il mancato pagamento da parte di un paese debitore, potrebbe creare situazioni peggiori nel caso in cui a quest'ultimo fosse permesso rinegoziare all'interno del mercato, con vincoli fiscali molto più svantaggiosi rispetto a quelli applicati in precedenza, piuttosto che se esso fosse escluso dal mercato, costringendolo a cercare fonti di finanziamento alternative<sup>8</sup>.

Esiste una scuola di pensiero ulteriore, la quale ritiene che i fattori che spingono un paese a saldare i propri debiti non arrivino dall'esterno, in modo diretto o indiretto, ma risiedano nella consapevolezza di un governo che essere insolventi significhi generare gravi ripercussioni all'interno del sistema economico finanziario nazionale. Ogni paese possiede una determinata reputazione a livello internazionale che influenza la fiducia da parte dei creditori nell'investire capitali nelle varie

---

<sup>8</sup> KLETZER, WRIGHT, 2000, *Sovereign Debt as Intertemporal Barter*, American Economic Review, 90(3): 621-39.

economie. Nel momento in cui viene a mancare una buona reputazione, per esempio a seguito di un calo della produttività o politiche di austerità, i vincoli contrattuali saranno molto più restrittivi e svantaggiosi.

Occorre infine considerare che il rischio di insolvenza cambia a seconda del tipo di creditori coinvolti. Questi ultimi vengono per semplicità distinti in creditori nazionali e internazionali. I creditori nazionali sono tutti i cittadini e gli operatori che acquistano titoli di debito del proprio paese tramite il mercato secondario. Secondo uno studio effettuato da Broner, Martin e Ventura, l'esistenza di un mercato secondario dei titoli è essenziale per limitare il rischio sovrano di insolvenza di un paese indebitato<sup>9</sup>. Successivamente all'emissione di nuovi titoli di debito nel mercato primario, i finanziatori hanno l'opportunità di liquidare le obbligazioni già in circolazione ad una vasta platea di investitori rappresentata dai residenti nazionali, per cui il debito ha più possibilità di essere ripagato, senza necessariamente introdurre sanzioni o minacce.

---

<sup>9</sup> BRONER, MARTIN, VENTURA, 2006, *Sovereign Risk and Secondary Markets*, National Bureau of Economic Research Working Paper 12783

### **III.2 CRISI DEL DEBITO SOVRANO NELL'EUROZONA**

La crisi del debito nell'eurozona è stato un fenomeno significativamente importante per poter comprendere quanto le azioni dei paesi appartenenti ad una stessa area economico finanziaria siano interdipendenti. Le origini di questa crisi risalgono ad un'altra crisi, che si è sviluppata negli Stati Uniti, la cosiddetta crisi dei muti subprime.

A partire dal 2006 si generò una bolla speculativa causata dalla circolazione di titoli finanziari "tossici", legati a mutui di difficile rimborso concessi senza adeguate garanzie, che coinvolse molti istituti di credito americani. Il settore bancario americano a seguito della crisi dei mutui subprime, risultò estremamente compromesso, perché tutti coloro che avevano acquistato strumenti finanziari con un valore praticamente nullo, vista l'impossibilità di liquidarli all'interno del mercato, chiesero di essere rimborsati. Fu così che i maggiori istituti bancari iniziarono a collassare, non avendo a disposizione un così alto livello di liquidità. Il simbolo per eccellenza della crisi americana fu riconosciuto nel fallimento della banca Lehman Brothers, una delle colonne portanti del mondo finanziario statunitense. La caduta di un istituto che fino a quel momento aveva rappresentato solidità e sicurezza scosse ulteriormente il sistema bancario, portando ad una riduzione dei fondi a tutela dei correntisti e un rialzo dei tassi di interesse.

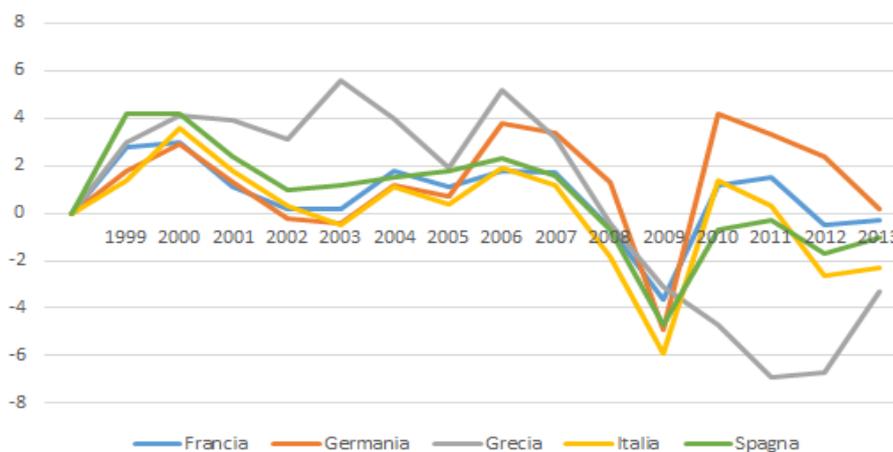
La crisi finanziaria che si sviluppò non rimase circoscritta in territorio americano ma si diffuse anche oltremare, coinvolgendo l'eurozona e tutti gli altri paesi che detenevano relazioni finanziarie con gli USA. La situazione negativa delle banche americane e il crollo del mercato azionario influenzarono, a seguito di un alto grado di interdipendenza, anche le banche della zona Euro, le quali cambiarono atteggiamento nei confronti di imprese e famiglie, riducendo drasticamente l'emissione di credito. Tutto ciò portò ad un cambiamento delle aspettative e delle decisioni di consumo e di investimento dei privati, trasformando la crisi finanziaria importata, in una crisi che colpì duramente anche l'economia. Nel 2009 la maggior parte degli istituti europei a rischio fallimento vennero salvati grazie ad interventi di finanza pubblica, i quali generarono grandi squilibri nelle economie dell'eurozona. Gli anni successivi i tassi di crescita rallentarono drasticamente, le variazioni del PIL divennero negative.

Al momento dell'esplosione della crisi in Europa, i paesi membri presentavano condizioni finanziarie molto differenti. L'eurozona era divisa in due macro-gruppi, gli stati più solidi in termini di conti pubblici, costituivano la parte definita "*core*" dell'UE. Per questi paesi, dotati di una certa solidità finanziaria, le conseguenze furono meno nefaste. Basti pensare alla Germania, che nel 2010 vedeva il proprio debito pubblico gravitare intorno all'84% del PIL, mentre le analisi relative ad altri paesi rivelavano informazioni ben più allarmanti. Gli stati geograficamente più

periferici come Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna, i cosiddetti *PIIGS*, vennero colpiti fortemente, poiché erano quelli che prima della crisi presentavano già un equilibrio finanziario molto incerto, a seguito di ripetuti deficit di bilancio ed incrementi sproporzionati di debito pubblico. I tassi di interesse legati ai titoli di stato di questi paesi si alzarono improvvisamente, proprio a causa dei forti squilibri interni che mettevano a dura prova la fiducia degli investitori internazionali.

La crisi del debito sovrano ebbe il suo culmine quando i tassi di interesse legati a titoli emessi del governo greco subirono un incremento incontrollato, riflettendosi sulla già disastrosa finanza pubblica del paese, che divenne ancora più insostenibile. Il PIL di Atene arrivò a toccare un tasso di crescita del -7% nel 2011 (figura 2). La

Figura 2: Andamento del tasso di crescita del PIL 1990-2013



Fonti: Eurostat and WB

Grecia necessitò di due operazioni di salvataggio da parte delle istituzioni europee per sanare i propri bilanci, accompagnando la ristrutturazione di un debito pubblico esploso a politiche fiscali fortemente restrittive. Dopo anni di recessione, rivolte sociali e disoccupazione, l'economia greca registrò un andamento positivo, solamente nel 2014, con un tasso di crescita superiore allo zero per la prima volta dallo scoppio della crisi.

Gli effetti della crisi in Grecia rimbalzarono in poco tempo su altri stati quali Portogallo, Spagna, Irlanda e Italia. L'unica che riuscì ad attuare una ripresa economica in poco tempo fu l'Irlanda, che nel 2013 confermò di non necessitare più di aiuti sovranazionali.

Con particolare attenzione all'Italia, la sua situazione risultò essere meno grave rispetto ad altri paesi vittime della crisi. Il deficit di bilancio italiano risultava già negativo nei periodi precedenti alla crisi, ma comunque inferiore ad altri deficit degli stati più periferici. Inoltre, dal 2011 in poi, il governo italiano si applicò per ridurre la percentuale di indebitamento estero, andando ad arginare le numerose speculazioni che avvenivano a livello internazionale sul debito italiano. Il tasso di interesse legato ai Buoni del Tesoro Poliennali (Btp) italiani in quell'anno, raggiunse il livello del 7%; un valore che rendeva molto difficile affrontare i costi legati all'indebitamento. Per poter arginare gli effetti negativi della crisi di debito e

ridurre il deficit di bilancio, l'Italia fu oggetto di politiche largamente restrittive, emanate dal governo tecnico rappresentato dal premier Mario Monti.

Durante la crisi del debito sovrano le istituzioni sovranazionali europee ebbero un ruolo essenziale per la ripresa degli stati membri. L'insieme dei prestatori ufficiali era composto dall'Unione Europea (UE), la Banca Centrale Europea (BCE) ed il Fondo Monetario Internazionale (FMI). A partire dal 2010 vennero approvati diversi piani di salvataggio, che prevedevano l'erogazione di ingenti prestiti, in termini di miliardi di euro, alle banche dell'eurozona, in particolare a quelle dei paesi più in crisi. All'inizio, lo scopo degli interventi della BCE era fornire un adeguato livello di liquidità, che permettesse alle banche di continuare la loro attività. Gli istituti bancari in Europa detenevano numerosi titoli di stato deteriorati legati a garanzie pubbliche ormai quasi inesistenti e piuttosto che svendere tali titoli all'interno del mercato, ricevettero finanziamenti a tasso fisso da parte della Banca Centrale. I piani di salvataggio furono inevitabili, perché il dissesto del settore bancario si stava trasmettendo anche all'economia reale. Non venivano erogati più crediti a privati, il fenomeno del credit crunch stava diventando sempre più influente, le condizioni per nuovi finanziamenti diventarono talmente proibitive da indurre imprese e famiglie a rinunciare all'operazione.

La gravità della situazione venne anche analizzata dal punto di vista dello spread, il differenziale di rendimento fra titoli di stato a dieci anni tedeschi, considerati più forti, e i titoli di stato degli altri paesi europei. Il tasso di interesse legato a questi titoli rappresenta una remunerazione per gli investitori. Più un'economia è instabile, più deve essere alto il rendimento dei titoli emessi, per consentire un'adeguata remunerazione al soggetto che si assume un alto rischio legato al proprio investimento all'interno di quella economia. Quando si alza lo spread, significa che uno stato non ha la fiducia dei mercati, perciò l'emissione di nuovo debito avrà un'onerosità crescente. Per esempio, se nel 2011 lo spread fra titoli italiani e quelli tedeschi superava di gran lunga i 500 punti base, significava che la differenza dei rendimenti risultava essere maggiore del 5%.

Col passare degli anni le operazioni della BCE si fecero sempre più influenti, poiché occorreva un'ingente quantità di moneta all'interno del sistema. All'interno dei mercati iniziò a diffondersi l'idea che l'UE sarebbe crollata. Per evitare ciò, nel 2012, vennero attuate delle operazioni monetarie definitive (OMT) con lo scopo di acquistare senza alcun limite titoli pubblici a breve termine, generalmente con scadenza massima fino a 3 anni, all'interno del mercato secondario, per massimizzare l'efficacia delle politiche monetarie attuate dai governi in crisi.

Un'evoluzione delle OMT si ebbe nel 2015 con il *Quantitative easing*, un'operazione di salvataggio che non coinvolse solamente le economie europee in difficoltà, bensì tutti i paesi europei. Il *Quantitative easing* rappresenta, ancora oggi, una politica estremamente espansiva, perché prevede un acquisto illimitato di titoli pubblici da parte della BCE e quindi un'ampia diffusione di risorse monetarie in tutta la zona Euro. Con l'acquisto di titoli di stato da parte della BCE, aumenta la quantità di moneta in circolazione e i tassi di interesse si abbassano automaticamente. In questo modo le banche sono più incentivate a concedere prestiti, avendo meno impedimenti in termini di liquidità. Questa operazione fu salvifica per gli stati europei più colpiti dalla crisi del debito sovrano, tra cui l'Italia, perché limitò di molto la spesa legata all'emissione di nuovo debito e permise l'applicazione di nuove politiche da parte dei governi per una ripresa economica generalizzata.

### **III.3 DEBITO PUBBLICO E DEFAULT**

Il default è un fenomeno tutt'altro che remoto all'interno del sistema economico odierno. Il fallimento dello stato si verifica quando quest'ultimo non è più in grado di adempiere gli obblighi contrattuali assunti nei confronti dei creditori, a seguito di ingenti deficit di cassa. Esso genera conseguenze disastrose a livello interno,

coinvolgendo cittadini e imprese, e a livello internazionale, influenzando i mercati e tutti i prestatori esteri.

Generalmente si utilizza il termine default per indicare l'insolvenza di uno stato, questa però viene distinta a seconda delle caratteristiche che possiede. L'insolvenza più grave è quella sostanziale, in cui uno stato si dichiara totalmente inadempiente nei confronti di qualsiasi tipo di debito. Esiste poi una forma più lieve di insolvenza, detta formale, in cui un paese risulta essere parzialmente insolvente e ciò comporta una rinegoziazione dei parametri legati al credito assunto. Un'ulteriore tipologia di default è stata identificata da una delle più importanti agenzie di rating al mondo, la Standard and Poor's Corporation, che coniò il termine "default selettivo". Questo si verifica quando un paese si dichiara insolvente solamente su un determinato tipo di obbligazioni, continuando a rispettare i vincoli contrattuali vigenti su altri titoli o classi di titoli emessi.

La prima considerazione da tenere a mente è che ogni paese ha una propria situazione economica ed una propria reputazione all'interno del mercato del debito. Nonostante ciò, diversi economisti si sono impegnati ad analizzare le cause che si celano più frequentemente dietro le dichiarazioni di fallimento degli stati.

È stato dimostrato che esiste un legame tra la probabilità di default e l'andamento della produzione dei paesi, ciò spiega perché durante i periodi di crisi o di

contrazione del PIL, i paesi arrivino a pagare tassi di interesse elevatissimi. L'esistenza di questa relazione è innegabile, ma nel corso del tempo l'evidenza empirica ha mostrato che la contrazione della produzione non è il fattore che più in assoluto conduce al default. Nel 2007, i due economisti Tomz e Wright all'interno del loro paper "*Do countries default in bad times?*", hanno infatti rilevato che solamente il 62% dei default che si erano verificato fino a quel momento dipendevano da un cattivo andamento della produzione.<sup>10</sup> Mentre le previsioni di uno studio precedente riportavano una percentuale superiore all'85%.

Alle condizioni economiche interne si vanno ad aggiungere tutte le fluttuazioni del mercato internazionale. Le contrazioni e le espansioni del mercato determinate dal sentiment degli operatori hanno un ruolo determinante nella gestione del debito pubblico e nelle politiche economiche dei governi. Se una situazione internazionale complicata costringesse un paese ad indebitarsi a condizioni proibitive, quest'ultimo preferirebbe il default. È proprio ciò che è successo in Grecia durante la crisi del 2009, le agenzie di rating ridussero enormemente il merito creditizio del paese, allarmando gli investitori internazionali e rendendo praticamente impossibile l'ottenimento di fondi per un salvataggio dell'economia.

---

<sup>10</sup> TOMZ, WRIGHT, 2007, *Do countries default in bad times?*, Oxford University Press

Esiste un'altra teoria secondo la quale il fallimento di uno stato sarebbe causato essenzialmente da una condizione di sovraindebitamento. Con il sovraindebitamento si analizza il problema da un punto di vista opposto, ossia ad un paese non vengono ridotti i prestiti, ma di fatto ad esso viene concesso troppo, fino al punto in cui non è più in grado di rimborsare il debito.

Molto spesso, il sovraindebitamento viene originato da asimmetrie informative tra le parti, le quali conducono i prestatori a concedere risorse più facilmente di quanto dovrebbe essere, trascurando particolari importanti circa l'equilibrio finanziario del debitore.

Un'altra causa legata al sovraindebitamento viene riconosciuta nell'azzardo morale post-contrattuale. Gli operatori economici sono incentivati a finanziare governi a rischio, perché in caso di andamenti positivi, il guadagno sarebbe maggiore, in caso di crisi, le conseguenze sarebbero distribuite al sistema collettivo o comunque non ricadrebbero solamente sul prestatore.

Diverse sono le interpretazioni date al fenomeno del default e tutt'ora il dibattito è ancora aperto. Ciò di cui si è certi è che, nonostante esistano prestatori di ultima istanza e istituzioni sovranazionali, esso non si presenta come una soluzione o un pericolo poi così distante dalla realtà e le crisi economiche dell'ultimo secolo lo hanno dimostrato.

## CONCLUSIONE

A partire dalle interpretazioni di Keynes sul debito pubblico, col passare del tempo è iniziato a cambiare il rapporto fra indebitamento e sviluppo economico. Si è iniziata a diffondere l'idea che un paese avesse bisogno di emettere debito, per migliorare la propria situazione economica, sempre però creando delle specifiche condizioni per poter mantenere quest'ultimo ad un livello sostenibile. La sostenibilità del debito pubblico, oltre che da fattori interni, dipende in gran parte dalle relazioni estere che un paese mantiene all'interno di una stessa area economico monetaria.

Fondamentale è anche il ruolo delle istituzioni sovranazionali, le quali, in particolar modo in un contesto europeo, hanno l'opportunità di influenzare la gestione del debito pubblico e modificare le sorti dei paesi membri, come è stato dimostrato durante la crisi del debito sovrano.

Con l'avvento di nuove sfide di carattere economico, sociale, politico, i singoli stati europei hanno sempre meno occasioni per potersi affermare a livello globale. Essi necessitano per cui di una *leadership* ben radicata, quale è l'Unione Europea, che li rappresenti e che fornisca i giusti strumenti per poter affrontare ogni tipo di cambiamento, trasmettendo fiducia, sicurezza e speranza per il futuro.

## Bibliografia

- BRONER F., MARTIN A., VENTURA J., 2006, "Sovereign Risk and Secondary Markets." National Bureau of Economic Research Working Paper
- BARRO R. J., 1974, "Are government bonds net wealth?", *Journal of Political Economy* 82(6): 1095-1117
- CELLINI R., 2019, *Politica economica. Introduzione ai modelli fondamentali*, Milano, Mc Graw Hill
- DORNBUSCH R., FISCHER S., STARTZ R., CANULLO G., PETTENATI P., 2014, *Macroeconomia*, Milano, Mc Graw Hill Education
- DE GRAWE P., 2011, "The Governance of a Fragile Eurozone", Centre for European Policy Studies
- EATON J., JERSOVITZ M., 1981, Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis, *Review of Economic Studies*, 48(2): p.289-309
- KEYNES J. M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan
- KLETZER K., WRIGHT R. E., 2000, "Sovereign Debt as Intertemporal Barter", *American Economic Review*, 90(3): 621-39
- KRUGMAN P., 2012, "Revenge of the Optimum Currency Area", in Acemoglu D., Parker J. and Woodford M., *NBER Macroeconomics Annual, Volume 27*, University of Chicago Press
- LANE P. R., 2012, "The European Sovereign Debt Crisis", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 26, Number 3, Pages 49–68
- PANIZZA U., STURZENEGGER F., ZETTELMEYER J., 2009, "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default", *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, Vol. 47, No. 3, pp. 651-698
- PANIZZA U., PRESBITERO A. F., 2012, "Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect?," *Mo.Fi.R. Working Papers 65*, Money and Finance Research group (Mo.Fi.R.) - Univ. Politecnica Marche - Dept. Economic and Social Sciences
- REINHART C. M., REINHART V. R., ROGOFF K. S., 2012, "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 26, Number 3, Pages 69–86
- REINHART C. M., ROGOFF K. S., 2010, "Growth in a Time of Debt", *American Economic Review*, 100 (2): 573-78

STEVE S., 1996, Scritti vari, Ciriec – 1976, Lezioni di scienze delle finanze, Padova, Cedam

TEOBALDELLI D., 2018, “Debito Pubblico ed Equilibrio Macroeconomico.” In Incontri su Sergio Steve. Economia, politica e cultura nell’Italia del XX secolo, eds. Stefano Gorini, Ernesto Longobardi, Giuseppe Vitaletti. Franco Angeli, forthcoming

TOMZ M., WRIGHT M. L. J., 2007, “Do countries default in bad times?”, Journal of the European Economic Association Vol. 5, No. 2/3, Proceedings of the Twenty-First Annual Congress of the European Economic Association, Oxford University Press

### **Sitografia**

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.ekonomia.it](http://www.ekonomia.it)

[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip039\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip039_en_2.pdf)

[https://www.ilsole24ore.com/art/debito-pubblico-cos-e-e-perche-e-importante-calcolarlo-insieme-deficit-e-pil-ACfgrC2?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/art/debito-pubblico-cos-e-e-perche-e-importante-calcolarlo-insieme-deficit-e-pil-ACfgrC2?refresh_ce=1)

[www.okopedia.it](http://www.okopedia.it)