



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in scienze economiche e finanziarie

**L'ASSISTENZA DEL FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE
TRA PROSPETTIVE MACROECONOMICHE E SOSTENIBILITÀ
FISCALE**

**THE ASSISTANCE OF THE INTERNATIONAL MONETARY FUND
BETWEEN MACROECONOMIC PERSPECTIVES AND FISCAL
SUSTAINABILITY**

Relatrice:
Prof.ssa Giulia Bettin

Tesi di Laurea di:
Roberto Fortuni

Anno Accademico 2023/2024

Alla mia famiglia

Desidero ringraziare innanzitutto la relatrice di questa tesi, la professoressa Giulia Bettin per la disponibilità, l'attenzione e la gentilezza che mi ha dimostrato durante la stesura dell'elaborato.

Ringrazio la mia famiglia per la fiducia che ha riposto in me in questi cinque anni, per il supporto che mi dimostra ogni giorno, per avermi sempre sostenuto nelle scelte importanti e nei momenti più difficili di questo percorso universitario.

Ringrazio Francesca per avermi sempre sopportato e supportato nei momenti difficili, per aver creduto in me, per avermi sempre sostenuto nei momenti più complessi.

Ringrazio Chiara per avermi aiutato a raccogliere il maggior numero di risposte possibili al questionario grazie alle sue conoscenze in Argentina.

Ringrazio infine tutti i miei amici conosciuti durante questo fantastico percorso, non dimenticherò mai i mercoledì universitari passati con voi!

INDICE

Introduzione	5
Capitolo 1 I IL QUADRO MACROECONOMICO ATTUALE E LE PROSPETTIVE FUTURE	8
1.1 Storia recente e situazione macroeconomica attuale	8
1.2 Prospettive macroeconomiche globali	13
1.3 Prospettive macroeconomiche per le economie avanzate	19
1.4 Prospettive macroeconomiche per le economie emergenti e in via di sviluppo	29
1.5 Conclusioni	34
	35
Capitolo 2 SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO E STABILITÀ FINANZIARIA	
2.1 Prospettive fiscali globali	35
2.1.1 <i>Prospettive fiscali Stati Uniti e Cina</i>	40
2.1.2 <i>Prospettive fiscali nelle economie avanzate esclusi gli Stati Uniti</i>	42
2.1.3 <i>Prospettive fiscali nelle economie emergenti esclusa la Cina</i>	44
2.1.4 <i>Prospettive fiscali nelle economie in via di sviluppo</i>	45
2.1.5 <i>Aggiustamento fiscale tra grandi elezioni e pressioni sulla spesa</i>	46
2.2 Sostenibilità del debito pubblico	49
2.3 Stabilità finanziaria e nesso tra banche e debito sovrano	61
2.4 Gestione della crisi sovrana	67

Capitolo 3 ASSISTENZA DEL FMI: CONSEGUENZE ECONOMICHE E SOCIALI

	70
3.1 L'assistenza e la condizionalità del FMI tra realtà e retorica	70
3.1.1 <i>L'assistenza del FMI</i>	70
3.1.2 <i>La condizionalità del FMI</i>	73
3.1.3 <i>Evidenze empiriche sulla riforma della condizionalità</i>	78
3.1.4 <i>Conseguenze economiche e sociali dell'assistenza del FMI</i>	83
3.2 L'assistenza finanziaria in Grecia	85
3.2.1 <i>L'intervento del FMI</i>	87
3.2.2 <i>La condizionalità in Grecia</i>	90
3.2.3 <i>Conseguenze dell'intervento del FMI in Grecia</i>	94
3.3 L'assistenza e la percezione dell'intervento del FMI in Argentina	99
3.3.1 <i>Storia dell'Argentina ed interventi del FMI</i>	99
3.3.2 <i>Conseguenze dell'intervento del FMI e percezione della popolazione</i>	103
Conclusioni	111
Bibliografia	113
Sitografia	119

INTRODUZIONE

L'assistenza finanziaria da parte del Fondo Monetario Internazionale è da sempre oggetto di ricerche e dibattito da parte di moltissimi economisti, in particolare sulla condizionalità che viene imposta ai paesi che fanno richiesta per accedere a tale assistenza.

Nell'ultimo decennio il dibattito si è intensificato dal momento che sono aumentate le richieste di assistenza finanziaria, sia durante la crisi finanziaria internazionale (2008-2009) e la crisi sui debiti sovrani (2010-2012), sia durante la recente pandemia (2020-2022). In particolare, durante la crisi dei debiti sovrani che ha colpito duramente l'Eurozona, hanno chiesto assistenza finanziaria paesi che mai prima hanno rischiato di andare in *default*, come Grecia e Portogallo, mentre a causa della crisi pandemica la richiesta di assistenza finanziaria ha interessato per la maggior parte paesi a basso reddito.

La letteratura economica ha largamente studiato le modalità di assistenza finanziaria da parte del Fondo Monetario Internazionale e le relative conseguenze economiche e sociali. Questo elaborato ha l'obiettivo analizzare tale argomento in un contesto più ampio, tenendo presente che le determinanti che solitamente portano i paesi a chiedere assistenza finanziaria sono bassa crescita e debiti pubblici insostenibili.

Nel primo capitolo verrà analizzato il quadro macroeconomico attuale (aggiornato ad aprile 2024) dei principali paesi appartenenti alle categorie “economie avanzate” ed “economie emergenti e in via di sviluppo”, caratterizzato dalle conseguenze della pandemia, delle guerre in corso in Ucraina e Medio Oriente e dall’inflazione che ha raggiunto il picco nel 2022. Successivamente, sia per i paesi precedentemente trattati, sia a livello globale, verranno analizzate le prospettive macroeconomiche future ponendo l’attenzione principalmente sulla crescita economica.

Nel secondo capitolo verrà affrontato il tema della sostenibilità del debito pubblico, dopo aver illustrato le prospettive fiscali dei diversi paesi, evidenziando la necessità di attuare un consolidamento fiscale. In merito alla sostenibilità del debito pubblico, dopo aver discusso quali sono le componenti che influenzano il rapporto debito/Pil, verranno analizzati e confrontati diversi contributi in letteratura, dalla ricerca di Keynes risalente al 1923 alla recente teoria di Reis del *debt revenue* del 2022. Successivamente verrà approfondita la stabilità finanziaria e il temuto nesso tra banche e debito sovrano, dal momento che esiste un forte legame tra debito pubblico e banche commerciali. Infine, verrà esaminata la gestione della crisi del debito sovrano da parte degli stati che si trovano in difficoltà sul debito e che non intendono chiedere assistenza finanziaria ad istituzioni esterne.

Nella prima parte del terzo capitolo si illustrerà il funzionamento dell’assistenza finanziaria da parte del Fondo Monetario Internazionale, concentrando l’attenzione principalmente sulla condizionalità prima e dopo la riforma del 2009, analizzando

diversi contributi che dimostrano empiricamente che la riforma non ha avuto gli effetti sperati. Successivamente, dopo aver citato sinteticamente le cause che hanno portato la Grecia vicino al *default*, saranno analizzati il successivo intervento da parte del Fondo Monetario Internazionale, la condizionalità da esso imposta e le relative conseguenze economiche e sociali. Infine, sarà discussa la delicata situazione macroeconomica in Argentina, caratterizzata da *default* ciclici e continue richieste di assistenza al Fondo Monetario Internazionale. Dopo aver descritto le conseguenze economiche e sociali derivanti (anche) dall'assistenza finanziaria, saranno illustrati i risultati di un breve questionario volto a comprendere la percezione che ha un piccolo campione di cittadini argentini sull'operato del Fondo Monetario Internazionale nel proprio paese.

Capitolo 1
IL QUADRO MACROECONOMICO ATTUALE E LE
PROSPETTIVE FUTURE

1.1 Storia recente e situazione macroeconomica attuale

Gli ultimi anni sono stati molto complessi dal punto di vista economico: pandemia, inflazione e guerre hanno minato la stabilità economica globale.

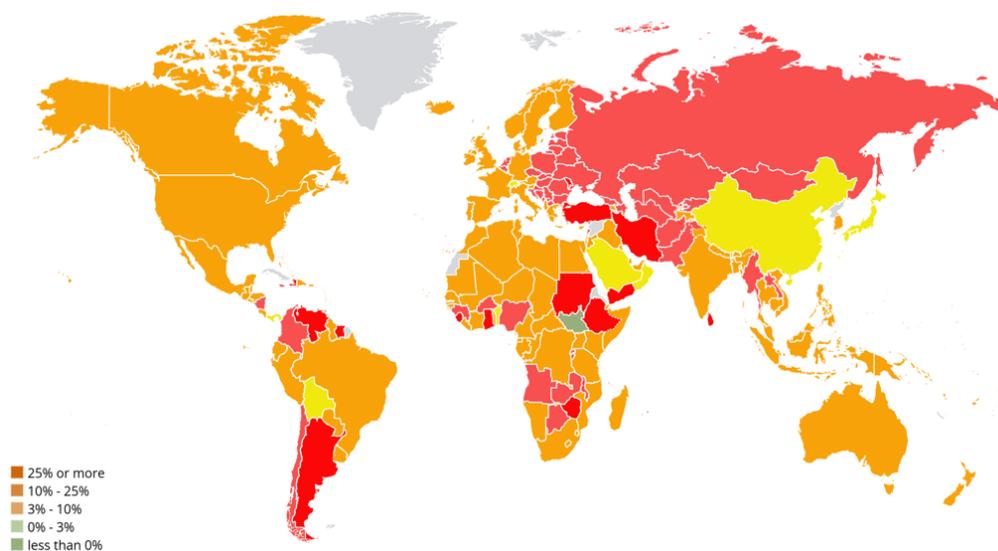
La pandemia di COVID-19 ha portato la maggior parte degli stati ad attuare misure drastiche come limitazioni alla libera circolazione e chiusure delle attività economiche ritenute non essenziali; questo oltre ad aver avuto conseguenze negative sul Prodotto Interno Lordo (PIL) degli stati ha portato all'interruzione delle catene di approvvigionamento globali.

Determinanti per l'interruzione delle catene di approvvigionamento globali sono state le misure più drastiche adottate dalla Cina, come la chiusura di alcuni dei porti più importanti del mondo che si è protratta fino alle fasi finali della pandemia, mentre nelle altre nazioni si stava tornando alla normalità.

La conseguenza di tutto ciò è stata che, quando le attività economiche sono ripartite e sono cadute le limitazioni alla circolazione degli individui, le strozzature dal lato dell'offerta non hanno permesso di soddisfare l'aumento della domanda aggregata e questo ha portato ad un aumento importante dell'inflazione, superiore rispetto alle attese in tutto il mondo.

Successivamente il conflitto russo-ucraino ha portato ulteriore instabilità globale: l'Ucraina è uno dei principali paesi esportatori di grano al mondo e la Russia era il principale esportatore di gas per la quasi totalità degli stati europei. Dopo l'inizio del conflitto, quindi, le materie prime e in particolare le materie energetiche hanno raggiunto livelli massimi di prezzo che hanno alimentato ulteriormente l'inflazione, come raffigurato nella figura 1.1.

Figura 1.1 L'inflazione nel mondo 2022



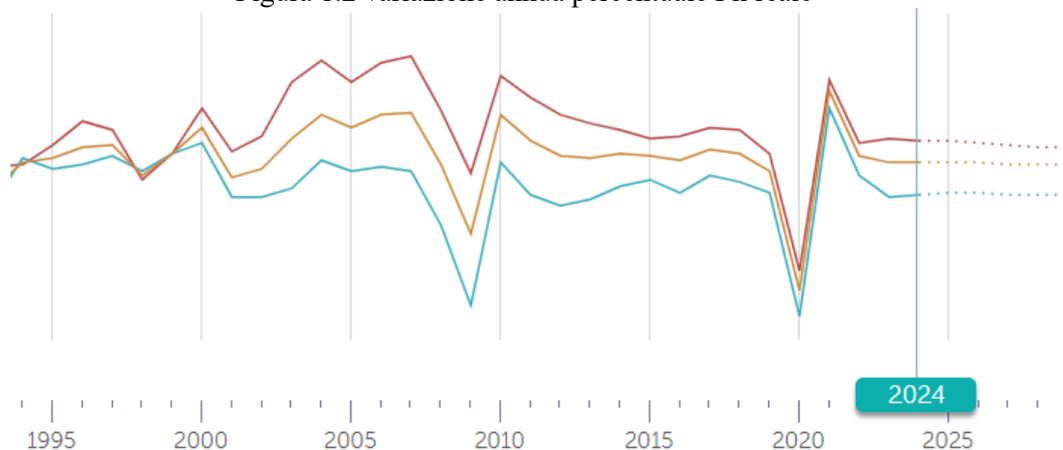
Per frenare la spinta inflazionistica le principali banche centrali, tra cui Federal Reserve (Fed) e Banca centrale europea (Bce), hanno aumentato i tassi d'interesse nel corso dei mesi, fino ad arrivare al 4,5% per la Bce e al 5,5% per la Fed; tassi che erano rimasti a lungo su livelli prossimi allo zero per contrastare prima la deflazione e poi gli effetti negativi della pandemia.

Ciò ha portato ad una diminuzione degli investimenti da parte di famiglie e imprese.

Bisogna precisare che non tutte le Bc più importanti hanno aumentato i tassi: per la Banca popolare cinese e la Banca del Giappone non è stato necessario aumentare il costo del denaro dal momento che le rispettive nazioni non hanno avuto aumenti significativi del tasso d'inflazione.

L'aumento dei tassi ha quindi contribuito ad un rallentamento dell'economia globale, già messa a dura prova dalla pandemia e dalle precedenti crisi; è possibile osservare dalla figura 1.2 come le nazioni appartenenti al gruppo economie avanzate sono quelle che hanno avuto un maggior calo nei tassi di crescita del Pil passati dal 5,6% nel 2021, al 2,6% nel 2022 e al 1,6% nel 2023; per i paesi emergenti e in via di sviluppo, la crescita media del Pil è passata dal 6,9% nel 2021, al 4,1% nel 2022 e al 4,3% nel 2023. Nella figura 1.2 sono raffigurati paesi avanzati (linea blu) i paesi emergenti e in via di sviluppo (linea rossa) e la media mondiale (linea gialla).

Figura 1.2 variazione annua percentuale Pil reale



Fonte: IMF – World Economic Outlook (April 2024)

L'aumento del costo del denaro ha portato sì ad un rallentamento economico ma non ad una recessione e stagflazione globale, come previsto inizialmente da molti analisti. I motivi per cui le previsioni negative non si sono realizzate sono diversi, tra cui i principali sono:

- 1) Bce e Fed hanno aumentato i tassi d'interesse nominali solo dopo alte aspettative inflazionistiche, "questo ha comportato tassi d'interesse reali più bassi che inizialmente hanno sostenuto l'attività economica"¹;
- 2) come già detto in precedenza, in economie importanti come Cina e Giappone le rispettive Bc non hanno aumentato i tassi nominali e questo ha portato ad una diminuzione dei tassi reali;

¹ <https://www.imf.org/world-economic-outlook-april-2024>

3) nelle principali economie avanzate le famiglie durante la pandemia hanno accumulato ingenti risparmi, questo ha permesso loro sia di limitare gli effetti negati dell'aumento dei costi di finanziamento, sia di sostenere la domanda aggregata.

Nel corso del 2023 l'aumento dei tassi d'interesse, il ripristino delle catene di approvvigionamento e il venir meno degli *shock* relativi al prezzo delle materie energetiche hanno portato ad una diminuzione del tasso d'inflazione globale superiore rispetto alle aspettative. In particolare, il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) stima che l'inflazione globale nel quarto trimestre del 2023 sia stata inferiore di circa lo 0,3% rispetto alle stime fatte ad ottobre 2023.

Restano comunque paesi che registrano un'inflazione ancora fuori controllo, come ad esempio Turchia e Argentina, ma ciò in questi casi particolari dipende da situazioni macroeconomiche interne.

La diminuzione dell'inflazione negli ultimi mesi dello scorso anno può portare le Banche centrali (quelle che a partire dal 2022 hanno aumentato i tassi d'interesse) a valutare una graduale riduzione del costo del denaro, riduzione che per Bce e Fed non è avvenuta nel primo trimestre del 2024.

Le Bc dovranno inoltre considerare eventuali conseguenze sull'inflazione che potrebbero derivare dal recente conflitto in Medio Oriente, che aggiunge incertezza al quadro macroeconomico globale a causa del rischio di un'*escalation* militare che potrebbe avere conseguenze molto negative oltre che sul piano sociale, sul piano

economico, in quanto è probabile un coinvolgimento delle nazioni appartenenti all'Organizzazione dei paesi arabi esportatori di petrolio (OPEC).

Il prezzo del petrolio, nonostante le tensioni, è inizialmente diminuito dai 95\$ al barile (fine settembre) ai 77\$ al barile (inizio febbraio). La diminuzione iniziale del prezzo è stata causata principalmente dalla diminuzione della domanda e dall'aumento della produzione dei paesi non OPEC, tra cui gli Stati Uniti, che hanno compensato la diminuzione della produzione da parte dei paesi OPEC.

Successivamente il prezzo del petrolio è tornato a salire spinto dalle tensioni tra Israele e Iran; un eventuale *escalation* del conflitto potrebbe causare un ulteriore shock energetico, dopo quello recentemente causato dal conflitto in Ucraina, le cui conseguenze negative sono state precedentemente descritte.

1.2 Prospettive macroeconomiche globali

Nel paragrafo precedente si è visto che nonostante gli aumenti dei tassi causati dall'elevata inflazione e le crescenti tensioni geopolitiche, l'economia globale si è dimostrata solida, smentendo numerose previsioni di recessione e stagflazione.

Secondo le previsioni del Fondo Monetario Internazionale l'economia globale continuerà a crescere nei prossimi anni ad un ritmo uguale a quello del 2023, ma inferiore rispetto agli standard storici (2000-2019).

Il tasso di crescita del Pil globale che nel 2023 è stato del 3,2% sarà uguale nel 2024 e 2025, mentre la media annuale storica è del 3,8%. La crescita più lenta

rispetto alla media storica riflette le restrizioni monetarie attuate dalle Bc, la bassa crescita della produttività ma anche problematiche interne ad alcune grandi economie come, ad esempio, la crisi del settore immobiliare cinese, che verrà analizzata successivamente.

Oltre alle prospettive di crescita a breve termine, risultano inferiori rispetto al passato anche le prospettive di crescita a medio termine. Secondo l'ultima previsione la crescita globale a medio termine sarà del 3.1% nel 2029 mentre la stessa fatta prima della pandemia prevedeva una crescita del 3.6%. Tale diminuzione potrebbe dipendere, oltre che dai rischi prospettici, da una riduzione della crescita della popolazione globale e da una riduzione del Pil pro capite, particolarmente nei mercati emergenti e in via di sviluppo.

I rischi prospettici per l'economia globale sono minori rispetto ai mesi precedenti in quanto l'inflazione sta decrescendo più velocemente rispetto alle aspettative; tuttavia, rimangono diverse incertezze che potrebbero compromettere la crescita.

Il primo rischio deriva da un aumento dei prezzi delle materie prime causati da guerre regionali, come già descritto nel capitolo precedente, un'*escalation* nel Medio Oriente potrebbe portare ad uno shock dal lato dell'offerta del petrolio che andrebbe ad influenzare negativamente anche i prezzi dei trasporti e delle materie prime alimentari. Un ulteriore rischio riguarda anche il conflitto tra Russia e Ucraina, nonostante la situazione sia stabile da mesi, un aggravamento dello stesso

potrebbe nuovamente spingere a rialzo i prezzi dei fertilizzanti, delle materie prime alimentari e delle materie prime energetiche.

Il secondo rischio deriva dalle tensioni sui mercati del lavoro e nelle catene di approvvigionamento, come ad esempio la diminuzione del traffico commerciale nel canale di Suez, ciò potrebbe aumentare a rialzo le aspettative sui tassi d'interesse.

Il terzo rischio deriva da un eccessivo debito pubblico e da una scarsa fiducia nei confronti dei governi. Molti stati appartenenti sia al gruppo economie avanzate sia al gruppo economie in via di sviluppo, specialmente dopo la pandemia, hanno visto aumentare in modo importante il rapporto debito pubblico/Pil. I rischi associati ad un debito pubblico troppo elevato verranno approfonditi nel secondo capitolo, tuttavia, solo un piano di rientro credibile permette di affrontare eventuali crisi future ed evitare il ripetersi di ciò che è successo nel 2011 nell'eurozona con la crisi dei debiti sovrani.

In merito alla sfiducia nei confronti dei governi e nelle istituzioni, questa potrebbe indebolire gli investimenti, rallentare lo sviluppo tecnologico e nei casi più gravi provocare disordini sociali.

L'ultimo rischio riguarda il peggioramento della frammentazione geopolitica. Si parla di peggioramento perché una frammentazione è già in corso, infatti, dopo l'inizio del conflitto in Ucraina, prendendo in considerazione il blocco dei paesi che hanno votato contro la Russia nell'assemblea Onu (ad esempio, Australia, Canada, Unione Europea, Nuova Zelanda e Stati Uniti) e il blocco dei paesi che hanno votato

a favore della Russia in cui è compresa anche la Cina, è possibile osservare che, secondo le analisi fatte dal FMI, dopo l'inizio della guerra sono aumentati gli scambi tra i paesi interni ai blocchi e sono diminuiti gli scambi tra paesi appartenenti a blocchi diversi. L'incremento del commercio all'interno dei blocchi riguarda principalmente settori definiti strategici.

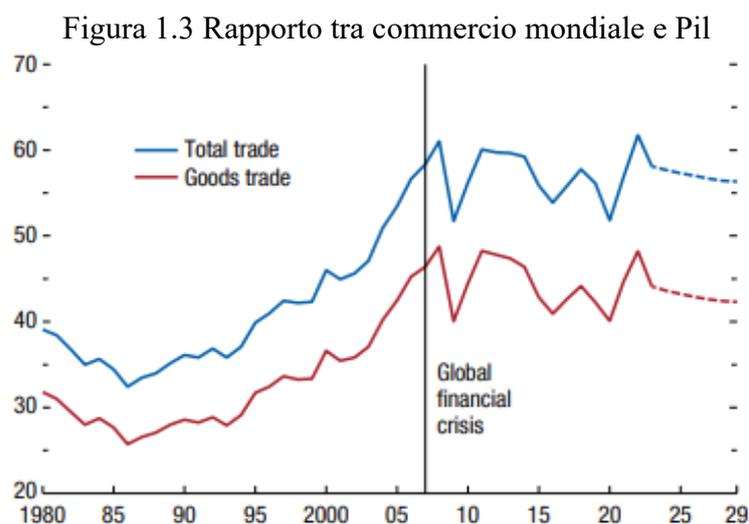
Un peggioramento della frammentazione geopolitica porterebbe un'ulteriore limitazione al commercio internazionale, agli investimenti diretti esteri, all'innovazione della tecnologia e al flusso di materie prime, con conseguenze negative sia sulla produzione che sulla volatilità dei prezzi.

Le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina sono iniziate già dal 2017-2018, con l'introduzione di dazi doganali da parte degli Stati Uniti e la conseguente risposta da parte della Cina: il *US Census Bureau* stima che le importazioni da parte della Cina di merci USA siano passate dal 22% nel 2017 al 14% nel 2023.

Le prospettive di crescita del commercio mondiale sono lente ma stabili, pari al 3,0% nel 2024 e al 3,3% nel 2025; si prevede inoltre che il tasso di crescita del commercio nel medio periodo sarà pari al 3,2% nel 2029, inferiore al tasso di crescita storico (2000-2019) del 4,9%.

Nonostante secondo le proiezioni il rapporto commercio mondiale/Pil sarà sostanzialmente stabile nel prossimo quinquennio, come evidenziato dalla figura 1.3, a causa delle tensioni geopolitiche sopra descritte e al crescere di nuove restrizioni al commercio (3.200 nel 2022 e circa 3.000 nel 2023), le somme di

surplus e deficit assoluti continueranno a diminuire nel 2024 come già sono diminuite nel 2023.



Fonte: IMF – World Economic Outlook (April 2024)

L'economia globale in futuro potrà essere peggiore rispetto alle previsioni a causa dei rischi prospettici ma potrà anche essere migliore grazie a possibili opportunità favorevoli, tra cui:

- 1) spinta fiscale nel breve termine in concomitanza delle elezioni;
- 2) miglioramento della produttività grazie all'intelligenza artificiale;
- 3) allentamento più rapido di quanto previsto della stretta monetaria.

Nel 2024 più di 70 paesi andranno al voto in quello che è stato definito dal FMI come “*great election year*”²: molto importanti per gli equilibri geopolitici saranno

² <https://www.imf.org/world-economic-outlook-april-2024>

le elezioni presidenziali negli Stati Uniti e le elezioni per il rinnovo dell'Europarlamento.

I rappresentanti dei governi in carica per aumentare consenso elettorale in prossimità delle elezioni aumentano la spesa pubblica e diminuiscono la pressione fiscale, questo porta ad un incremento del prodotto (nel breve periodo). Tuttavia, bisogna tener presente che l'effetto espansivo di queste manovre elettorali, oltre ad avere una durata molto limitata nel tempo, va solitamente ad aumentare lo *stock* di debito pubblico.

In merito al secondo punto, la rivoluzione dell'intelligenza artificiale (IA) potrebbe portare ad un incremento della produttività, degli investimenti e ad un aumento della crescita. Si prevede che saranno le economie avanzate ad avere maggiori benefici dall'IA rispetto alle economie emergenti. Infine, una diminuzione più rapida dell'inflazione rispetto alle previsioni potrebbe portare le Bc a diminuire più rapidamente i tassi d'interesse, con conseguenze positive sugli investimenti e sulla crescita globale.

Tra le prospettive economiche globali rimangono da trattare quelle relative all'inflazione e alle politiche monetarie.

Il FMI prevede una discesa dell'inflazione globale dal 6,8% nel 2023 al 5,9% nel 2024 e al 4,5 nel 2025; prevede inoltre una maggiore diminuzione dell'inflazione per le economie avanzate nel 2024 rispetto alle economie emergenti che vedranno tale diminuzione soltanto nell'anno successivo. Secondo le proiezioni

le economie avanzate torneranno nel 2025 ad avere un tasso d'inflazione vicino alla media pre-pandemica (intorno al 2%), mentre le economie emergenti torneranno ad avere un tasso d'inflazione vicino alla media pre-pandemica soltanto nel 2026 (intorno al 5%).

In merito alle previsioni sulla politica monetaria, essendo positive le previsioni future sull'inflazione, si prevede un allentamento monetario da parte delle principali Bc nella seconda metà del 2024, in particolare si prevede entro il quarto trimestre dell'anno una diminuzione dei tassi dal 5,4% al 4,6% per la Fed, dal 5,3% al 4,8% per la Banca d'Inghilterra e dal 4,0% al 3,3% per la Bce.

Negli Stati Uniti l'inflazione nel mese di marzo è risultata superiore rispetto alle aspettative e in aumento rispetto al mese precedente; questo, unito alla solida crescita della produttività e dell'occupazione, potrebbe portare la Fed a rinviare il taglio dei tassi.

1.3 Prospettive macroeconomiche per le economie avanzate

Secondo le proiezioni, le economie avanzate cresceranno dall'1,6% nel 2023, all'1,7% nel 2024 e all'1,8% nel 2025. La crescita prevista in rialzo negli Stati Uniti andrà a compensare la diminuzione della crescita prevista nell'eurozona causata dalla maggior esposizione alla guerra in Ucraina.

Come già anticipato nel paragrafo precedente, l'inflazione nelle economie avanzate dovrebbe tornare alla normalità nel 2025, in particolare il FMI stima una discesa dei prezzi medi dal 4,6% nel 2023 al 2,6% nel 2024 e al 2% nel 2025.

Un'eventuale diminuzione dei tassi più rapida e anticipata da parte della Bce rispetto alla Fed potrebbe incrementare la crescita nell'Eurozona rispetto alle stime precedenti.

Verranno analizzati più nel dettaglio i seguenti paesi appartenenti al gruppo delle economie avanzate: Stati Uniti, Giappone, Canada, Germania, Francia, Italia, Grecia e Regno Unito.

L'economia statunitense, nonostante il rapido incremento dei tassi d'interesse e la diminuzione delle politiche fiscali messe in atto durante la pandemia, nel primo trimestre dell'anno è cresciuta del 3,3%, superando le aspettative degli analisti, che avevano stimato un tasso di crescita pari al 2%; si prevede inoltre che crescerà dal 2,5% nel 2023 al 2,7% nel 2024 per poi diminuire dello 0,8% nel 2025. Questa maggiore crescita è da attribuire alla forte domanda da parte dei consumatori che però, oltre a portare conseguenze positive ha contribuito, insieme ai risultati positivi nel mercato del lavoro, ad una persistenza dell'inflazione. Infatti, nonostante negli ultimi mesi del 2023 il tasso d'inflazione si sia rilevato minore rispetto alle aspettative, nei primi mesi del 2024 è tornato a salire; questo potrebbe ritardare il raggiungimento del target e portare la Fed a rinviare il primo taglio dei tassi. Se le

proiezioni saranno confermate, l'inflazione dovrebbe tornare in linea con la media pre-pandemica nel 2025.

Il mercato del lavoro rimane ancora teso negli Stati Uniti, un forte aumento della forza lavoro post-pandemia ha portato ad un rapido aumento dei salari nominali. Il tasso di disoccupazione, pari al 3,6% nel 2023 aumenterà leggermente secondo le previsioni nel 2024, gli ultimi dati del mese di marzo hanno mostrato un *boom* di nuove occupazioni, circa 303.000 contro le 200.000 previste. Si temono pressioni sui prezzi causate dai consumi dei nuovi occupati anche se la crescita salariale nell'ultimo mese è stata moderata.

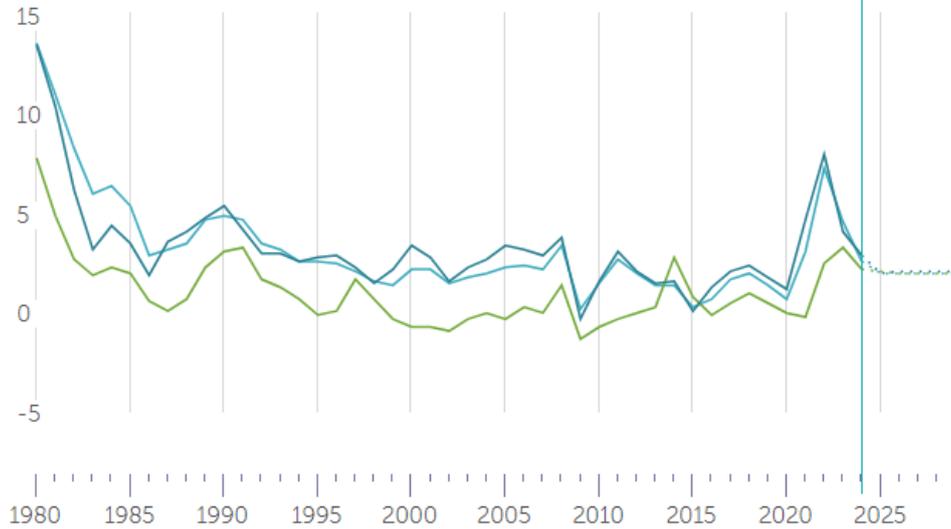
In merito alla stabilità finanziaria, secondo il FMI restano vulnerabilità nel settore bancario dopo la crisi che ha portato al fallimento nel 2023 *Silicon Valley Bank, Signature Bank e First Republic Bank*. Le vulnerabilità si riferiscono ad un gruppo di istituti finanziari più deboli; tuttavia, il settore bancario statunitense nel complesso deve gestire i rischi derivanti dall'aumento dei tassi d'interesse, dall'aumento del rischio di *default* delle aziende e dall'esposizione al settore immobiliare commerciale. Spetta alla Federal Reserve vigilare attentamente sugli istituti finanziari per prevenire eventuali crisi che possono portare instabilità finanziaria.

L'economia giapponese si è ripresa bene dalla pandemia, fattori una *tantum* come un maggior turismo in entrata e il rilancio della domanda interna hanno sostenuto la crescita economica che si è attestata all'1,9%. Si prevede che il venir

meno delle misure straordinarie legate alla pandemia avrà un effetto negativo sulla crescita che passerà dal 1,9% nel 2023 allo 0,9% nel 2024 per poi raggiungere l'1% nel 2025.

Il Giappone a differenza della maggior parte dei paesi del mondo non ha subito particolari *shock* inflattivi: nel 2021 l'economia era in deflazione dello 0,1%, nel 2022 ha avuto un'inflazione del 2,5% per poi aumentare al 3,3% nel 2023 ed è prevista intorno al 2% nel 2024 e 2025. Nella figura 1.4 è possibile osservare la differenza tra l'andamento del tasso d'inflazione in Giappone (linea verde), negli Stati Uniti (linea blu) e nell'insieme delle economie avanzate (linea celeste).

Figura 1.4 confronto tra tassi d'inflazione



Fonte: IMF - World Economic Outlook (April 2024)

La Banca centrale del Giappone non è dovuta intervenire per aumentare rapidamente il costo del denaro come hanno fatto Bce e Fed, ma il 19 marzo 2024 dopo 17 anni ha aumentato i tassi portandoli in territorio positivo, dal -0,1% allo 0,1% con l'obiettivo di raggiungere un tasso di inflazione pari al 2%.

I principali rischi per la crescita economica dipendono sia da fattori esterni che da fattori interni. I fattori esterni principali sono:

- 1) rallentamento dell'economia globale;
- 2) maggiori frammentazioni politiche che riducono il commercio tra blocchi diversi;
- 3) eventuale volatilità dei prezzi alimentari ed energetici.

Importanti sono anche i fattori di rischio interni come bassa crescita economica, invecchiamento della popolazione con conseguente diminuzione di forza lavoro e

un elevato debito pubblico; si prevede un ulteriore incremento del rapporto debito/Pil dovuto a maggiori spese future per difesa, transizione verde e previdenza. Necessari in tale contesto risultano sia un aumento sostenuto della crescita, sia una diminuzione delle spese future.

Il sistema finanziario risulta solido: nonostante il debito pubblico sia il più alto del mondo, viene ritenuto sostenibile da mercati finanziari e agenzie di *rating*; anche banche e assicurazioni giapponesi sembrano in grado di resistere ad eventuali scenari avversi.

Il Canada è la seconda economia più importante del continente americano, ricca di risorse naturali e fortemente integrata con quella degli Stati Uniti.

Il tasso di crescita del Canada passerà dal 1,1% nel 2023 al 1,2% nel 2024 per poi crescere fino al 2,3% nel 2025; sempre nel 2025 secondo la Banca del Canada il tasso d'inflazione dovrebbe tornare al target (2%) dopo aver raggiunto il picco del 6,8% nel 2022.

In merito al commercio internazionale, si prevede una crescita delle esportazioni nel 2024, fermo restando i rischi legati alla frammentazione geopolitica.

I paesi europei sono stati sicuramente i più esposti alla guerra in Ucraina. Prendendo in considerazione i dati dei paesi appartenenti all'Eurozona, è possibile osservare come la crescita sia stata solo dello 0,3% nel 2023 e secondo le previsioni raggiungerà lo 0,8% nel 2024 e l'1,5% nel 2025. Oltre alla guerra e alla pandemia,

le economie di questi paesi negli ultimi anni sono state colpite dalla crisi dei debiti sovrani nel 2010-2011 e dalla deflazione nel 2014-2015.

Maggiormente positivi sono i dati relativi al tasso d'inflazione: dopo aver raggiunto il massimo storico dalla nascita dell'unione monetaria, gli ultimi dati trimestrali si mostrano in linea con le aspettative; anche nell'Eurozona il target del 2% sarà raggiunto del 2025.

Restano incertezze sul futuro causate dall'attuale situazione geopolitica ma anche dall'elevato debito pubblico che hanno accumulato molti stati.

La crescita del Pil in aggregato è spinta al ribasso anche dalle difficoltà economiche che sta affrontando la Germania, che dopo aver trainato nell'ultimo decennio l'economia dell'Eurozona è finita in recessione nel 2023, come mostrato dal grafico 1.5.

L'economia tedesca, sostenuta principalmente dall'importazione di gas russo a basso prezzo (l'industria manifatturiera tedesca consuma il doppio di energia rispetto a Italia e Francia) e da esportazioni verso la Cina si è trovata in difficoltà dopo l'inizio della guerra; oltre all'aumento del prezzo del gas pesano i nuovi equilibri geopolitici mondiali che influenzano il commercio internazionale.

Il tasso di crescita è stato negativo nel 2023 (-0,3%), sarà leggermente positivo nel 2024 (0,2%) e raggiungerà l'1,3% nel 2025

Figura 1.5 confronto Pil tra Pil Germania ed Eurozona



Fonte: IMF - World Economic Outlook (April 2024)

Per il tasso d'inflazione si prevede un andamento simile rispetto alla media dell'Eurozona.

L'economia francese decrescerà passando dallo 0,9% nel 2023 allo 0,7% nel 2024 per poi crescere fino all'1,4% nel 2025 grazie ad un aumento della domanda esterna e una diminuzione del tasso d'inflazione, la cui evoluzione è in linea con quella degli altri stati dell'Eurozona nonostante gli aumenti salariali. Il commercio internazionale nel 2024 non contribuirà ad aumentare il Pil in quanto aumenteranno le importazioni, e le esportazioni sono ancora lontane dai livelli pre-pandemia.

Resta necessario un consolidamento fiscale, si prevede infatti che nonostante la riduzione degli aiuti a famiglie e imprese erogati negli ultimi mesi per fronteggiare guerra e pandemia e l'annunciato taglio di 10 miliardi di spesa pubblica, il rapporto deficit/Pil rimarrà alto e pari a 4,6% nel 2025. Nell'ultimo ventennio il debito

pubblico è triplicato, passando da 1.000 miliardi nel 2003 a 3.000 miliardi nel 2023, il rapporto con il Pil per il 2023 è pari al 112%; nonostante tali numeri, il debito francese viene ritenuto sicuro dalle principali agenzie di *rating*.

L'economia italiana si è dimostrata molto solida durante le recenti crisi globali che hanno colpito il mondo, in particolare l'Italia è stata una delle nazioni più colpite dalla pandemia e dagli aumenti dei prezzi delle materie energetiche. Le politiche fiscali adottate per contrastare le crisi hanno sì portato ad un aumento del debito pubblico, già molto elevato, ma ciò non si è tradotto in tensioni finanziarie come ipotizzato da alcuni analisti. Nell'ultimo periodo lo *spread*, che dopo la crisi del 2010-2011 viene particolarmente attenzionato, non ha mai raggiunto livelli elevati.

Il rapporto debito/Pil, che nel 2023 si è attestato al 137,3% e che a causa dell'invecchiamento della popolazione e del maggior costo per interessi sulle nuove obbligazioni è destinato a salire, richiederà prudenza nella spesa e aggiustamenti fiscali.

Il tasso di crescita del Pil dell'Italia secondo il FMI diminuirà dallo 0,9% nel 2023 allo 0,7 nel 2024 e 2025 a causa della diminuzione dei consumi privati e degli investimenti; tuttavia, secondo la Commissione europea il tasso di crescita del Pil nel 2025 sarà pari all'1,2% grazie agli investimenti del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza.

Il tasso d'inflazione in questi mesi diminuisce anche più velocemente delle aspettative, passerà dal 5,9% nel 2023 al 1,7% nel 2024 e al 2% nel 2025.

Nonostante l'aumento del rischio di credito da parte di famiglie e imprese conseguente all'aumento dei tassi, il settore bancario italiano risulta particolarmente solido e non desta preoccupazioni.

Positive sono le prospettive di crescita della Grecia, con il Pil che ha superato il livello pre-pandemico crescendo del 2% nel 2023; la crescita rimarrà stabile nel 2024 e 2025 (ciò avviene a circa 15 anni di distanza dalla grave crisi che l'ha portata a chiedere assistenza al FMI e che verrà approfondita nel terzo capitolo).

In conseguenza all'elevata crescita, in particolare se confrontata agli altri paesi dell'Eurozona, il rapporto deficit/Pil è sceso sotto al livello pre-pandemico.

La recente introduzione del salario minimo non dovrebbe portare conseguenze negative sul livello generale dei prezzi, il tasso d'inflazione scenderà dal 4,2% del 2023 al 2,7% nel 2024 e al 2,1% nel 2025.

L'ultimo paese appartenente al gruppo economie avanzate che verrà analizzato è il Regno Unito. Negli ultimi mesi del 2023 la crescita ha subito un brusco rallentamento, l'elevata inflazione e il conseguente aumento dei tassi ha messo in difficoltà le famiglie e le imprese, infatti, il Regno Unito è cresciuto solamente dello 0,1% nel 2023, si prevede una leggera crescita pari allo 0,5% nel 2024 e una maggiore crescita nel 2025 che si attesterà al 1,5%.

Bisognerà inoltre valutare le conseguenze economiche della *Brexit* nel lungo periodo.

Il tasso d'inflazione nel 2023 pari al 7,6% è risultato di molto maggiore rispetto alla media dei paesi appartenenti alle economie avanzate, ma secondo le previsioni scenderà fino a raggiungere il 2,2% nel 2024 e il 2% nel 2025. I dati dei primi mesi del 2024 confermano una discesa dell'inflazione maggiore rispetto alle aspettative, per tale motivo si prevede una riduzione dei tassi d'interesse nel terzo trimestre dell'anno.

In merito al mercato del lavoro, si prevede un aumento della disoccupazione nel corso dell'anno causato dalla bassa crescita e dai maggiori oneri finanziari.

Secondo il FMI per rafforzare la crescita nel lungo periodo il Regno Unito dovrebbe promuovere gli investimenti delle imprese, aumentare gli investimenti in infrastrutture pubbliche e affrontare il problema dell'elevata disoccupazione giovanile.

1.4 Prospettive macroeconomiche per le economie emergenti e in via di sviluppo

La crescita per i mercati emergenti e in via di sviluppo diminuirà dal 4,3% nel 2023 al 4,2% nel 2024 e 2025, mentre il tasso d'inflazione nel 2024 rimarrà uguale all'anno appena trascorso (8,3%) per poi scendere al 6,2% nel 2025.

Essendo il gruppo dei paesi appartenenti alle economie emergenti e in via di sviluppo molto ampio ed eterogeneo, verrà suddiviso e analizzato per aree geografiche.

Si prevede che la crescita dell'Asia emergente e in via di sviluppo passerà dall'5,6% nel 2023 al 5,2% nel 2024 e al 4,9% nel 2025, in particolare si prevede una diminuzione della crescita per la Cina che sarà compensata da una forte crescita dell'India.

La crescita diminuirà in Cina nei prossimi anni a causa della crisi del settore immobiliare. Per anni il settore immobiliare cinese ha trainato l'economia, le forti prospettive di crescita hanno permesso ai promotori immobiliari di ricevere facilmente prestiti per acquistare terreni e costruire immobili. Con la pandemia le cose sono cambiate: le chiusure e le nuove modalità di lavoro a distanza hanno portato ad una diminuzione della domanda e tutto il settore è andato in crisi, per poi precipitare quando il primo sviluppatore immobiliare non è riuscito a rimborsare le obbligazioni a scadenza e un altro colosso immobiliare (Evergrande) ha chiesto la ristrutturazione del debito. Inoltre, a causa delle crisi molte persone non sono riuscite a pagare le rate dei mutui che hanno precedentemente contratto, ciò ha portato ad un aumento dei pignoramenti e alla diminuzione dei prezzi e dei nuovi progetti di costruzione.

Rimangono inoltre problemi strutturali, come il calo demografico che porterà un'ulteriore limitazione della domanda per alloggi.

In assenza di un forte intervento per risolvere queste problematiche, potrebbe verificarsi una diminuzione degli investimenti e della fiducia con conseguenze negative sulla crescita.

Il tasso d'inflazione raggiungerà il 2% nel 2025 dopo aver sfiorato la deflazione nel 2023.

L'economia dell'India si conferma molto forte, la più rapida a crescere tra le principali economie al mondo, l'aumento della domanda interna e della popolazione in età lavorativa hanno avuto effetto positivo sul Pil, il cui tasso di crescita nel 2023 si è attestato al 7,8%, e passerà poi al 6,8% nel 2024 e al 6,5% nel 2025.

Anche in questo contesto positivo, rimangono i rischi legati alla bassa crescita globale, all'incremento della frammentazione geopolitica e a eventuali shock climatici che danneggiando la produzione agricola possono contribuire ad alimentare l'inflazione.

La crescita dell'Europa emergente ed in via di sviluppo rimarrà stabile nel 2024 rispetto all'anno precedente (3,2%) per poi diminuire nel 2025 a causa delle previsioni negative sulla crescita della Russia.

L'economia russa si è dimostrata molto solida, nonostante guerra e pesanti sanzioni economiche combinate da diversi paesi del mondo, il tasso di crescita del Pil nel 2023 si è attestato al 3,6%, sostenuto da grandi esportazioni di materie prime energetiche verso India e Cina. Il tasso di crescita scenderà al 3,2% nel 2024 e all'1,8% nel 2025 "poiché gli effetti degli elevati investimenti e del forte consumo

privato, sostenuti dalla crescita dei salari in un mercato del lavoro ristretto, svaniscono”³.

Particolare è la situazione macroeconomica in Turchia, dove in conseguenza ad una politica monetaria eccessivamente accomodante negli anni passati, il tasso d’inflazione nel 2023 è stato del 53,9% ed è previsto che raggiungerà il 59,5% nel 2024 per poi scendere al 38,4% nel 2025.

La banca centrale della Turchia per contrastare l’inflazione ha alzato i tassi d’interesse al 50%, questo porterà ad una diminuzione della crescita del Pil che scenderà dal 4,5% nel 2023 al 3,1% nel 2024; nel 2025 tornerà a salire leggermente grazie alla probabile diminuzione dei tassi d’interesse.

In America latina la crescita diminuirà di 0,3 punti percentuali nel 2024 per poi salire al 2,5% nel 2025, la crescita in Brasile rimarrà moderata, mentre la situazione dell’Argentina continua a destare preoccupazione.

La Banca centrale del Brasile è stata una delle prime ad aumentare il costo del denaro in conseguenza a tensioni inflazionistiche presenti già prima dell’inizio della guerra; nonostante ciò, grazie ad un raccolto agricolo molto abbondante e ad una buona resilienza all’aumento dei tassi, la crescita nel 2023 è stata del 2,9%. Nei prossimi anni diminuirà leggermente al 2,2% nel 2024 e al 2,1% nel 2025 a causa

³ IMF - World Economic Outlook (April 2024)

di una politica fiscale più restrittiva e al venir meno del *surplus* di produzione agricola.

L'Argentina sta attraversando l'ennesima crisi della sua storia, caratterizzata da *default* ciclici, continua assistenza da parte del Fmi, stagnazione, svalutazione del pesos, bassa apertura al commercio internazionale ed elevata inflazione; a tutti questi problemi negli ultimi mesi si è aggiunta anche una grande siccità.

Secondo il Fondo l'economia argentina non è cresciuta negli ultimi dodici anni, l'andamento del Pil è caratterizzato da continui crolli e rimbalzi.

Rimane infine il problema dell'iperinflazione che sta colpendo il paese, nel 2023 il tasso d'inflazione ha raggiunto il 133,5% e crescerà al 249,8% nel 2024 per poi diminuire nel 2025 (59,6%).

La crescita in Medio Oriente salirà dal 2% nel 2023 al 2,8% nel 2024 e al 4,2% nel 2025, le previsioni leggermente in ribasso rispetto alle precedenti riflettono un rallentamento dell'Iran causato dalle minori attività non petrolifere e dai minori ricavi petroliferi.

Rimane molto tesa la situazione geopolitica in Medio Oriente, in caso di *escalation* le previsioni sulla crescita potrebbero drasticamente cambiare.

Infine, l'Africa Subsahariana, dopo lo shock climatico che nel 2022 ha portato distruzione e sfollati, crescerà nei prossimi anni passando da un aumento del Pil del 3,4% nel 2023 al 3,8% nel 2024 e al 4% nel 2025. La diminuzione della crescita in Angola verrà ampiamente compensata dalla maggior crescita prevista in Nigeria.

1.5 Conclusioni

In conclusione, il fondo evidenzia come il rapporto debito/Pil aumentato dopo la pandemia, continuerà ad aumentare nella maggior parte delle nazioni per i grandi deficit di bilancio. Peserà sull'ammontare del debito pubblico anche il maggior costo per interessi sui titoli di nuova emissione.

È necessario quindi un consolidamento fiscale da parte degli stati maggiormente indebitati in modo da ricostruire riserve di bilancio per eventuali shock futuri e contenere il rapporto debito/Pil. Consolidamento fiscale non è sinonimo di austerità, un eccessivo taglio della spesa pubblica e un eccessivo aumento della tassazione potrebbero far diminuire eccessivamente la crescita e indirizzare le economie verso la recessione.

Un'eventuale crisi dei debiti sovrani potrebbe avere conseguenze molto negative anche sulla stabilità finanziaria, le banche infatti possiedono nell'attivo dei propri bilanci una quota ingente di titoli di stato, la maggior parte di questi emessi dalle nazioni di appartenenza delle banche stesse.

Capitolo 2

SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO E STABILITÀ FINANZIARIA

2.1 Prospettive fiscali globali

L'inflazione, come descritto precedentemente, è diminuita negli ultimi mesi e sono migliorate le condizioni per ottenere finanziamenti; non sono però diminuiti i *deficit*, i debiti pubblici e i conseguenti rischi sulle finanze pubbliche.

I dati del FMI dimostrano che nel 2023 la stretta monetaria è rimasta forte nell'85% delle economie mondiali, ma il grado di espansività della politica fiscale, necessario per fronteggiare la crisi pandemica, è diminuito solo in metà di esse.

Quindi in una situazione in cui la spesa pubblica per fronteggiare l'emergenza pandemica e il successivo *shock* inflattivo è rimasta elevata e sono diminuite le entrate straordinarie derivanti dall'inflazione, i saldi fiscali non sono tornati ai livelli pre-pandemici.

Molti economisti hanno sollevato critiche sul fatto che, alla politica monetaria restrittiva attuata dalle Bc con l'obiettivo di combattere l'inflazione, i governi hanno contrapposto una politica fiscale molto espansiva, che rischiava di far perdere efficacia all'aumento dei tassi in chiave antinflazionistica.

In molti paesi, come ad esempio in Italia, la riduzione negli ultimi mesi degli aiuti introdotti durante l'inflazione, come lo sconto sulle accise dei carburanti,

hanno creato malcontento tra la popolazione; ciò potrebbe scoraggiare i governi a continuare la necessaria stretta fiscale.

Il rapporto debito globale/Pil nel 2023 è tornato a salire e rimane superiore del 9% rispetto al 2019, dopo esser diminuito nel biennio 2021-2022, rimane inoltre elevato il numero di paesi appartenenti alle economie emergenti e in via di sviluppo a rischio insolvenza.

La spesa primaria, cioè la somma delle uscite del settore pubblico esclusa la quota per interessi sul debito, in rapporto al Pil è risultata essere nelle economie avanzate (esclusi gli Stati Uniti) superiore rispetto alle previsioni pre-pandemia di circa 3 punti percentuali; nelle economie emergenti, esclusa la Cina, tale differenza si attesta al 2%.

Tutte le componenti della spesa pubblica sono aumentate nella maggior parte delle economie: oltre all'aumento già citato della spesa primaria, sono anche aumentati i costi per interessi sulle nuove emissioni obbligazionarie; per tali motivi, i rischi sulle finanze pubbliche rimangono elevati.

Il 2024 è stato definito l'anno delle grandi elezioni, 88 economie o aree economiche hanno già avuto o avranno elezioni nel corso dell'anno, tra cui Brasile, Unione Europea, India, Russia, Regno Unito e Stati Uniti, e quando ci sono elezioni storicamente vengono rinviate al futuro politiche fiscali restrittive, specialmente in un contesto come quello attuale dove la domanda di spesa per il sociale è in continuo aumento.

Permangono infine incertezze sulla diminuzione della spesa pubblica a causa di crescenti tensioni geopolitiche e disastri naturali sempre più frequenti, che richiedono ingenti somme di denaro per la ricostruzione delle aree colpite; per capire le dimensioni globali di tale problema basta riflettere sul fatto che l'alluvione in Emilia-Romagna nel 2023 in una zona abbastanza limitata ha provocato danni per 9 miliardi di euro.

Nel medio periodo si prevede un aumento del debito pubblico globale spinto da Stati Uniti e Cina che lo aumenteranno oltre i massimi storici.

In molte altre economie la stretta fiscale andrà a stabilizzare il rapporto debito/Pil, che rimarrà tuttavia superiore rispetto al livello pre-pandemico; il FMI prevede una stabilizzazione di esso grazie alla diminuzione della spesa primaria in media del 2% rispetto al Pil (esclusi Stati Uniti e Cina).

Rimane incerto l'impatto fiscale che avrà l'intelligenza artificiale (IA) nei prossimi anni perché, se da un lato aumenterà la produttività media dei lavoratori, dall'altro una quota importante di essi potrebbe essere sostituita e ciò porterà ad un aumento delle spese assistenziali. I principali *leader* del G7 osservano con attenzione l'evoluzione e l'impatto che l'intelligenza artificiale può avere in futuro sull'economia mondiale e non solo, inoltre diversi legislatori stanno iniziando a regolamentare l'utilizzo dell'IA.

Secondo il FMI, per garantire la sostenibilità fiscale e per ricostruire le riserve di bilancio, l'aggiustamento fiscale necessario in molti paesi potrebbe essere

maggiore di quello previsto; tale sforzo risulta necessario per ridurre la vulnerabilità e poter affrontare eventuali nuove crisi. Questa istituzione internazionale è da sempre stata molto decisa nel consigliare diminuzioni della spesa pubblica ai paesi membri durante i rapporti periodici e ad imporre tali tagli a tutti quei paesi che hanno fatto richiesta per ottenere assistenza finanziaria; tuttavia, anche se il compromesso tra austerità e crescita verrà approfondito nel prossimo paragrafo, bisogna tener presente che tagli alla spesa eccessivi rischiano di peggiorare sia la crescita che il livello di debito pubblico.

Una riduzione della spesa potrebbe sostenere la discesa dell'inflazione verso il raggiungimento del target previsto; dal momento che il livello medio dei prezzi sta diminuendo e che rimane la necessità di diminuire la spesa pubblica, i governi dovrebbero rimuovere gradualmente tutti i sussidi legati alla pandemia.

Il FMI, oltre a raccomandare una diminuzione della spesa pubblica invita gli stati a migliorare i sistemi fiscali e a privilegiare investimenti su innovazione e ricerca.

Le raccomandazioni del FMI sulla riduzione della spesa pubblica, in particolare quella ritenuta improduttiva, seppur hanno un corretto fondamento macroeconomico, spesso si scontrano con le convenienze politiche dei governi e rimangono quindi solitamente inascoltate.

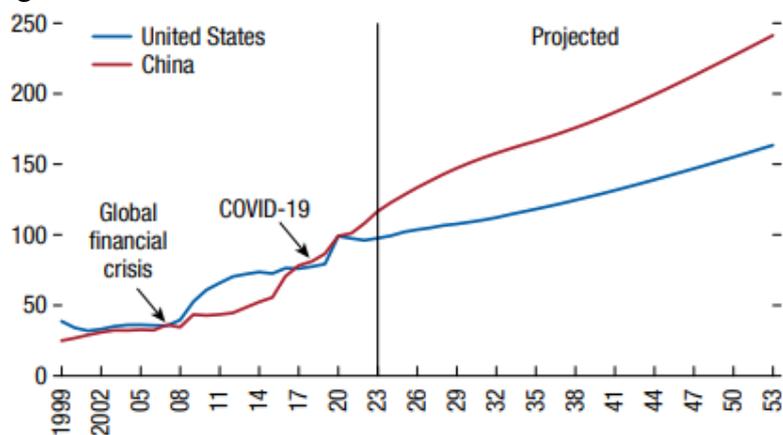
Il rapporto *deficit*/Pil globale nel 2023 è aumentato dell'1,6% e ha raggiunto in media il 5,5%, anche il rapporto debito/Pil è aumentato di circa il 2% e ha raggiunto il 93,2%. Rispetto al 2022 la spesa pubblica è rimasta stabile ma sono diminuite le

entrate, pesa in particolare la diminuzione delle entrate straordinarie causate dall'inflazione.

La stretta fiscale prevista nel 2024 dovrebbe portare ad una diminuzione del rapporto *deficit*/Pil che dovrebbe scendere al 4,9% nel corso dell'anno per poi continuare la sua discesa nel medio periodo fino ad attestarsi al 4,3% nel 2029.

Sviluppi e prospettive della politica fiscale globale sono determinati da Stati Uniti e Cina, si prevede che il loro debito pubblico raddoppierà entro il 2053, come è possibile osservare nella figura 2.1; la gestione della politica fiscale da parte di questi due stati può avere effetti sull'economia globale e comportare rischi sulle altre economie.

Figura 2.1 Confronto dell'indice debito/Pil tra Cina e Stati Uniti



Fonte: IMF – fiscal monitor (April 2024)

2.1.1 Prospettive fiscali Stati Uniti e Cina

In merito agli Stati Uniti, rimane elevato il rapporto *deficit*/Pil che dal 4,1% nel 2022 è aumentato all' 8,8% nel 2023 per vari motivi, tra cui una diminuzione delle entrate fiscali, come ad esempio la riduzione delle imposte sulle plusvalenze e un aumento della spesa pubblica di circa l'1,3% in rapporto al Pil; il FMI prevede inoltre che il rapporto *deficit*/Pil rimarrà elevato, fino al 2029 supererà il 6% ogni anno.

Gli aumenti sui rendimenti dei titoli di stato statunitensi, elevati e non previsti, provocano solitamente forti volatilità sui tassi di cambio nei mercati emergenti e nelle economie in via di sviluppo.

In Cina il *deficit* sul Pil salirà fino a raggiungere l'8% nel medio periodo a causa di un aumento delle spese previdenziali, nel 2023 tale rapporto è stato leggermente superiore al 7% dal momento che l'aumento delle spese è stato compensato da un aumento delle entrate; tuttavia, l'aumento dei deficit primari farà aumentare il debito pubblico complessivo.

La diminuzione della crescita e gli sviluppi fiscali negativi in Cina potrebbero portare a ripercussioni negative sulla maggior parte delle economie del resto del mondo attraverso una diminuzione del commercio internazionale; nel 2022 il 15% delle entrate fiscali nelle economie emergenti e in via di sviluppo è derivato dal commercio e dalle transazioni internazionali. Per tale motivo, secondo Wolf, Wang e Tang (2023) minori importazioni in Cina, che sempre nel 2022 ha importato il

12% delle esportazioni globali e oltre il 60% di materie prime, potrebbero avere conseguenze negative sul gettito fiscale degli altri paesi, specialmente nei paesi *partners*, nei paesi esportatori di materie prime e nelle economie in via di sviluppo la cui economia è basata sulle entrate commerciali.

Il FMI ha stimato che un calo della crescita in Cina di un punto percentuale nel quinquennio 2023-2028 potrebbe portare ad una diminuzione dei ricavi in relazione al Pil nelle economie emergenti e nei paesi in via di sviluppo pari allo 0,5% e un calo dello stesso indice pari allo 0,2% nelle economie avanzate. Oltre a questo, un calo della crescita in Cina potrebbe diminuire gli investimenti e i finanziamenti esteri che, negli ultimi decenni sono sostanzialmente aumentati verso molte economie emergenti ed in via di sviluppo, in particolare verso quelle dell’Africa sub-sahariana, dell’America Latina e dei Caraibi. Molto elevata è la quota degli investimenti diretti esteri della Cina, essi ammontavano a 2,8 trilioni di dollari nel 2022; tali investimenti sono molto importanti per le economie dei paesi beneficiari.

Da valutare anche l’impatto economico che avranno i nuovi dazi recentemente introdotti dall’Unione Europea sulle importazioni di auto elettriche provenienti dalla Cina, le eventuali scelte che prenderà la nuova Commissione Europea su tale materia e le conseguenti contromosse che la Cina intenderà adottare.

Le prospettive precedentemente citate dal FMI su Cina e Stati Uniti potrebbero non rispecchiare la realtà a causa dei repentini cambiamenti geopolitici in corso, determinante per i due paesi sarà il risultato delle elezioni presidenziali che si

terranno a novembre negli Stati Uniti. A seconda di chi verrà eletto presidente, si delinearanno con maggior certezza sia le prospettive fiscali future degli Stati Uniti, sia il rapporto politico e commerciale che tale nazione intenderà intraprendere con la Cina.

2.1.2 Prospettive fiscali nelle economie avanzate esclusi gli Stati Uniti

Le economie avanzate, sono attualmente caratterizzate da una lenta normalizzazione delle politiche fiscali, i *deficit* primari in rapporto al Pil sono aumentati dello 0,6% ed hanno raggiunto il 2,1% nel 2023; sono tre le principali cause di tale aumento. La prima causa è che “al venir meno dello shock inflazionistico è venuto meno anche il *bracket creep effects*”⁴, cioè l’effetto che si verifica quando l’inflazione spinge il reddito imponibile verso scaglioni più elevati; di conseguenza, quando questo effetto si è dissipato sono diminuite le entrate fiscali. La seconda causa è da attribuire ai governi che non hanno progressivamente diminuito gli aiuti a famiglie e imprese per affrontare il caro energia, nonostante la diminuzione dei prezzi nel 2023; l’Italia addirittura ha esteso il Superbonus 110%, una misura legata alla crisi pandemica. Infine, come ultima causa abbiamo l’annuncio, da parte di alcuni paesi, di politiche fiscali espansive come, ad esempio,

⁴ IMF – Fiscal Monitor (April 2024)

diminuzione dei contributi previdenziali e nuovi piani di spesa, senza aver coperture di spesa realistiche.

Nella maggior parte delle economie avanzate nel 2024 inizierà un consolidamento fiscale che farà diminuire il rapporto *deficit* primario/Pil, si prevede che tale rapporto raggiungerà lo 0,3% entro il 2029; la diminuzione nel breve periodo dipenderà dall'eliminazione di sussidi e incentivi precedentemente citati.

La mancata diminuzione della spesa associata ad una bassa crescita ha avuto conseguenze negative anche sul rapporto debito/Pil che nel 2023 si è attestato al 102%, si prevede una leggera diminuzione nel medio periodo di 2 punti percentuali entro il 2029.

L'attendibilità di queste previsioni, visto che molti degli stati appartenenti all'aggregato sono membri dell'UE, potrebbe variare a seconda delle politiche che le nuove istituzioni Europee intenderanno intraprendere, specialmente in materia di investimenti per la transizione ecologica.

Inoltre, dal momento che molte delle economie avanzate sono tra quelle che maggiormente hanno subito le conseguenze negative dalla guerra in Ucraina, un eventuale evoluzione del conflitto, anche alla luce di quello che sarà il risultato delle elezioni negli Stati Uniti, potrebbe far rapidamente cambiare le previsioni fiscali ipotizzate dal FMI.

2.1.3 Prospettive fiscali nelle economie emergenti esclusa la Cina

Nelle economie emergenti il rapporto *deficit* primario/Pil è cresciuto e si è attestato all'1,3% nel 2023.

Le entrate dei paesi esportatori di materie prime sono significativamente diminuite nell'ultimo anno con il venir meno della spinta inflazionistica (-1,1% del Pil) ma la spesa pubblica è rimasta elevata per diversi fattori, il principale è la proroga dei sussidi legati alla pandemia.

In alcune grandi economie, le misure dei governi volte a contrastare disastri naturali e ad aumentare gli stipendi nel settore pubblico e le pensioni, hanno portato ad aumenti importanti dei *deficit*.

Secondo le proiezioni il rapporto *deficit* primario/Pil diminuirà leggermente e si attesterà all'1,2% nel 2024 e continuerà a scendere fino a raggiungere lo 0,3% nel medio periodo; il consolidamento fiscale sarà più forte per le economie che hanno elevati debiti pubblici.

Il rapporto debito/Pil è aumentato di circa 3 punti percentuali ed ha raggiunto il 58% nel 2023, secondo le stime rimarrà stabile nel medio periodo; tuttavia, in alcuni paesi del gruppo tale rapporto aumenterà in modo significativo nei prossimi anni, come ad esempio in Sud Africa dove raggiungerà l'86% nel medio periodo.

Molti dei paesi appartenenti a tale aggregato fanno parte dell'alleanza BRICS, questi paesi hanno l'obiettivo di migliorare tra loro i legami politici ed economici.

Dal momento che la Cina è la principale potenza di tale alleanza, le prospettive fiscali future saranno influenzate notevolmente dalla capacità di ripresa dell'economia cinese, rispetto alle previsioni del FMI.

2.1.4 Prospettive fiscali nelle economie in via di sviluppo

Diversi *shock* hanno continuato a colpire molti paesi in via di sviluppo nel 2023, tra cui colpi di stato e guerre regionali; nonostante ciò, i deficit primari sono diminuiti fino a raggiungere l'1,8% del Pil grazie ad una graduale diminuzione delle misure espansive legate alla pandemia.

Tuttavia, per tali economie pesano sia l'apprezzamento del dollaro Usa e i tassi d'interesse più elevati che hanno reso più oneroso il debito denominato in dollari, sia la diminuzione degli investimenti esteri provenienti dalla Cina.

Secondo le previsioni, il rapporto *deficit* primario/Pil continuerà a scendere nel corso dell'anno fino a raggiungere l'1,5%, si prevede inoltre che raggiungerà 1% entro il 2029 grazie a politiche fiscali più restrittive in diversi paesi.

Il debito pubblico è rimasto stabile negli ultimi anni attestandosi in media al 50% del Pil grazie ad inflazione e grandi prestiti agevolati, mentre nel 2023 è aumentato di 3 punti percentuali a causa del deprezzamento del tasso di cambio in Nigeria.

Rimangono elevati i costi per interessi sullo *stock* di debito complessivo che in media ammontano al 13% della spesa totale e al 25% delle entrate fiscali; costi così

elevati riducono la possibilità per i paesi di investire in servizi essenziali oltre ad aumentare l'esposizione al rischio d'interesse e di cambio.

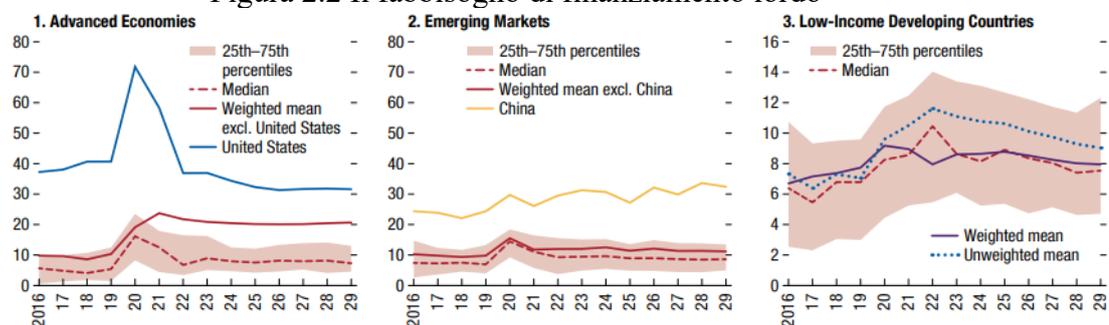
Anche le prospettive fiscali dei paesi in via di sviluppo potranno variare rispetto alle proiezioni fatte dal FMI in base a quello che sarà l'andamento dell'economia cinese, quest'ultima infatti nell'ultimo decennio ha incrementato investimenti diretti esteri, prestiti e scambi economici, politici e militari verso moltissime economie in via di sviluppo, come ad esempio Eritrea, Uganda, Sudan e Kenya.

2.1.5 Aggiustamento fiscale tra grandi elezioni e pressioni sulla spesa

Gli *shock* che hanno colpito il mondo in questi ultimi anni hanno indebolito le finanze pubbliche e i rapporti *deficit*/Pil e debito/Pil sono aumentanti nella quasi totalità delle economie; uscite non corrispondenti alle entrate possono far diventare la politica fiscale fonte di instabilità.

Il fabbisogno di finanziamento lordo, a causa dei continui *deficit* di bilancio e dei maggiori costi di finanziamento, resterà elevato nel medio periodo: per Cina e Stati Uniti sarà maggiore del 25% del Pil nel breve periodo, per le economie avanzate (esclusi gli Stati Uniti) circa il 20% del Pil e per le economie emergenti (esclusa la Cina) circa il 10% del Pil, come evidenziato dalla figura 2.2.

Figura 2.2 Il fabbisogno di finanziamento lordo



Fonte: IMF – fiscal monitor (April 2024)

In questo contesto di elevati debiti in cui le entrate inaspettate causate dall'inflazione sono svanite e la politica fiscale è rimasta espansiva a causa della mancata eliminazione delle misure straordinarie introdotte per contrastare le recenti crisi, l'aggiustamento fiscale è necessario e non più rinviabile.

Una progressiva stretta fiscale riprenderà nel corso del 2024, tuttavia ogni paese, a differenza di quanto auspicato dal FMI, dovrà evitare tagli eccessivamente drastici e adattare tale stretta alla propria situazione macroeconomica interna per evitare un'eccessiva diminuzione della crescita.

Politiche fiscali più prudenti in concomitanza di condizioni congiunturali positive portano ad una diminuzione del debito, ciò è auspicabile specialmente per le economie con elevati rischi finanziari.

I governi dovrebbero immediatamente rimuovere le misure di sostegno introdotte durante le recenti crisi ed erogare sussidi contro il caro energia solamente alle fasce più fragili della popolazione; dovrebbero inoltre garantire che le entrate siano commisurate alle uscite, dovrebbero eliminare le spese inefficaci e

concentrare le risorse per attuare riforme strutturali con l'obiettivo di migliorare la produttività, l'innovazione e la sostenibilità.

Come già precedentemente anticipato le elezioni andranno a coinvolgere più della metà della popolazione, le evidenze empiriche dimostrano che negli anni elettorali il rapporto *deficit*/Pil aumenta di circa lo 0,3% rispetto agli anni precedenti; l'aumento è conseguente sia ad una diminuzione delle imposte sia ad un aumento della spesa.

La volontà dei governi di aumentare consenso elettorale potrebbe portare ad uno slittamento del consolidamento fiscale previsto per quest'anno nella maggior parte delle economie, almeno in quelle con un elettorato che ha una visione economica più limitata.

Infine, finanziare le misure già citate ricorrendo all'emissione di obbligazioni potrebbe ulteriormente compromettere la sostenibilità fiscale dal momento che i livelli di debito sono aumentati notevolmente negli ultimi anni.

Il FMI ha concentrato la propria attenzione sull'aumento della spesa pubblica preelettorale, tuttavia sarà importante, per le prospettive fiscali, valutare l'esito delle elezioni, i cambiamenti delle politiche fiscali eventualmente attuati dai nuovi eletti e le nuove alleanze geopolitiche che potenzialmente potrebbero formarsi nel corso degli anni futuri.

Per quanto riguarda l'Eurozona, permangono i rischi associati all'unione moneta incompleta, sarà compito dei nuovi vertici a capo delle istituzioni Comunitarie

provare ad aumentare l'integrazione tra stati. Tuttavia, nonostante per la prima volta dopo la pandemia si è arrivati all'emissioni di obbligazioni comuni con il *Next Generation EU*, il percorso verso una completa integrazione fiscale rimane difficilmente attuabile.

2.2 Sostenibilità del debito pubblico

Per debito pubblico si intende la somma dei *deficit* accumulati negli anni da uno stato, cioè, “il valore nominale di tutte le passività lorde consolidate delle amministrazioni pubbliche... ed è costituito dall'ammontare dei Titoli di Stato emessi regolarmente sul mercato interno e sul mercato estero.”⁵

Ci sono diverse definizioni di sostenibilità del debito pubblico, il Ministero dell'Economia e delle Finanze riprende la definizione del FMI secondo la quale il debito è sostenibile se “uno Stato è in grado di far fronte alle proprie obbligazioni presenti e future senza dover richiedere assistenza finanziaria o incorrere in una situazione di default”⁶.

Nei paesi con fondamenti macroeconomici deboli il *deficit* può entrare in un circolo che autoalimenta il debito: se nel paese c'è un disavanzo che viene finanziato emettendo obbligazioni, l'aumento del debito può portare ad un aumento dei tassi d'interesse che portano a ripercussioni negative su esportazioni e crescita,

⁵ <https://www.mef.gov.it/index.html>

⁶ <https://www.mef.gov.it/index.html>

che si traducono in un aumento delle uscite e in una diminuzione delle entrate che a loro volta costringeranno lo stato ad emettere nuovo debito e così via. I paesi con fondamenti macroeconomici forti non rischiano tali conseguenze perché riescono ad indebitarsi ad un costo molto minore.

Il debito, quindi, aumenta quando il saldo di bilancio dello stato è in *deficit* e si decide di coprire tale differenza negativa emettendo obbligazioni, diminuisce se il saldo di bilancio risulta in *surplus* e rimane invariato se il bilancio chiude in pareggio.

Tuttavia, lo *stock* di debito ai fini della sostenibilità è poco significativo, per tale motivo si rapporta al Pil (che indica la possibilità che ha lo stato di raccogliere entrate tramite imposte per poi utilizzarle per rimborsare il debito pubblico); il debito è sostenibile secondo Domar (1994) se l'indice debito/Pil diminuisce nel tempo o se l'indice *deficit*/Pil non cresce senza limiti ad un tasso maggiore del tasso di crescita economica, l'autore dimostra che un continuo indebitamento si traduce in un debito pubblico sempre crescente che comporterà imposte sempre maggiori, che alla fine potrebbe tradursi nel *default* sovrano.

Analizzando nel dettaglio il rapporto debito/Pil che si indica con $b = \frac{B}{PY}$, si osserva che tale rapporto diminuisce se, a parità di altre condizioni: diminuisce lo stock complessivo di debito (B), aumenta il livello generale dei prezzi (P), aumentano le quantità prodotte (Y). I fattori che determinano la variazione di B

sono stati sopra citati, tuttavia, dal momento che gli oneri sul debito non dipendono dalle politiche fiscali viene preso in considerazione anche il saldo primario. Quindi la diminuzione di b si può ottenere teoricamente se c'è una riduzione del *deficit* primario o, meglio, se c'è un *surplus* primario, se c'è una diminuzione del costo per interessi, se c'è un aumento dell'inflazione, se aumenta il tasso di crescita ed infine con il finanziamento monetario del debito pubblico. Tra queste misure è bene escludere: il costo per interessi su cui il governo non può intervenire, salvo casi particolari come la ristrutturazione del debito, e il finanziamento monetario che, oltre ad essere vietato in moltissimi paesi, provoca più svantaggi che vantaggi tra cui un eccessivo aumento dell'inflazione che può portare ad un aumento dei tassi d'interesse e quindi ad una perdita di competitività con conseguenze negative sulle esportazioni e quindi sul Pil. La strategia migliore che i governi possono attuare per ridurre il rapporto debito/Pil è diminuire gradualmente le spese primarie per far sì che il saldo primario sia positivo, aumentare la crescita reale dell'economia (con riforme strutturali) e sfruttare un leggero aumento dell'inflazione.

Nonostante sembra esistere una relazione negativa tra debito e crescita, Panizza e Presbitero (2014) dimostrano empiricamente che non c'è alcuna prova convincente che il debito pubblico abbia effetti sulla crescita economica, quindi questo nesso causale potrebbe non esistere.

Una politica fiscale troppo restrittiva rischia di essere controproducente per il rapporto debito/Pil, almeno nel breve periodo. Nonostante il consolidamento fiscale

viene ritenuto necessario per ripristinare la sostenibilità fiscale in caso di rapido aumento del debito, Ghosh ed altri (2013) hanno evidenziato le conseguenze negative che questo può avere sull'attività economica e di conseguenza sulla crescita e sull'indice sopra citato. Esaminando il caso italiano si nota che importanti tagli alla spesa pubblica nel biennio 2011-2013 hanno portato ad un aumento dell'indice debito/Pil. Una drastica riduzione della spesa pubblica migliora il saldo di bilancio e di conseguenza porta ad una riduzione dello *stock* di debito pubblico ma, oltre a questo, provoca una diminuzione della produzione, in valore assoluto maggiore della diminuzione dello *stock* di debito. Nel medio periodo però se la stretta fiscale diminuisce, la produttiva torna ad aumentare e il *surplus* di bilancio provocato dalla manovra iniziale fa diminuire lo *stock* di debito, il rapporto deficit/Pil inizierà a diminuire.

Le principali misure di consolidamento fiscale che il governo può adottare per ridurre il rapporto debito/Pil sono la diminuzione della spesa pubblica, l'aumento delle imposte o un *mix* di entrambe le cose, diversi studi hanno analizzato l'efficacia di queste misure. Lo studio di Lilico ed altri (2009) giunge alla conclusione che i programmi di consolidamento fiscale, per avere successo, devono prevedere almeno una riduzione pari all'80% della spesa pubblica ed un aumento delle imposte di massimo il 20%; Alesina e Ardagna (2009) analizzando 107 consolidamenti fiscali attuati in 21 paesi dell'OCSE, hanno trovato solamente 21 grandi aggiustamenti fiscali correttamente riusciti, da ciò hanno concluso che i

consolidamenti fiscali di successo erano quelli basati prevalentemente o completamente sulla riduzione della spesa pubblica.

Anche Biggs ed altri (2010) sono orientati nella stessa direzione degli studi precedentemente citati, anche loro evidenziano che nei consolidamenti riusciti la riduzione della spesa pubblica è maggiore dell'aumento delle imposte, nel dettaglio i consolidamenti riusciti erano così strutturati, 85% tagli alla spesa e 15% aumenti delle imposte, mentre quelli non riusciti erano costituiti dal 47% tagli alla spesa e 53% aumenti delle entrate. Infine, hanno evidenziato che il successo dei consolidamenti fiscali è direttamente proporzionale alla quota di riduzione della spesa pubblica, quindi maggiore è la diminuzione della spesa e maggiore è il successo del consolidamento fiscale. Tuttavia, la perdita di consenso politico derivante dai tagli alla spesa pubblica fa spesso desistere i governi ad attuare efficacemente tale misura.

Forte e Magazzino (2016), dopo aver analizzato 18 paesi appartenenti all'Eurozona, oltre a confermare anche loro che il taglio alla spesa è da preferire all'aumento delle imposte, dimostrano che per aumentare la crescita economica gli investimenti pubblici sono da preferire alla spesa corrente, sarebbe interessante quindi capire se gli investimenti pubblici che migliorando la crescita contribuiscono alla diminuzione del rapporto debito/Pil, sono influenzati dall'ammontare di tale rapporto. Ari e Koc (2018) per dimostrare empiricamente se un elevato ammontare del rapporto compromette la capacità dei governi di compiere investimenti pubblici,

che sono uno dei canali per favorire la crescita economica, analizzano i venti paesi con il Pil maggiore dividendoli in: sostenibili (b inferiore al 60%); quasi sostenibili (b tra 60% ed 85%); insostenibili (b superiore al 85%). Emerge dall'analisi che il debito pubblico influisce sulla capacità di effettuare investimenti pubblici, in particolare ha effetti negativi se in rapporto al Pil supera la soglia dell'85%, quindi il ricorso al debito per costruire infrastrutture pubbliche può essere utile per promuovere la crescita fino a quando non oltrepassa tale limite.

Tornando alla sostenibilità del debito pubblico in senso stretto, senza entrare nel dettaglio dei test empirici di stazionarietà e di cointegrazione, esistono in letteratura moltissimi articoli inerenti alla sostenibilità del debito, oltre a quello di Domar (1944) precedentemente citato. Secondo Blanchard ed altri (1990) il debito pubblico è sostenibile se non aumenta esponenzialmente tanto da dover costringere i governi ad aumentare le imposte, diminuire la spesa o, peggio, dichiarare *default* sul debito.

Keynes (1923) fu il primo economista a sostenere che i *deficit* di bilancio strutturali devono essere evitati, sostenendo che l'utilizzo del *deficit* è giustificato durante le fasi di recessione in chiave anticiclica, ma allo stesso tempo questi devono essere compensati da *surplus* di bilancio durante le fasi di espansione. Vanno quindi evitati i *deficit* permanenti per non generare aspettative di insolvenza sul debito.

Un ulteriore approccio per stabilire la sostenibilità del debito pubblico, preferito per decenni da moltissimi economisti, è quello dell'equazione di sostenibilità. Essa eguaglia il valore del debito pubblico al valore atteso dei saldi primari (che dipendono anche dall'intervento del governo) che verranno utilizzati per ripagarlo, se il valore atteso degli avanzi primari è troppo basso rispetto ai pagamenti del debito in scadenza, allora il debito viene definito insostenibile ed il governo sarà costretto a rimborsare meno di quanto dovrebbe.

Partendo sempre dall'equazione di sostenibilità del debito pubblico, è possibile inoltre stabilire la sostenibilità del debito stimando il valore massimo che l'avanzo primario può raggiungere; quindi, invece di stabilire cosa farà il governo si va a stimare il massimo che esso può fare in termini di fattibilità. Per fare ciò, secondo D'Erasmus, Mendoza e Zhang (2016) sono necessari dei modelli, che sono versioni delle curve di Laffer nella maggior parte dei casi; il picco della curva fornisce le entrate massime che possono essere utilizzate per rimborsare il debito.

Totalmente diverso ed innovativo è il test (della funzione di reazione fiscale) proposto da Bohn (1998) che ha analizzato se il rapporto *surplus*/Pil è funzione lineare positiva del rapporto debito/Pil, in tal caso il debito pubblico risulta essere sostenibile. Questo perché, se i governi aumentano lo *stock* di debito pubblico ma gli anni successivi adottano azioni correttive per aumentare l'avanzo primario, tale avanzo contribuisce a far tornare il rapporto debito/Pil verso la sua media. Il ritorno

verso la media però, avviene solamente se il governo reagisce con forza adottando idonee azioni correttive.

Tra le teorie più recenti più rivoluzionarie c'è senza dubbio quella ipotizzata da Reis (2022) chiamata *debit revenue*. Dopo aver indagato i motivi per i quali gli investitori chiedono rendimenti molto più bassi per le obbligazioni governative rispetto a ciò che chiedono per le altre obbligazioni presenti nel mercato, Reis dimostra che il governo può ripagare il debito prendendo in prestito risorse ad un tasso minore rispetto alle condizioni di mercato per poi a sua volta prestare quelle risorse a condizioni vicine a quelle di mercato (*debit revenue*), in modo da generare dei profitti per rimborsare il debito. Anche se l'analisi di Reis è molto precisa, è tuttavia da dimostrare l'effettiva possibilità pratica di attuare ciò che ipotizza nella sua ricerca.

Oltre alle ricerche sopra citate, D'Erasmus ed altri (2016) evidenziano che la sostenibilità del debito dipende anche dai costi di un eventuale *default*, se quest'ultimo non comportasse costi, il debito pubblico sarebbe sempre insostenibile per i governi, anche se essi sono solvibili, perché comunque resterebbe la scelta migliore da compiere. Tuttavia, dal momento che il *default* comporta dei costi, anche in termini elettorali, che verranno analizzata nell'ultimo paragrafo del capitolo, i governi sono incentivati ad impegnarsi per rispettare le scadenze.

La sostenibilità del debito pubblico dipende anche, oltre che dalla qualità delle istituzioni e dai fondamenti macroeconomici, da chi detiene le obbligazioni. Gli

analisti della Banca Mondiale e del FMI per stabilire se il debito è sostenibile prendono in esame il debito interno ed il debito esterno, mentre le agenzie di *rating* prendono in esame principalmente il debito esterno; maggiore è la quota di debito interno e minore è la possibilità di subire attacchi speculativi che possono mettere in difficoltà il paese.

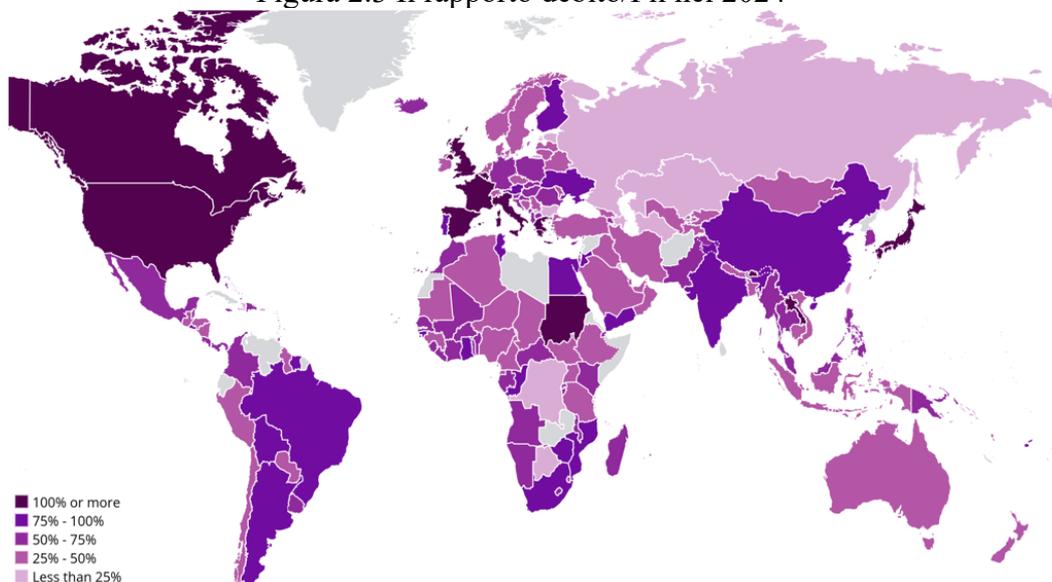
Le principali agenzie di *rating* esprimono giudizi sulla solvibilità dei debiti sovrani due volte l'anno, tale giudizio è importante perché serve a informare la platea degli investitori; importante precisare che i *rating* espressi sono opinioni delle singole agenzie e che qualche volta possano essere condizionati da errori di valutazione; qualche decennio fa, ad esempio, l'Argentina ha dichiarato *default* sul debito nonostante aveva una valutazione positiva.

Fiducia e sostenibilità del debito pubblico non sono sinonimi, non è detto che, se un debito sovrano viene ritenuto sostenibile dalle principali istituzioni allora automaticamente gli investitori ripongono fiducia in quel determinato paese e che quindi non sarà mai oggetto di turbolenze finanziarie ed attacchi speculativi.

Lo *spread* viene preso come riferimento per misurare la fiducia che hanno i mercati verso un determinato paese, in periodi di tensioni può essere altamente volatile a prescindere dal giudizio delle agenzie di *rating*.

Nella figura 2.3 è possibile osservare le previsioni del rapporto debito/Pil in tutti gli stati del mondo nel 2024, la maggior parte dei paesi che hanno il rapporto superiore al 100% appartengono alle economie avanzate.

Figura 2.3 Il rapporto debito/Pil nel 2024



Fonte: IMF - World Economic Outlook (April 2024)

Il Giappone è il paese con il rapporto debito/Pil più elevato al mondo, si stima sarà pari al 254,6% nel 2024. Nonostante questo indice sia così elevato, il debito giapponese viene ritenuto sicuro dai mercati e dalle agenzie di *rating* (A+ S&Poor's, A1 Moody's ed A Fitch) per diversi motivi. Il principale motivo è che il debito è detenuto per metà dalla rispettiva Banca centrale e l'altra metà da famiglie giapponesi che, essendo caratterizzate storicamente da un forte nazionalismo, è probabile che continueranno ad acquistare obbligazioni governative anche in caso di eventuali tensioni finanziarie. Un ulteriore motivo è che il debito oltre ad essere a lunga scadenza, è denominato in yen ed il Giappone ha una bilancia delle partite correnti fortemente in attivo. Infine, il Giappone è tra i paesi che ha un minor livello di tassazione tra le economie avanzate, in caso di eventuali tensioni sul debito il

governo avrebbe molto margine per aumentare le entrate fiscali. Tuttavia, il Giappone dovrebbe attuare riforme strutturali per risollevere la crescita e combattere l'invecchiamento della popolazione.

In Cina il rapporto debito/Pil è aumentato notevolmente e continuerà ad aumentare nei prossimi anni per i motivi già descritti nel paragrafo relativo alle proiezioni fiscali; tuttavia, il debito cinese viene ritenuto sicuro dalle principali agenzie di *rating* (A+ S&Poor's, A1 Moody's ed A+ Fitch).

I titoli di stato emessi dagli Stati Uniti, la prima economia del mondo, godono di fiducia internazionale a tal punto da essere considerati beni rifugio, questo ha permesso agli Stati Uniti di aumentare a dismisura lo *stock* di debito nel corso degli anni. Tuttavia, negli ultimi mesi, il debito statunitense è stato oggetto di tensioni a tal punto che l'agenzia Fitch lo ha declassato da AAA ad AA+, inoltre anche le partecipazioni estere nel debito statunitense sono diminuite dal 49% nel 2011 al 30% nel 2022. Nonostante il lieve declassamento, agenzie e investitori internazionali considerano il debito statunitense di altissima qualità e fin quando gli investitori continueranno ad acquistare grandi quantità di debito l'economia continuerà a crescere.

Crisi economica ed iperinflazione stanno mettendo in difficoltà la già debole economia argentina caratterizzata da *default* ciclici e continui prestiti erogati dal FMI. Per le agenzie di *rating* i titoli argentini rimangono altamente speculativi.

La Grecia rimane il paese con il più alto debito pubblico dell'Eurozona, pari al 158,8% del Pil; tuttavia, sta costantemente diminuendo e continuerà a diminuire almeno fino al 2029. La diminuzione del rapporto deficit/Pil, oltre ad essere sostenuta da buona crescita economica, è frutto degli importanti tagli alla spesa effettuati negli anni passati. L'elevato debito non desta più particolari preoccupazioni tra investitori e agenzie di *rating* che, dopo 13 anni non considerano più le obbligazioni emesse dalla Grecia come *junk* ma come *investment grade* (ad eccezione di Moody's).

A differenza della Grecia, il rapporto debito/Pil italiano continuerà a salire almeno fino al 2029 dove raggiungerà il 144,9%, attualmente tale rapporto si attesta al 139,2%. Se le proiezioni del FMI vengono confermate, l'Italia salirà al primo posto sulla non positiva classifica dei rapporti debito/Pil; rimane quindi necessario per l'Italia ridurre le spese non produttive per abbassare i rischi sui conti pubblici. Nonostante ciò, investitori internazionali e agenzie di *rating* ritengono che il debito pubblico italiano sia sostenibile, le ultime aste di Btp effettuate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze hanno avuto un esito molto positivo. Rimane molto basso lo *spread* che negli ultimi mesi è oscillato intorno ai 130 punti base.

Il Portogallo è uno dei paesi dell'Eurozona che sta ottenendo i risultati migliori nella riduzione del rapporto debito/Pil, nonostante sia stato duramente colpito dalla crisi dei debiti sovrani nel 2011, tanto da dover chiedere assistenza finanziaria al FMI. Tale rapporto, attualmente pari al 94,7% continuerà a scendere fino a

raggiungere il 76% nel 2029, anche per il Portogallo quindi, riforme strutturali, crescita e tagli alla spesa sembrano aver avuto effetti positivi sulla diminuzione del debito a più di un decennio dalla crisi dei debiti sovrani. Il caso portoghese dovrebbe essere preso come esempio da tutti quei governi che hanno un elevato rapporto debito/Pil.

2.3 Stabilità finanziaria e nesso tra banche e debito sovrano

Non si può parlare di stabilità del debito pubblico senza parlare di stabilità finanziaria, in quanto le due cose sono tra loro strettamente collegate. Le banche commerciali tendono ad acquistare titoli di stato emessi prevalentemente dagli stati di appartenenza per diverse finalità, che vanno dall'investimento alla necessità di avere titoli sicuri da depositare come *collateral* presso le banche centrali durante le aste di rifinanziamento; una eventuale ristrutturazione o *default* del debito creerebbero notevoli problemi ai bilanci delle banche. Viceversa, un eventuale rischio di *default* delle banche commerciali, specialmente quelle definite *too big to fail*, ha portato storicamente gli stati a coprire le perdite emettendo debito; questo garantisce la stabilità finanziaria ma compromette gravemente la sostenibilità del debito pubblico. Andando a considerare i paesi colpiti maggiormente dalla crisi dei debiti sovrani nel 2010-2011, troviamo nazioni come Italia e Grecia che negli anni precedenti alla crisi hanno attuato politiche fiscali eccessivamente espansive con conseguenze negative sul debito, ma troviamo nazioni come Spagna e Irlanda che

fino al 2008 hanno sempre avuto bassi livelli di debito (rispettivamente al 44% e al 39% del Pil) ma che, successivamente, si sono trovate in difficoltà a causa dei salvataggi bancari.

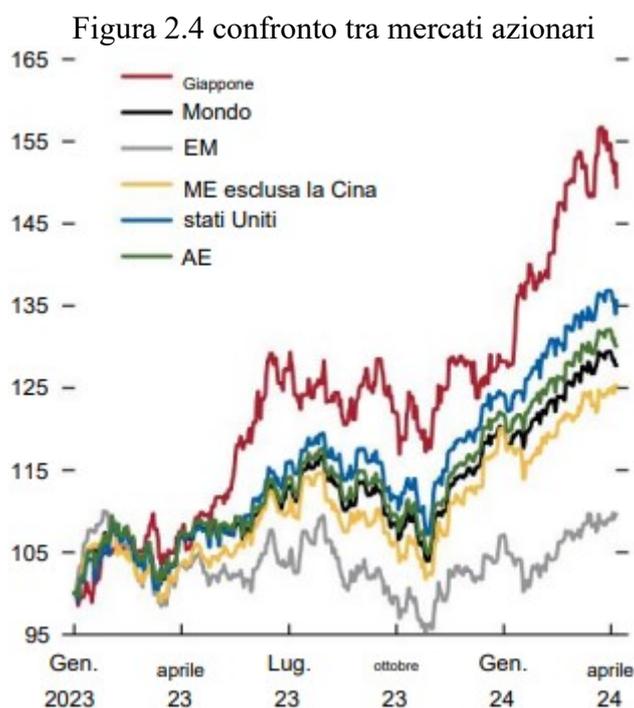
In merito alla stabilità finanziaria, senza ripetere le prospettive su inflazione e tassi d'interesse già ampiamente analizzate nel primo capitolo, a livello globale il sistema finanziario si è dimostrato solido e, nel breve periodo, i rischi per la stabilità finanziaria sono molto diminuiti.

Le fragilità del sistema finanziario non sono peggiorate nonostante il significativo aumento dei tassi d'interesse, anche i principali mercati emergenti si sono dimostrati solidi.

I mercati azionari nella maggior parte delle economie stanno avendo un *trend* positivo, specialmente nelle economie avanzate; sono inoltre ripresi gli afflussi di capitale per molti paesi appartenenti alle economie emergenti ed in via di sviluppo. Anche i mercati dove sono quotate obbligazioni private emesse da aziende europee e statunitensi sembrano seguire il *trend* positivo dei mercati azionari delle economie avanzate.

Il mercato azionario cinese è invece in difficoltà, la crisi del settore immobiliare che ha colpito duramente la Cina continua a scoraggiare gli investitori, la maggior parte dei titoli azionari hanno registrato perdite significative; il mercato azionario cinese è diminuito del 14% rispetto ad ottobre e del 45% rispetto al 2021. Preoccupa che nonostante i prezzi così bassi gli investitori ancora diffidano ad acquistare. Per

lo stesso motivo anche le condizioni di finanziamento rimangono elevate rispetto alla media storica. Nella figura 2.4 il confronto tra i diversi mercati azionari.



IMF - Global Financial Stability Report (April 2024)

Le problematiche globali maggiori rimangono nel settore immobiliare commerciale, l'aumento degli oneri sui finanziamenti ha messo in difficoltà molti mutuatari, il rischio principale è legato ad eventuali perdite che le banche potrebbero subire sui prestiti concessi per l'acquisto di immobili; per tale motivo è alta l'attenzione che hanno gli investitori verso le banche maggiormente esposte. I prestiti per l'acquisto di immobili rappresentano una parte importante dell'intero ammontare dei prestiti concessi da tutte le banche del mondo, ad esempio questi prestiti negli Stati Uniti ammontano al 18% del totale.

Tuttavia, il settore bancario sembra avere adeguate riserve per sopportare eventuali insolvenze derivanti dalla crisi del settore immobiliare, anche se diverse economie potrebbero subire ingenti perdite a causa della correlazione stretta tra settore immobiliare e sistema finanziario.

Si stima che i prezzi nel settore immobiliare commerciale siano diminuiti a livello globale del 12%, nello specifico il settore degli uffici è diminuito del 23% negli Stati Uniti e del 17% in Europa. Viceversa, nell'Asia Pacifico esclusa la Cina, i prezzi degli immobili commerciali sono rimasti stabili grazie agli elevati utili che hanno compensato i costi.

Anche il settore immobiliare residenziale è sotto pressione, i prezzi nella maggior parte delle economie continuano a scendere leggermente, fortunatamente secondo gli indici la sostenibilità del debito delle famiglie nelle economie avanzate risulta modesta. Negli Stati Uniti invece, i prezzi degli immobili residenziali, sostenuti da una domanda maggiore dell'offerta, sono aumentati del 6.1%.

Diversi sono i motivi del crollo del settore immobiliare commerciale, tra questi l'aumento del costo del denaro e un maggior utilizzo dello *smart working* che ha posto dubbi sulla domanda futura degli uffici; i costi di finanziamento per acquistare tali immobili risultano maggiori del rendimento che ne deriva.

Risulta quindi necessaria una stretta vigilanza sul settore immobiliare commerciale per proteggere il settore bancario e quindi la stabilità finanziaria.

In merito al sistema bancario globale, la quasi totalità delle banche non hanno avuto ripercussioni negative dai *default* avvenuti nel 2023. I fallimenti bancari avvenuti in Svizzera e Stati Uniti nel primo semestre dello scorso anno non hanno portato al temuto effetto contagio a differenza di quanto avvenuto nel 2008; determinanti in questo caso sono state le piccole dimensioni delle banche, in quanto a fallire sono state banche regionali e non banche sistemiche come ad esempio era Lehman Brothers.

Nella maggior parte delle economie mondiali le quotazioni delle azioni bancarie sono aumentate significativamente grazie ad ampie riserve di capitale, ingente liquidità ed elevati aumenti dei margini d'interesse.

In alcuni paesi, sistemi bancari che attualmente sembrano solidi, potrebbero essere messi in difficoltà dalla grande esposizione verso i debiti pubblici, inoltre secondo il FMI molte banche risultano vulnerabili in quanto hanno superato tre dei cinque indicatori di rischio. La maggior parte di queste banche sono cinesi e statunitensi, le prime si trovano in difficoltà per le insolvenze sui prestiti causate principalmente dalla crisi immobiliare, le seconde, per lo più banche regionali, si trovano ad affrontare molte pressioni sulla scia dei recenti fallimenti, anche se attualmente sembrano essersi ampiamente riprese.

Il debito sovrano e il debito privato continueranno ad aumentare nei prossimi anni e in un contesto di tassi d'interesse ancora elevati, molte famiglie e imprese potrebbero risultare insolventi principalmente verso il settore bancario.

La disponibilità delle banche a concedere prestiti è diminuita nel 2022 e nel 2023 soprattutto nelle economie avanzate per diversi motivi, tra cui: possibili deterioramenti del merito creditizio dei debitori, aspettative di bassa crescita e volontà delle banche di sopportare meno rischio; nei primi mesi del 2024 sembra che la diminuzione della disponibilità di concedere prestiti stia venendo meno in Brasile, Eurozona e Stati Uniti.

Dopo le crisi nel 2008 si sono susseguite numerose riforme, in particolare nei paesi appartenenti alle economie avanzate, per aumentare la regolamentazione bancaria. Le istituzioni Europee nel corso degli anni hanno emanato norme per evitare il fallimento delle banche e scongiurare il nesso debito-sovrano. La riforma più importante è quella che ha dato il via alla *bank union* “creata nel 2014 quale componente essenziale dell'Unione economica e monetaria dell'UE”⁷, si poneva l’obiettivo di:

- creare un singolo sistema di supervisione;
- creare un singolo meccanismo di risoluzione delle crisi;
- creare un sistema di garanzia dei depositi.

Tra gli atti giuridici più importanti per la *bank union*, rientra sicuramente la direttiva *Banking Recovery and Resolution Directive (BRRD)*⁸, che stabilisce che le crisi bancarie non possono trovare risposta nell’utilizzo di risorse pubbliche dal

⁷ <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/>

⁸ Legge n. 59 del 15 maggio 2014 pubblicata in Gazzetta Ufficiale europea n. 173 del 12 giugno 2014

momento che, ormai da qualche decennio, le banche sono società commerciali private.

Tra le norme che mirano a garantire la disciplina di bilancio per gli stati appartenenti all'Eurozona, la principale è il patto di stabilità e crescita (PSC) approvato a Dublino nel 1996 e recentemente riformato dopo le numerose critiche ricevute nel corso degli anni. Secondo la nuova riforma, l'aggiustamento riguarda le spese primarie nette a cui oltre agli interessi sono sottratte le spese per la disoccupazione e le spese per i programmi dell'Unione Europea. L'aggiustamento deve essere fatto in quattro anni, ma i paesi che si impegnano ad attuare riforme possono estenderlo a sette. L'aggiustamento minimo deve essere di almeno 1 punto percentuale del rapporto debito/Pil se tale rapporto è superiore al 90% e di 0,5 punti percentuali se compreso tra il 60% e il 90%. Rimangono infine le procedure d'infrazione per gli stati in cui il rapporto deficit/Pil è superiore al 3% e per quelli che non attuano i piani di aggiustamento.

2.4 Gestione della crisi sovrana

In caso di crisi sul debito sovrano i governi che non intendono richiedere assistenza a istituzioni esterne, possono percorrere diverse vie: se il paese si trova in una situazione di illiquidità il governo può chiedere una rinegoziazione del debito con l'obiettivo di allungare le scadenze; se si trova in una situazione di insolvenza può chiedere una ristrutturazione del debito con l'obiettivo di ottenere una

riduzione degli importi nominali o, nei casi più gravi, può dichiarare *default* sul debito e non rimborsare i creditori. In merito agli aspetti positivi del ricorso al *default*: diminuisce le tensioni a rialzo sui prezzi; restituisce autonomia alla politica monetaria; permette un aumento dei tassi d'interesse ed evita tensioni sociali dovute ad un eccessivo taglio della spesa pubblica. In merito ai costi, il costo principale è quello della perdita reputazionale, le evidenze empiriche dimostrano che dopo un *default* si verifica una riduzione della capacità di ricevere prestiti emettendo obbligazioni nei mercati internazionali insieme all'aumento degli oneri finanziari, anche se per un breve periodo. Anche il tasso di crescita e le esportazioni diminuiscono nel breve periodo, successivamente tornano a crescere grazie all'effetto positivo della svalutazione. Un ulteriore costo dipende in base a chi sono i soggetti che hanno acquistato i titoli di stato, se tali obbligazioni sono state acquistate principalmente da investitori esteri, i costi per il paese sono molto contenuti; se invece sono state acquistate da investitori interni, allora i costi possono essere molto elevati. Oltre alle banche, una quota rilevante di obbligazioni sovrane è detenuta dalle famiglie, un ipotetico *default* andrebbe a compromettere il potere d'acquisto di quest'ultime con conseguenze negative sulla crescita.

Rimane infine un'ultima possibilità per i paesi insolventi e che vogliono evitare i costi di un eventuale *default*: chiedere assistenza finanziaria al Fondo Monetario Internazionale. Nel prossimo capitolo verrà trattato il FMI, le procedure e le

condizioni per ricevere prestiti ed infine le conseguenze economiche e sociali derivanti da tale assistenza.

Capitolo 3

ASSISTENZA DEL FMI: CONSEGUENZE ECONOMICHE E SOCIALI

3.1 L'assistenza e la condizionalità del FMI tra realtà e retorica

3.1.1 L'assistenza del FMI

Il Fondo Monetario Internazionale promuove la stabilità offrendo diversi servizi, il principale è l'assistenza finanziaria.

L'assistenza finanziaria non riguarda progetti specifici ma viene effettuata quando un paese, duramente colpito da una crisi della bilancia dei pagamenti, si trova in difficoltà finanziaria e nel frattempo che attua riforme con l'obiettivo di ripristinare stabilità economica e crescita, necessita di liquidità per far fronte alle uscite programmate. Quando concede prestiti ad un determinato paese il FMI persegue diversi obiettivi. Un eventuale *default* sul debito, infatti, oltre che avere pesanti costi per il paese stesso, potrebbe diventare estremamente costoso per i paesi *partners*, a causa dell'elevata integrazione economico-finanziaria che caratterizza l'economia attuale. Quindi, il prestito del FMI ha l'obiettivo di agevolare l'aggiustamento macroeconomico ed evitare un'eventuale insolvenza sul debito estero, così da evitare conseguenze negative per il paese stesso e contenere l'effetto contagio verso gli altri paesi. Tuttavia, in caso di crisi particolarmente grave il ricorso al *default* o alla ristrutturazione del debito possono essere necessari: un esempio è il caso della Grecia, che verrà approfondito nel prossimo paragrafo.

Tramite l'assistenza finanziaria, il FMI mira anche a mantenere inalterata la fiducia degli investitori internazionali; un eventuale interruzione dell'afflusso di capitale estero durante una crisi può infatti essere letale per il paese, in quanto potrebbe portare ad una drastica riduzione della domanda aggregata e quindi dell'attività economica. L'accesso all'assistenza finanziaria può contribuire a mantenere inalterato, o eventualmente ad aumentare l'afflusso di capitale estero, in quanto segnala che le riforme intraprese per migliorare stabilità e crescita sono ritenute credibili dal FMI e questo aumenta la fiducia internazionale.

Il FMI, quindi, collabora costantemente con i paesi a cui concede prestiti per evitare una spesa inefficace ed inefficiente delle risorse, e le tipologie di prestito possono essere diverse in base alle esigenze dei paesi.

Il processo che porta un paese a ricevere assistenza dal FMI si articola in cinque fasi:

- 1) richiesta di un paese per ottenere assistenza finanziaria dal FMI;
- 2) discussione tra staff del FMI e governo del paese su situazione economica, finanziaria e sulle esigenze di finanziamento;
- 3) trattativa tra staff del FMI e governo del paese sulle misure economiche che il paese deve attuare (condizionalità) per ricevere assistenza finanziaria. La condizionalità è una parte integrante dell'assistenza del FMI, i paesi durante la trattativa in cui si decide la condizionalità hanno

un potere contrattuale molto basso. I paesi oltre alla condizionalità accettano di sottoporsi a revisioni periodiche;

- 4) dopo la trattativa, l'accordo stipulato viene presentato al comitato esecutivo del FMI per essere successivamente approvato. I tempi di questo processo possono essere più o meno veloci a seconda che ci si trovi o meno nell'ambito del meccanismo di finanziamento d'emergenza;
- 5) Infine, dopo che il comitato esecutivo approva l'accordo, il prestito verrà erogato, solitamente a rate, man mano che il paese attua le riforme precedentemente stabilite. In questa fase il monitoraggio del FMI è continuo perché solo azioni politiche corrette e riforme solide che permettano la crescita garantiscono il rimborso del prestito.

Diversi sono gli strumenti di prestito del FMI per aiutare i paesi membri. Essi hanno accesso a linee di credito finanziate sul conto delle risorse generali (GRA), caratterizzate solitamente da tassi d'interesse a livelli di mercato. Esistono tuttavia linee di credito agevolate, finanziate sul Poverty Reduction and Growth Trust (PRGT), che sono pensate per i paesi a basso reddito e attualmente non prevedono il pagamento di alcun interesse.

Non verranno analizzati nel dettaglio tutti gli strumenti di prestito in quanto sono molto numerosi, spesso simili tra loro ed in continua evoluzione. Oltre alla distinzione già citata, cioè quella tra prestiti agevolati o non agevolati, i prestiti

possono essere distinti in base alla durata, all'ammontare del prestito ed in base alle tipologie di condizionalità applicate, se previste.

3.1.2 La condizionalità del FMI

Come scritto in precedenza, quando un paese chiede assistenza al FMI accetta di rispettare le condizioni che gli vengono imposte, con l'obiettivo di risolvere i problemi che lo hanno portato a chiedere assistenza finanziaria. Secondo il FMI, infatti, la condizionalità aiuta a risolvere i problemi della bilancia dei pagamenti senza danneggiare la prosperità nazionale ed internazionale, inoltre garantisce che le finanze del paese siano sufficientemente solide per restituire le risorse prese in prestito. Le condizioni, presenti nella lettera di intenti devono essere correttamente attuate dai paesi, in modo da poter raggiungere gli obiettivi del programma economico ed avere accesso alle *tranche* di pagamento successive.

Un ulteriore obiettivo che si intende perseguire con la condizionalità è quello di mantenere la stabilità macroeconomica e ripristinare la sostenibilità della bilancia dei pagamenti, oltre che limitare l'azzardo morale e rafforzare i fondamenti economici per avere una crescita elevata negli anni futuri, nei paesi a basso reddito l'obiettivo è anche quello di ridurre la povertà. In merito all'azzardo morale, il FMI agendo a tutti gli effetti come prestatore di ultima istanza, può portare i paesi a perseguire politiche economiche imprudenti, consapevoli che in caso di difficoltà possono contare sull'assistenza finanziaria. Dreher (2004) evidenzia come i *deficit*

di bilancio diminuiscono significativamente nei paesi in cui la quota di risorse del FMI a cui possono fare accesso è esaurita.

Negli anni 80' e 90' le condizioni imposte dal FMI erano comunemente note come decalogo "Washington Consensus" in quanto comprendevano per tutti i paesi: liberalizzazioni, privatizzazioni, deregolamentazioni, svalutazioni e drastici tagli alla spesa sociale (sanità, istruzione).

La condizionalità quindi si concentrava principalmente sulle politiche macroeconomiche, la complessità e il numero di condizioni sono aumentate al crescere dei paesi a basso reddito che facevano richiesta per ottenere assistenza finanziaria.

Questo approccio è stato molto criticato sia a causa delle esperienze fallimentari avvenute in quegli anni, sia perché proponeva condizioni uguali per tutti i paesi senza adattarle alle diverse caratteristiche economiche. Le maggiori critiche riguardavano il fatto che, almeno nel breve periodo, la ricchezza non veniva ridistribuita ai gruppi più poveri della società. Molti economisti ritenevano che, l'utilizzo della condizionalità era eccessivo rispetto all'obiettivo di garantire la restituzione delle risorse prestate. Diversi studi inoltre sostenevano che la condizionalità del FMI: provocava effetti negativi nei paesi in via di sviluppo (Babb 2005); non prendeva mai in considerazione lo sviluppo sociale (Vetterlein 2010); aumentava povertà e diseguaglianze (Garuda 2000); aveva effetti negativi su livelli di occupazione e salari (Garuda 2000, Lloyd e Weissman 2022); indeboliva le

politiche di protezione sociale, in particolare contribuiva alla diminuzione delle spese sanitarie (Rowden 2008) ed infine, nei paesi a basso reddito, insieme ai massimi salariali per il personale sanitario, portava a risorse sanitarie pubbliche insufficienti per affrontare malattie infettive e mortalità infantile.

Per tutti questi motivi, la condizionalità è stata modificata nel corso degli anni ed è aumentata la flessibilità sulle questioni riguardanti riforme strutturali e tagli alla spesa sociale. Nell'ultimo ventennio del secolo scorso il FMI stesso ha riconosciuto che la condizionalità spesso non ha portato i risultati sperati; tuttavia, le modifiche che dovevano essere migliorative hanno portato ad un aumento del numero delle condizioni mediamente applicate. Oltre ad essere basate su deboli principi economici, maggiori condizioni portavano spesso ad una minore attuazione di esse.

Negli anni 2000 il FMI ha emanato nuove linee guida con l'obiettivo di diminuire sostanzialmente il numero di condizioni applicate, nonostante ciò, l'Ufficio Indipendente di Valutazione non ha evidenziato particolari cambiamenti sul numero di condizioni applicate ai paesi ma solo sulla composizione settoriale delle condizioni strutturali; per un cambiamento significativo, anche se in parte solo teorico, bisogna attendere il 2009.

Nel 2009, infatti, il FMI ha presentato una grande revisione della condizionalità, essa è stata modernizzata per eliminare i vincoli che hanno ostacolato le trattative con alcuni paesi e hanno precluso le trattative con altri paesi a causa dell'elevata

diffidenza percepita in merito all'assistenza del FMI; l'obiettivo è quindi migliorare la collaborazione con i paesi affinché sia più efficace la prevenzione e la risoluzione delle crisi. Il nuovo meccanismo di prestito si basa principalmente sui programmi di riforme strutturali mentre prima si basava su azioni che dovevano essere eseguite prima di una determinata scadenza; inoltre, i criteri di performance, vincolanti per sbloccare le risorse successive, sono stati abbandonati e le riforme strutturali vengono monitorate durante la revisione dei programmi.

Le principali novità sono due (sempre secondo l'IMF): le condizioni strutturali sono stabilite tenendo in considerazione le specifiche politiche e i fondamentali macroeconomici dei paesi in questione e si introduce un uso più sistematico della condizionalità *ex ante* e maggiore flessibilità nell'applicare la condizionalità tradizionale. Sono anche state inserite soglie minime di spesa sociale, che in particolare riguardano sanità e istruzione, sono stati eliminati i massimi salariali nel settore pubblico e viene posta una maggiore attenzione alla riduzione della povertà. Infine, è stata riconosciuta l'importanza di una spesa pubblica anticiclica come sostegno all'attività economica.

La maggior parte dei prestiti vengono erogati a rate man mano che vengono eseguite le condizionalità imposte dal FMI, esse si dividono in diverse categorie:

- condizioni ex-ante, cioè azioni precedenti che il paese accetta di eseguire prima dell'erogazione del finanziamento in modo da porre le basi per il successo del programma;

- criteri quantitativi di prestazione strutturali, cioè condizioni specifiche e misurabili riferite a variabili macroeconomiche, come ad esempio un tetto al debito estero o al debito pubblico; a tutt'oggi sono le più importanti, ma rispetto al passato si concentrano maggiormente sui fini piuttosto che sui mezzi;
- obiettivi indicativi, il FMI può stabilire obiettivi numerici flessibili per monitorare l'eventuale raggiungimento dei risultati stabiliti. Se le variabili macroeconomiche migliorano questi obiettivi possono essere modificati in criteri quantitativi di prestazione;
- parametri strutturali, cioè riforme fondamentali per raggiungere i risultati stabiliti ma che non possono essere quantificati, come ad esempio rafforzare l'amministrazione fiscale o migliorare la trasparenza fiscale.

Durante i monitoraggi periodici, che sono il principale strumento per verificare l'attuazione delle riforme, il comitato esecutivo valuta se si va verso il raggiungimento dei risultati stabiliti nel programma o se c'è bisogno di eventuali modifiche per far fronte ai nuovi sviluppi. Nel caso in cui un paese non rispetti una condizione appartenente alla categoria criteri quantitativi di prestazione strutturali ma il comitato esecutivo ritenga che saranno comunque raggiunti i risultati del programma, esso può approvare una deroga alle condizionalità, mentre il mancato rispetto delle condizioni strutturali e degli obiettivi indicativi non richiede deroghe ma sarà valutato durante la valutazione complessiva del programma. Il paese avrà

accesso alla *tranche* successiva del prestito se raggiungerà gli obiettivi stabiliti dal programma stesso.

Questa riforma sembra segnare un drastico cambiamento delle politiche del FMI, da sempre basate su austerità, privatizzazioni, licenziamenti nel settore pubblico.

3.1.3 Evidenze empiriche sulla riforma della condizionalità

La riforma della condizionalità, secondo studi interni del FMI, ha avuto effetti molto positivi. La previsione di una spesa sociale minima protegge le fasce più deboli della popolazione dalle misure di *austerity* e non gravare eccessivamente su sanità e istruzione; l'eliminazione dei massimi salariali ha effetti positivi sul potere d'acquisto di molte famiglie; migliora il gettito fiscale; nel 70% dei programmi stipulati dal 2012 sono inserite condizioni di riduzione della povertà, ed infine, sempre secondo i ricercatori del FMI, è aumentata la spesa sociale nei paesi a basso reddito.

Secondo questi studi interni quindi, i risultati derivanti dalla riforma della condizionalità sono molto positivi, tuttavia studi indipendenti sembrano discordare totalmente da quanto affermato dal FMI.

Diversi studi (Gabel, 2012; Güven, 2012; Todolus, 2014) evidenziano che nonostante la grande retorica, vengono ancora imposte riforme di grande *austerity* come la riduzione dell'occupazione nel settore pubblico, la riduzione dei salari, la riduzione della spesa sociale per rispettare i rigidi vincoli di deficit (nonostante sia

prevista teoricamente una soglia minima per tale spesa), ed infine vengono ancora imposte riforme volte a liberalizzare il mercato del lavoro.

Tra i moltissimi articoli presenti in letteratura, molto interessante è quello scritto da Kentikelenis e altri (2016) con l'obiettivo di analizzare l'evoluzione (o meno) della condizionalità dal 1985 al 2014. Senza soffermare nuovamente l'attenzione su ciò che è avvenuto negli anni 80',90' e 2000, si prenderà in analisi solamente la parte più recente per vedere se sulla riforma del 2009 gli autori concordano con gli studi fatti dal FMI o con gli indipendenti fatti dagli autori sopra citati. Secondo l'articolo in questione, il FMI anche dopo il 2009 ha mantenuto praticamente invariata la condizionalità ma è diventato molto più abile nel nascondere la realtà, così da mettere a tacere le numerose critiche che da anni gli vengono rivolte. Nonostante una leggera diminuzione della condizionalità subito dopo la crisi globale, i programmi negli anni successivi includevano ancora misure che teoricamente erano state cancellate, in particolare nel 2014 c'è stato nuovamente un forte aumento sia del numero di condizioni sia dei settori oggetto di condizioni.

In merito alla privatizzazione di società statali, rispetto al passato negli ultimi anni c'è stata una diminuzione delle condizionalità in tal senso, tuttavia esaminando i dati post riforma si osserva che le clausole che impongono di privatizzare le imprese pubbliche sono diminuite solo per i mutuatari ricorrenti e non per i nuovi mutuatari; questo significa che non sono cambiate le politiche del FMI ma che semplicemente ai vecchi mutuatari è stata già imposta tale condizione in passato e

che sono finite le società pubbliche da privatizzare. A sostegno di ciò è possibile osservare che, dopo il 2009, il FMI ha creato piani per privatizzare aziende statali in diversi paesi, tra cui quelli dell'Eurozona. In merito alle condizionalità rivolte alle riforme istituzionali, anche in questo caso dopo la riforma la diminuzione riguarda solamente mutuatari ricorrenti e non nuovi mutuatari, per motivi analoghi al caso precedentemente analizzato, cioè che nei mutuatari ricorrenti le condizionalità inerenti alle riforme istituzionali sono già state imposte in passato.

Solamente prendendo in analisi le condizionalità inerenti alle privatizzazioni e alle riforme istituzionali si osserva che i cambiamenti del 2009 tanto pubblicizzati dal FMI non hanno avuto l'effetto sperato da molti paesi; anche se sono leggermente diminuiti i settori colpiti dalle condizionalità, più della metà dei programmi contiene ancora le imposizioni precedenti alla riforma.

L'aspetto a cui sono rivolte le maggiori attenzioni da parte degli osservatori sono le conseguenze sociali e di protezione del lavoro derivanti dall'assistenza e quindi dalla condizionalità del FMI. Sempre Kentikelenis ed altri (2016) indagano se almeno sugli aspetti sociali e lavorativi ci siano stati o meno cambiamenti post-riforma. Sebbene dal 2012 le condizioni di diminuzione della povertà siano incluse nel 70% dei programmi, le condizionalità relative al lavoro nel settore pubblico siano sostanzialmente diminuite e ci siano soglie di spesa minime per il sociale, a dimostrazione che rispetto al passato il FMI si preoccupa delle conseguenze sociali

dei suoi programmi, le evidenze empiriche non dimostrano particolari differenze rispetto al passato.

Tutte le novità precedentemente descritte sembrano prevalentemente retoriche; ad esempio, le soglie minime di spesa nell'Africa occidentale non sono state rispettate nel 54% dei casi. Secondo alcuni economisti, tra cui Blattman (2014), la responsabilità del mancato rispetto delle soglie minime di spesa sono da attribuire esclusivamente ai paesi e non al FMI; tuttavia, quest'ultimo non reputa le soglie minime di spesa come obiettivi vincolanti e quindi anche se non vengono rispettate continuerà a fornire assistenza almeno finché verranno rispettati gli obiettivi finanziari e fiscali indicati nel programma. La teoria di Blattman e altri trascura però che spesso le condizioni eccessivamente restrittive imposte ai paesi dal FMI, impedisce loro di investire adeguatamente nel sociale.

Anche analizzando la situazione nell'Eurozona si osserva che tutti i programmi prevedevano austerità nelle spese sociali ed un aumento delle entrate fiscali, in particolare, è stata imposta un'importante diminuzione della spesa sanitaria. Il caso della Grecia sarà analizzato dettagliatamente nel prossimo paragrafo; tuttavia, è singolare che il FMI abbia scelto tale paese come esempio virtuoso di protezione della spesa sociale, citando fantomatici programmi che avrebbero fornito gratuitamente assistenza sanitaria alle persone più povere, cosa non avvenuta per i criteri di scelta troppo rigidi e inadeguati. L'ampia non attuazione degli obiettivi di spesa minimi e i tagli di spesa sociale ancora prevalentemente imposti

evidenziano che la grande propaganda del FMI sulla protezione sociale non trova riscontro nei dati effettivi.

Infine, gli annunci inerenti all'eliminazione dei massimi salariali (Gupta 2015) e alla riduzione di tutte le condizionalità relative al mercato del lavoro, non sembrano anche in questo caso corrispondere alla realtà. L'analisi delle condizionalità imposte post-riforma evidenziano che, nei paesi in via di sviluppo, sono ancora presenti nei programmi riforme che riguardano il lavoro. I massimi salariali non sono stati eliminati come annunciato ma, anche se utilizzati meno frequentemente, sono stati ancora imposti nei programmi in Costa d'Avorio, Honduras e Moldavia.

Queste condizioni, anche se repute non vincolanti dalla retorica del FMI, vengono sempre imposte ai paesi; in Moldavia, ad esempio, è stato imposto il licenziamento di oltre 4.000 persone nel 2010. Inoltre, i programmi prevedono spesso importanti riforme pensionistiche che solitamente impongono una diminuzione degli importi percepiti e un aumento dell'età pensionabile.

Queste riforme non vengono imposte solamente ai paesi in via di sviluppo, anche nei recenti programmi nei paesi dell'Eurozona sono state previste: liberalizzazioni; licenziamenti; limiti agli stipendi pubblici; riforme del sistema pensionistico; diminuzioni del salario minimo.

Dal 2009 ad oggi non si registrano novità significative, solo qualche programma è stato leggermente modificato per renderlo più funzionale ai recenti sviluppi geopolitici.

In conclusione, è possibile affermare che i proclami fatti dal FMI sulla riforma della condizionalità, in particolare quelli inerenti alla protezione sociale e alle questioni lavorative spesso non corrispondono alla realtà, perché vengono ancora imposte liberalizzazioni del mercato del lavoro, riduzioni dei salari e dei lavoratori nel settore pubblico. Le evidenze empiriche hanno dimostrato che anche le numerose misure a favore dei poveri per il FMI hanno un'importanza marginale rispetto agli obiettivi macroeconomici; appare evidente quindi che “le riforme retoriche e i cerimoniali sono stati progettati per oscurare la pratica effettiva dei programmi di aggiustamento⁹”.

3.1.4 Conseguenze economiche e sociali dell'assistenza del FMI

Le conseguenze economiche dei programmi e quindi delle conseguenti condizionalità imposte ai paesi che richiedono assistenza, sono difficili da valutare empiricamente in quanto, dati i numerosi trade-off presenti, emergerà quasi sicuramente un quadro misto; il successo o meno dell'assistenza dipenderà dai pesi attribuiti ai differenti indicatori macroeconomici. In caso di insuccesso, è difficile

⁹ Kentikelenis, Stubbs and King, (2016) *IMF conditionality and development policy space*, 1985–2014, *Review of International Political Economy*, vol. 23

stabilire se esso sia stato causato dai programmi del FMI oppure se inevitabile a causa della grave situazione in cui si trovava un determinato paese nel momento in cui ha chiesto assistenza finanziaria, è inoltre difficile capire cosa sarebbe comunque successo in caso di mancata richiesta di assistenza al FMI. Infine, il successo o meno dell'assistenza finanziaria può variare a seconda dell'orizzonte temporale preso in considerazione, i programmi che hanno avuto effetti negativi nel breve periodo possono avere effetti positivi nel lungo periodo e viceversa. Diverse ricerche, recenti e meno recenti, hanno analizzato le conseguenze dell'assistenza finanziaria sulla crescita, Goldstein e Montiel (1986) hanno evidenziato l'effetto molto negativo dei programmi sulla crescita, così come Khan e Knight (1981,1982) hanno anch'essi sottolineato effetti negativi sulla crescita nel breve periodo mentre Killick (1995) sostiene che nel breve periodo gli effetti sono neutrali sulla crescita ma nel lungo periodo tendono ad essere positivi.

Tra gli studi più recenti, Przeworski e Vreeland (2000) evidenziano che l'effetto negativo sulla crescita è duraturo, tale effetto negativo è stato confermato anche da Dreher (2004) e dall'articolo scritto da Barro e Lee (2006), i quali hanno riscontrato l'effetto negativo sulla crescita analizzando il periodo di 5 anni successivo all'inizio dell'assistenza finanziaria.

Tuttavia, nella maggior parte dei paesi, nonostante la crescita sia spesso negativa nel breve periodo, nel lungo periodo tende ad essere positiva, specialmente se la condizionalità viene rispettata.

In merito alle conseguenze sociali, oltre agli studi precedentemente citati nell'ambito della riforma della condizionalità, Pastor (1987) evidenzia che i programmi del FMI hanno portato ad un aumento delle diseguaglianze in America Latina, Vreeland (2001) evidenzia che tali programmi portano ad una riduzione del reddito da lavoro. Entrando nel dettaglio della povertà, Bird e Mosley (anno) evidenziano che i programmi del FMI potrebbero contribuire ad aumentare la spesa a favore dei poveri; tuttavia, gli studi precedentemente citati smentiscono tali affermazioni.

Dopo aver descritto in generale l'assistenza del FMI approfondendo il meccanismo della condizionalità, nei prossimi paragrafi verranno analizzati i casi specifici di Grecia e Argentina, ponendo l'attenzione anche sulle conseguenze economiche e sociali.

3.2 L'assistenza finanziaria in Grecia

Prima di trattare la crisi che ha colpito la Grecia e il conseguente intervento del FMI, verrà illustrato il contesto economico precedente alla crisi.

L'ingresso nell'Eurozona ha permesso alla Grecia di emettere obbligazioni ad un tasso d'interesse molto inferiore rispetto al passato, l'economia è cresciuta in media del 4% annuo fino al 2007 ed il debito pubblico estero, sempre nel 2007, ha raggiunto il 140% del Pil.

Inizialmente l'economia greca non ha subito particolari ripercussioni negative dalla crisi finanziaria del 2008, le banche non avevano in portafoglio i titoli spazzatura responsabili del fallimento di molte banche nel mondo e questo ha permesso al paese di continuare ad accedere ai mercati internazionali, cosa fondamentale vista l'elevata dipendenza finanziaria dall'estero.

Il castello di carta è crollato quando, dopo le elezioni nel 2009, il nuovo Primo Ministro ha annunciato che i dati fiscali non erano del tutto veritieri, il rapporto *deficit*/Pil è passato dal 6,7% al 12,8% ed è crollata la fiducia degli investitori internazionali.

Senza approfondire nel dettaglio le eventuali responsabilità di chi ha falsato i dati, di chi ha certificato quei dati come veri e del FMI, che, come la maggior parte degli osservatori, ha riconosciuto in ritardo i rischi di un eventuale interruzione di capitali internazionali (Baldwin e altri 2015), è importante precisare che circostanze eccezionali hanno portato il FMI a fornire finanziamenti eccezionali. Il contesto particolare derivava dal fatto che la crisi in Grecia, oltre ad essere esplosa in un'unione monetaria incompleta, avrebbe potuto avere conseguenze negative su molti altri paesi a causa dell'elevata esposizione delle banche dell'Eurozona sul debito greco. Le banche commerciali e le assicurazioni di Francia e Germania risultavano tra le più esposte.

3.2.1 L'intervento del FMI

Nonostante nella prima fase della crisi le istituzioni dell'Eurozona abbiano optato per escludere l'intervento del FMI, il 25 marzo 2010 è stato deciso di coinvolgere tale istituzione, ritenuta più esperta nella risoluzione delle crisi sovrane (Nelson, Belkin e Mix 2010). Il FMI si è quindi unito alla Commissione Europea e alla BCE costituendo quella che comunemente venne chiamata troika.

Il 23 aprile 2010 il governo greco ha richiesto assistenza al FMI e agli altri paesi dell'Eurozona, nelle settimane successive lo *spread* ha raggiunto i 650 punti base e S&Poor's ha classificato i titoli di stato della Grecia come *junk bond*.

Il 2 maggio 2010 l'Eurogruppo e il FMI hanno annunciato un piano da 110 miliardi di euro per la Grecia, di cui 80 miliardi erogati tramite prestiti bilaterali dall'Eurozona e 30 miliardi erogati dal FMI a tassi di mercato tramite l'accordo di stand-by triennale.

Un prestito di tale dimensione erogato dal FMI, cioè pari al 3.212% della quota versata dalla Grecia, il più grande mai approvato, crea dubbi sull'effettiva indipendenza del comitato esecutivo del FMI. Uno studio di Dreher and Sturm (2006) ipotizza un'influenza politica dei paesi del G7 verso il comitato esecutivo per premiare gli alleati di politica estera, è tuttavia possibile che tale influenza venga utilizzata per diversi motivi, tra cui salvaguardare la loro esposizione verso l'estero. È quindi plausibile che i paesi del G7 appartenenti all'Eurozona, specialmente

quelli più esposti, abbiano esercitato una forte pressione sul FMI per ottenere quell'ingente somma di prestito.

Vista l'importanza di salvaguardare le risorse del FMI, è fondamentale la sostenibilità del debito prima che vengano erogati prestiti; il paese assistito dovrà quindi intraprendere riforme per garantire la sostenibilità nel medio periodo, in caso contrario non verranno forniti finanziamenti. In questo caso, la ristrutturazione del debito può essere fondamentale per garantirne la sostenibilità e accedere all'assistenza finanziaria. Hogan (2014) evidenzia che nel caso sia necessario ristrutturare il debito, questo deve essere fatto nel modo più tempestivo e ordinato possibile.

Fatta questa premessa, tornando alla richiesta di assistenza da parte della Grecia, le analisi del FMI evidenziavano altissimi rischi sulla sostenibilità del debito ma, nonostante ciò, sono stati ugualmente forniti finanziamenti eccezionali senza nessuna ristrutturazione. Questa scelta è stata giustificata dal fatto che un ulteriore *shock* in un contesto fragile, avrebbe potuto avere ulteriori conseguenze negative sull'economia globale, anche se qualche anno dopo (2013) il FMI ha ammesso che la ristrutturazione, seppur necessaria, non fu fatta a causa delle pressioni esercitate dagli altri paesi appartenenti all'Eurozona.

Non potendo lo *staff* del FMI affermare che il debito pubblico della Grecia fosse nel medio periodo sostenibile, per procedere comunque al finanziamento affermò che a conti fatti il debito del paese sembrava essere sostenibile; inoltre è stata

introdotta un'esenzione all'accesso eccezionale alle risorse del FMI che eliminava il requisito della sostenibilità del debito pubblico per le crisi che potevano portare a ricadute globali. Grazie a questa clausola la Grecia ha potuto ottenere assistenza finanziaria. Anche alcune condizionalità applicate normalmente ad altri stati non potevano essere applicate alla Grecia, come ad esempio quelle sui tassi di cambio e d'interesse, dal momento che le decisioni di politica monetaria vengono prese dalla BCE.

Nessun accordo è stato raggiunto con i creditori privati esteri per mantenere le loro esposizioni in Grecia; quest'ultimi, dal momento che il debito sembrava sempre meno sostenibile, hanno ridotto notevolmente la loro esposizione. Come evidenziato da Merler e Pisani-Ferry (2012), nella primavera del 2012 la maggior parte del debito posseduto da banche estere era stato venduto a banche greche, che a loro volta dovevano essere salvate.

Il piano per salvare la Grecia è stato percepito come fragile fin dall'inizio; per ricevere assistenza finanziaria, il governo greco si era infatti impegnato a ridurre il rapporto *deficit*/PIL in tre anni dal 13,6% a circa il 3%, con l'obiettivo finale di scongiurare un'ulteriore impennata del rapporto debito/Pil che si attestava al 147,5% nel 2010. Fondamentale per raggiungere tale obiettivo, secondo il FMI, sarebbe stato il rispetto delle condizioni imposte e una crescita sostenuta come da aspettative.

3.2.2 La condizionalità in Grecia

Le condizioni imposte prevedevano un'austerità forte, pari al 14,5% del Pil della Grecia fino al 2014, e il programma si è concentrato maggiormente sulle riforme strutturali: riforme fiscali, riforme del settore finanziario e riforme della competitività.

Sul fronte fiscale il programma si è concentrato sulle riforme delle pensioni, dell'amministrazione fiscale, del settore pubblico, della gestione del debito.

I tagli di spesa hanno riguardato in particolare la spesa sociale ma anche gli stipendi pubblici, il numero dei dipendenti pubblici, i bonus, le indennità, le spese per lo sviluppo, gli investimenti, spesa sanitaria, tra cui la spesa per farmaci, oltre all'aumento dell'età pensionabile e alla diminuzione del relativo assegno (Angeletos e Dellas 2013). Insieme ai tagli dal lato della spesa, si è cercato di incrementare le entrate attraverso l'aumento delle imposte dirette ed indirette come l'imposta sul valore aggiunto, sui carburanti, alcol, tabacco, utili societari e immobili, oltre all'introduzione di nuove imposte. Molti dipendenti venivano dunque licenziati dal settore pubblico e allo stesso tempo non ricevevano sussidi statali per i rigidi vincoli di spesa.

In merito alle riforme del settore finanziario, lo scopo era affrontare le pressioni sulla solvibilità del sistema bancario, attraverso la creazione di un Fondo di stabilità finanziaria, indipendente e finanziato dal governo con le risorse del programma; i finanziamenti iniziali ammontavano a circa 10 miliardi di euro.

Il Fondo di stabilità finanziaria avrebbe fornito sostegno in particolar modo alle banche, acquistando azioni con l'obiettivo di migliorare la loro base patrimoniale e agevolare loro l'accesso ai mercati, così da non dover contare su istituzioni dell'Eurozona. Il continuo peggioramento dell'economia greca ha reso sempre più vulnerabile il settore finanziario, in particolare, la più grande banca della Grecia non ha superato gli stress test ed è stata ricapitalizzata. Dal momento che il fabbisogno di capitali delle banche non era minimamente paragonabile alla fornitura del Fondo di stabilità finanziaria, quest'ultimo è stato aumentato da 10 a 50 miliardi di euro.

In merito alle riforme per la competitività, l'obiettivo era rafforzare la competitività e migliorare la flessibilità dell'economia. La riduzione delle rigidità sul mercato del lavoro e le liberalizzazioni avrebbero contribuito a migliorare la competitività esterna in modo da trasformare la struttura economica in un modello spinto da investimenti ed esportazioni.

È stato inoltre richiesto alla Grecia un piano di privatizzazioni, ma nonostante il forte impegno i risultati non hanno soddisfatto le aspettative: il piano, lanciato a metà del 2011 è stato deludente in quanto le aziende pubbliche oltre ad essere soggette a moltissime problematiche, erano molto svalutate a causa della recessione.

Nonostante la portata storica dell'*austerità* imposta e le condizioni economiche peggiori del previsto, la Grecia è inizialmente riuscita a raggiungere gli obiettivi

di aggiustamento fiscale ma, la seconda revisione ha evidenziato che gli obiettivi erano stati raggiunti con insostenibili rinvii della spesa sociale e per la difesa, e per tale motivo è stato necessario aumentare la condizionalità.

Tra la primavera del 2011 e quella del 2012 il Pil è diminuito più del previsto, il tetto al *deficit* veniva costantemente diminuito per raggiungere gli obiettivi fissati in relazione al Pil, questo però ha peggiorato la pro-ciclicità della politica fiscale che a sua volta aggravava la contrazione del Pil. Minori entrate che si traducevano in un'ulteriore stretta alla spesa pubblica, con conseguenze negative su domanda interna ed investimenti fissi.

Le revisioni periodiche erano sempre più negative, il Pil reale nel 2012 è diminuito del 17% rispetto al 2009, nonostante il FMI avesse previsto una diminuzione del 5,5%. Anche le conseguenze sociali sono state più negative del previsto: il tasso di disoccupazione pari al 25% nel 2012 era di 10 punti percentuali superiore rispetto alle previsioni iniziali.

Accade spesso che i programmi del FMI abbiano conseguenze peggiori rispetto a quelle previste, ma i margini di errore non erano mai stati così elevati, forse a causa di un eccessivo affidamento sull'effetto fiducia e sul ripristino dell'accesso al credito internazionale. In particolare, l'effetto fiducia è stato compromesso da disordini sociali interni e da opinioni di politici europei che davano come certa l'uscita della Grecia dall'Eurozona (Meghir ed altri, 2016). Inoltre, non è stata valutata correttamente la capacità di aggiustamento esterno per quella che Gros e

Alcidi (2010) definiscono una piccola economia chiusa, questo significa che la competitività influenza solo una piccola parte delle esportazioni. Sembra tuttavia inspiegabile l'elevato ottimismo che aveva il FMI quando ha stimato gli obiettivi da raggiungere.

Dal momento che l'attuazione dei programmi è risultata inadeguata per tutto il 2011 e una buona parte del 2012, le condizioni strutturali sono diventate più stringenti ed aumentavano man mano che il programma andava avanti. Tuttavia, privatizzazioni, riforma del mercato del lavoro e lotta all'evasione fiscale sono risultate difficili da attuare anche per mancanza di volontà politica.

Nel marzo del 2012, quando era ormai palese che gli obiettivi stabiliti nel programma fossero irrealizzabili, è stato approvato un nuovo programma in cui è stata prevista la diminuzione degli interessi rispetto al primo programma, l'estensione dei termini di rimborso e un'austerità maggiore.

Tornando al debito pubblico, la contrazione della crescita maggiore del previsto, a causa dell'eccessiva austerità imposta, la continua esclusione dai mercati e le minori entrate derivanti dalle privatizzazioni hanno peggiorato la situazione, inoltre l'obiettivo di diminuire il rapporto debito/Pil andava in contrasto con l'obiettivo di diminuire i prezzi interni per aumentare le esportazioni. Tale rapporto, per i motivi sopra indicati è aumentato dal 147,5% nel 2010 al 175,2% nel 2011.

La ristrutturazione del debito pubblico, inizialmente rifiutata dagli stati dell'Eurozona, è stata riconsiderata nell'autunno del 2011 quando, oltre alla grave

recessione, le difficoltà delle istituzioni europee e del FMI ad accordarsi su un pacchetto credibile di riforme strutturali con la Grecia hanno aumentato le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito greco. Per tale motivo, nell'aprile del 2012 il debito greco è stato ristrutturato, con una diminuzione del valore nominale pari al 53,5%. Nonostante ciò, la situazione macroeconomica è rimasta critica negli anni successivi a tal punto che il 14 agosto 2015 veniva approvato il terzo programma di assistenza finanziaria per la Grecia.

3.2.3 Conseguenze dell'intervento del FMI in Grecia

Moltissime ricerche si sono concentrate sulle conseguenze economiche e sociali dell'intervento del FMI in Grecia; di seguito ne verranno esaminate alcune, ponendo l'attenzione principalmente sulle conseguenze sociali.

L'analisi condotta da Migkos ed altri (2022) ha l'obiettivo di analizzare l'impatto dell'assistenza finanziaria sulle principali variabili macroeconomiche elaborando due scenari, il primo pre-crisi, dal 2006 al 2009, ed il secondo *post-crisi*, dal 2010 al 2012. Nel periodo 2010-2012 il Pil è diminuito del 12%, il debito pubblico (inteso come *stock*) è leggermente aumentato di circa il 3%, il reddito lordo da lavoro è diminuito del 9%, la popolazione dello 0,2% mentre le riserve valutarie sono aumentate del 13%. Gli autori sostengono che l'assistenza del FMI ha impattato negativamente sulle caratteristiche dell'economia greca, per tale motivo le principali variabili macroeconomiche sono peggiorate. Sostengono

inoltre che l'assistenza del FMI abbia contribuito a peggiorare ulteriormente l'economia greca indipendentemente dalla crisi del 2009.

Anche Revuelta (2021) ha analizzato l'impatto dei programmi di assistenza finanziaria attuati in Grecia, e i risultati delle sue ricerche dimostrano che i programmi del FMI hanno avuto conseguenze negative nel lungo termine sul Pil pro-capite pari al 35,3%. Inoltre, secondo le sue stime il 75% degli effetti negativi si sono verificati durante il primo programma e l'inizio del secondo.

In merito alle conseguenze sociali, innovativa è la ricerca di Kaplanglou e Rapanos (2016) che, per analizzare l'impatto dell'austerità su disuguaglianza e povertà, si concentrano sulla spesa per consumi invece che sul reddito, così da avere risultati più informativi. La spesa media per consumi è diminuita di quasi il 32% dal 2009. Importante è inoltre capire le differenze tra diversi gruppi della popolazione per analizzare se le disuguaglianze sono aumentate o meno. Tutti gli indici utilizzati dagli autori mostrano un aumento significativo della disuguaglianza nelle spese per consumi durante la crisi, specialmente a causa del crollo dei consumi per quella che viene comunemente definita la classe media. L'aumento della disuguaglianza può essere spiegato dalla variazione della posizione lavorativa delle famiglie: le condizionalità imposte dal FMI, come già precedentemente scritto, hanno portato ad un taglio della forza lavoro e degli stipendi, e questo ha impattato sui consumi. Si stima che circa il 60% della popolazione appartenente alla classe media abbia perso quote di spesa a vantaggio dei ricchi. Karamessini (2014)

evidenzia come il tasso di disoccupazione abbia raggiunto il 27%, di cui il 72% di lunga durata. L'analisi si concentra poi sull'occupazione delle famiglie, ed emerge che, mentre nel 2008 il 90% dei bambini aveva un capo famiglia occupato, nel 2013 lo stesso vale solo per il 70%; se si considerano i bambini con entrambi i genitori occupati, la percentuale sempre nello stesso periodo passa dal 51% al 39%. Inoltre, le famiglie con figli con almeno un disoccupato sono aumentate dall'8,6% nel 2008 al 33,8% nel 2013, la conseguenza di ciò è che il tenore di vita di queste famiglie è sceso molto rispetto al valore medio della popolazione. Particolarmente significativo è l'aumento del numero di famiglie con figli che dipendono dal reddito pensionistico, sempre nello stesso periodo, dall'8,8% al 13,8%, ciò potrebbe significare che le famiglie più in difficoltà si sono viste costrette ad andare a vivere con gli anziani, anche se non ci sono evidenze empiriche a supporto di tale tesi. Allarmante è anche l'evoluzione della povertà per le famiglie che hanno figli, la povertà infantile è aumentata dal 23% nel 2008 al 40% nel 2012, allo stesso tempo la quota di bambini appartenenti a nuclei familiari caratterizzati da livelli bassi di spesa è lievitato dal 21% al 64% dal 2008 al 2013. Ciò non sorprende dal momento che gli stipendi reali dei genitori, sono diminuiti del 25,6% nello stesso periodo temporale. A causa delle pesanti misure di austerità, la diminuzione della qualità di vita dei bambini all'interno delle relative famiglie è avvenuta nel momento in cui è diminuita la qualità dell'istruzione, della sanità e di tutti gli altri strumenti di *welfare*; ad esempio la spesa pubblica in istruzione in relazione al Pil è passata dal

4,7% nel 2008 al 2,2% nel 2014, la spesa sanitaria pro-capite nello stesso periodo è diminuita del 36% e le prestazioni di protezione sociale per bambini e famiglie è diminuita di oltre in 25% nel periodo 2009-2012. Altri studi, come ad esempio quello di Kentikelenis ed altri (2014) evidenziano un aumento della mortalità infantile pari al 43% nel periodo 2008-2010, così come la Commissione Europea (2008) evidenzia che la diminuzione delle risorse pubbliche e private destinate ai bambini peggiorano la povertà infantile con conseguenze negative su risultati scolastici, salute e opportunità di vita.

Infine, lo studio evidenzia una riduzione significativa delle spese per la sanità privata da parte delle famiglie più povere, ciò è molto preoccupante dal momento che coincide con i grandi tagli imposti per la sanità pubblica, circa 1,8 miliardi di euro nel periodo 2009-2011, in tale periodo è peggiorato l'abuso di sostanze stupefacenti, la mortalità per malattie infettive e i disturbi mentali (Kondilis ed altri, 2013).

I giovani sono sicuramente una delle categorie che ha avuto le conseguenze peggiori, come evidenzia la ricerca di Tsekeris ed altri (2015). Nel 2014 infatti il tasso di disoccupazione dei giovani sotto i 25 anni si è attestato al 56,3% mentre per la fascia d'età 25-34 anni si è attestato al 36,1%. Una ricerca di Samatas e Drakos (2014) ha evidenziato che nel 2014 il 68,8% dei giovani studenti disoccupati avrebbe accettato uno stipendio anche molto basso per riuscire a vivere. Tsekeris tramite un questionario a cui hanno partecipato solo studenti, per oltre il 60%

studenti universitari, ha evidenziato conseguenze provocate da crisi e austerità molto preoccupanti, tra cui un aumento dell'autolesionismo, di gravi depressioni e di diseguaglianze sulla possibilità di utilizzo dei servizi sanitari. Emerge dal sondaggio anche la mancanza di prospettive future, con il 68% degli intervistati che sostenevano che l'attuale situazione non permetteva loro di fare progetti per il futuro, inoltre il 73,5% degli intervistati riferiva di non aver abbastanza soldi per essere totalmente indipendente dalla famiglia, anche se in Grecia la dipendenza dei giovani dai genitori è sempre stata elevata rispetto ad altri paesi Europei.

Infine, in merito all'eventuale emigrazione dei giovani dalla Grecia, il 43,6% degli studenti disoccupati intendeva emigrare, come il 69,8% di quelli occupati *part-time* e il 19% di quelli occupati a tempo pieno; tuttavia, il 53,7% dei partecipanti che si sentivano impegnati verso il paese non intendevano emigrare.

A distanza di poco più di un decennio dalla richiesta di assistenza finanziaria, come evidenziato nel primo capitolo, la Grecia cresce molto più di altri paesi appartenenti all'Eurozona. Rimangono tuttavia dubbi sulla correttezza dell'intervento ed in particolare della condizionalità imposta da FMI, BCE e Commissione Europea, viste le disastrose conseguenze economiche e sociali. Durante quel periodo, si stima che circa il 20% della popolazione abbia partecipato alle proteste, spesso violente, nelle piazze e nelle strade delle principali città, con rischi significativi per la tenuta sociale e democratica del paese. Il FMI stesso ha ammesso qualche anno dopo di non essersi reso conto dei danni che l'austerità avrebbe provocato in Grecia, anche

se, bisogna tener presente che la responsabilità principale di ciò che è accaduto è da imputare ai governi che si sono succeduti nel corso degli anni precedenti alla crisi, quando la politica fiscale eccessivamente espansiva coperta da bilanci falsi ha portato il paese sull'orlo del baratro.

3.3 L'assistenza e la percezione dell'intervento del FMI in Argentina

3.3.1 Storia dell'Argentina ed interventi del FMI

La frase “esistono 4 tipi di paesi al mondo: paesi sviluppati, paesi in via di sviluppo, Giappone ed Argentina”, pronunciata dal premio Nobel per l'economia Simon Kuznets, sintetizza perfettamente la complessità storica dell'economia in Argentina. È doveroso riepilogare brevemente la storia dell'Argentina, per capire come quella che dovrebbe essere un Paese ricco e prospero, che si trovava al decimo posto tra i paesi più ricchi al mondo per Pil pro-capite nel 1913, è da decenni caratterizzato da stagnazione e *default* ciclici. Dal 1976 iniziò la dittatura più sanguinosa della propria storia, quel periodo fu caratterizzato da iperinflazione continua, protezionismo, liberalizzazioni improvvise e sostituzioni delle importazioni. Dopo la dittatura, per combattere l'iperinflazione fu introdotto un piano di convertibilità con il dollaro USA (1:1) per stabilizzare l'economia. Il piano ebbe successo e con l'aiuto delle riforme strutturali la crescita fu di circa il 6% annuo fino al 1997. La recessione iniziò nel secondo semestre del 1998 sia a causa di fattori esterni come il *default* in Russia, la crisi del Brasile, l'apprezzamento del

dollaro USA al quale il pesos era legato, sia a causa di fattori interni come le politiche fiscali eccessivamente espansive, un regime di convertibilità che non consentiva i necessari aggiustamenti, la lentezza delle riforme strutturali in diverse aree critiche e le istituzioni deboli. In particolare, l'impossibilità di svalutare la moneta portò il governo a tagliare la spesa pubblica con ulteriori conseguenze negative sulla domanda interna. Per attirare capitali esteri, i tassi d'interesse sui risparmi arrivarono a superare il 50% (rendimento in dollari USA), questo costrinse le banche commerciali ad aumentare anche i tassi sui prestiti a piccole e medie imprese, che a loro volta scaricarono i maggiori costi su beni e servizi prodotti. L'Argentina entrò nella parte più profonda della crisi, fallirono circa 10.000 imprese con conseguente crollo della produzione, il debito pubblico esterno aumentò a 144 miliardi di dollari, il tasso di povertà da maggio a dicembre del 2001 passò dal 32,7% al 54,3% e il tasso di disoccupazione raggiunse il 21,5%. Nonostante l'accordo di prestito stipulato nel 2000 con il FMI, la fiducia verso l'economia Argentina durò molto poco, in particolare dopo la decisione del governo di vietare ai cittadini di ritirare più di 250\$ a settimana per evitare la fuga di capitali. Questo spinse il FMI ad interrompere l'erogazione dei prestiti verso il paese che, dopo aver perso l'ormai ultima possibilità di ottenere risorse, a fine dicembre del 2001 dichiarò *default* sul debito.

In questo contesto economicamente e socialmente difficile, un nuovo movimento populista prende piede. Dopo l'elezione, il presidente Fernandez con

l'obiettivo di risolvere i problemi economici che in Argentina persistono da 70 anni, ha provato a finanziarsi internamente, emettendo moneta e tassando maggiormente le esportazioni agroalimentari con l'obiettivo finale di avere risorse tali da sostenere le spese di *welfare*. Tuttavia, i risultati non sono stati quelli sperati dal momento che l'inflazione è di molto aumentata ed il pesos si è svalutato del 27%. Tutto ciò ha portato l'Argentina a dichiarare l'ennesimo *default* sul debito nel 2014. L'anno successivo, visti gli insuccessi del precedente modello politico, la maggioranza parlamentare si affida a Macri che adottò una strategia opposta, cioè, attrarre finanziamenti esteri, oltre all'adozione di un Btp con rendimenti fino all'80% per evitare le fuga di capitali. L'aumento dei tassi d'interesse da parte della FED però ha diminuito l'interesse verso i titoli argentini e ciò ha portato ad una svalutazione del pesos; dal momento che la maggior parte del debito era denominato in dollari, questo aumentava il valore del debito in termini di pesos. Per tale motivo l'Argentina è stata costretta a chiedere nuovamente assistenza finanziaria al FMI nel 2018, riuscendo ad ottenere 50 miliardi di dollari. L'accordo prevedeva il rispetto delle condizioni convenzionali, come ad esempio un *surplus* in relazione al Pil pari allo 0,9% ed il rafforzamento del livello delle riserve ufficiali. L'anno successivo, il debito pubblico superò il 90% del Pil e l'Argentina fu nuovamente costretta a dichiarare *default* selettivo su alcune scadenze. La pandemia non ha migliorato la debole situazione dell'Argentina, così che Fernandez a pochi mesi dall'elezione chiese una rinegoziazione al FMI sul prestito ricevuto nel 2018.

Il 22 maggio 2020, non riuscendo a restituire una rata denominata in dollari USA, l'Argentina dichiarò nuovamente default sul debito.

Risulta evidente che i governi di diverso colore politico che si sono susseguiti nell'ultimo ventennio non sono riusciti a risolvere i problemi strutturali che da oltre 70 anni affliggono il paese come, ad esempio, la mancanza di un piano di crescita industriale, la mancanza di un mercato interno stabile, la mancanza di riforme volte a sostenere la domanda. Bisogna inoltre tener presente che l'Argentina è caratterizzata da elevati livelli di corruzione, dall'assenza di una società civile forte, dall'esistenza di oligopoli nei settori strategici produttivi che tengono in pugno economia e prezzi. Tuttavia, il problema principale rimane che l'Argentina spende più di quanto può permettersi.

L'11 gennaio 2024 l'Argentina ha chiesto al FMI la settima revisione del programma stipulato nel 2018, nonostante quest'ultimo abbia evidenziato che gli impegni assunti precedentemente non siano stati rispettati, con politiche ultraespansionistiche che hanno aumentato ulteriormente il *deficit*. Le azioni intraprese dalla nuova amministrazione hanno portato il FMI ad erogare 4,7 miliardi di dollari al paese, e in cambio quest'ultimo si è impegnato ad avere un *surplus* di bilancio pari al 2% in rapporto al Pil e ad accumulare riserve per 10 miliardi di dollari nel 2024.

Dal 2018 ad oggi in media l'Argentina ha chiesto una revisione all'anno al FMI per quello che sembra un ciclo senza fine: il FMI presta risorse dietro un rigido

programma all'Argentina, quest'ultima non rispetta o non riesce a rispettare gli impegni presi, il FMI per evitare di perdere le risorse che devono essergli restituite (più di 50 miliardi di dollari) concede ulteriori dilazioni e altri benefici sempre dietro le solite rigide condizioni, che non verranno rispettate, e così via. Quindi il FMI da anni sta continuando ad allungare scadenze e a migliorare le condizioni dei prestiti concessi per provare a recuperare le risorse; tuttavia, questo modus operandi non affronta in modo serio i problemi di base dell'Argentina ma li rinvia solamente al futuro, sperando in un miracolo che difficilmente avverrà. Inoltre, questo crea azzardo morale per gli altri paesi che possono aspettarsi che il FMI applichi loro le stesse condizioni applicate all'Argentina.

3.3.2 Conseguenze dell'intervento del FMI e percezione della popolazione

Valutare l'impatto dell'intervento del FMI come fatto per la Grecia è difficile dal momento che dall'adesione ad oggi sono stati stipulati più di 20 programmi di assistenza finanziaria. Tuttavia, considerando che il paese continua ad andare in *default* ciclicamente, è in stagnazione da un decennio, negli ultimi anni sta attraversando una fase di iperinflazione, e ha più della metà della popolazione che vive in povertà, è possibile affermare che i programmi del FMI non abbiano portato gli effetti sperati. Molto preoccupante è l'aumento dei livelli di povertà, infatti nonostante il calo della disoccupazione complessiva, l'aumento del tasso d'inflazione ha portato ad una diminuzione significativa del potere d'acquisto, di

circa il 23% rispetto al 2016. I dati alla fine del 2023 stimavano un tasso di povertà pari al 41,7%, successivamente nel primo trimestre di quest'anno è aumentato fino a raggiungere il 55,5%.

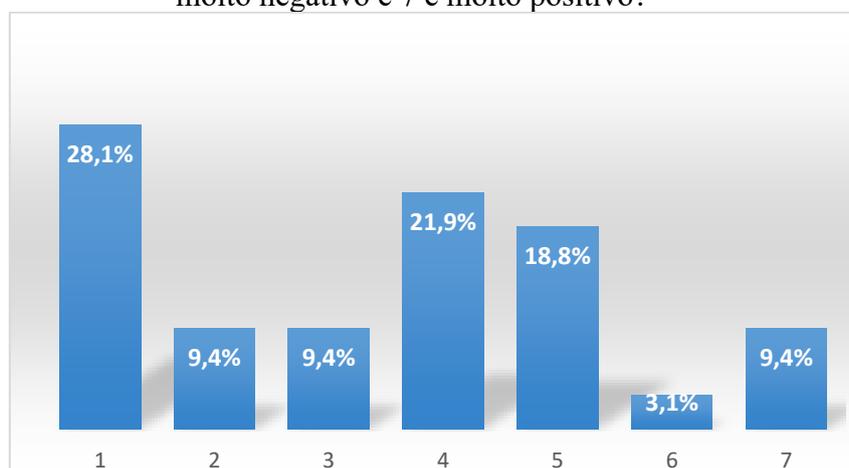
Dal momento che, come in Grecia, è la popolazione a pagare il prezzo più caro in termini di *welfare*, si è deciso di completare l'analisi provando ad intervistare un campione seppur ridotto di persone di nazionalità argentina per analizzare la percezione che loro hanno sull'assistenza del FMI. Per raccogliere i dati è stato usato un questionario online creato con Google moduli di 8 domande, distribuito attraverso piattaforme *social*, con partecipazione anonima e volontaria. La durata dell'indagine è stata di 40 giorni. Il campione di intervistati non è rappresentativo della popolazione; diversi studi, come ad esempio quello di Couper (2000), dimostrano che i questionari online presentano problemi nella struttura del campionamento e di conseguenza i dati sono meno affidabili. Anche Denissen ed altri (2010) evidenziano che i questionari online, seppur comodi sono inadatti per produrre stime rappresentative della popolazione generale. Tuttavia, i risultati raccolti permettono comunque di trarre delle conclusioni interessanti per il campione di individui qui intervistati.

Il campione preso in analisi comprende 32 persone di nazionalità argentina, di cui 14 uomini (43,8%) e 18 donne (56,3%), con età compresa tra i 18 e i 65 anni. I partecipanti come titolo di studio hanno: il 31,3% laurea in materie non economiche; il 18,8% laurea in materie economiche; il 12,5% diploma di scuola

superiore; il 3% dottorato in materie economiche; il 6,3% in materie non economiche e la restante percentuale altri titoli di studio.

La prima domanda è la seguente: “come reputa in generale l’intervento da parte del Fondo Monetario Internazionale (FMI) in Argentina da 1 a 7, dove 1 è molto negativo e 7 è molto positivo?” Nella figura 3.1 sono illustrate le risposte.

Figura 3.1 Risultati primo quesito “come reputa in generale l’intervento da parte del Fondo Monetario Internazionale (FMI) in Argentina da 1 a 7, dove 1 è molto negativo e 7 è molto positivo?”

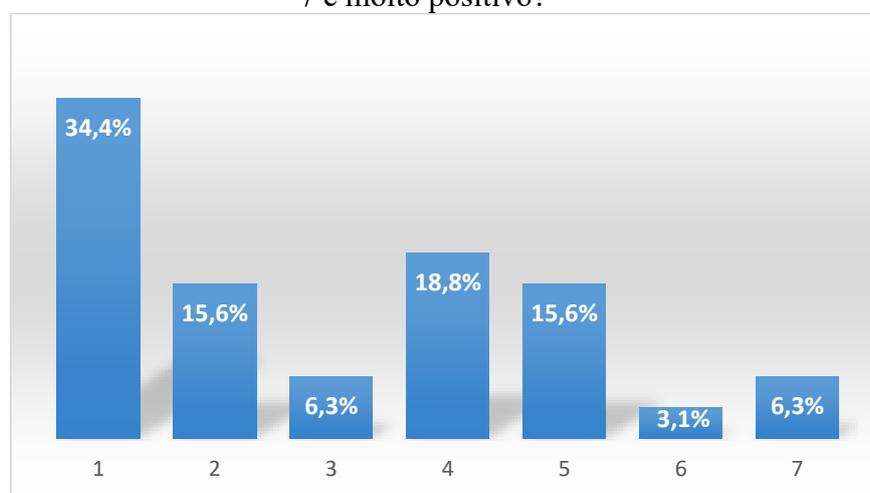


Fonte: elaborazione personale su dati propri

I risultati evidenziano che la maggioranza relativa del campione valuta negativamente le conseguenze generali successive all’intervento del FMI in Argentina, circa il 47% degli intervistati esprime una valutazione negativa, circa il 22% esprime una posizione neutrale mentre il restante 31% esprime una valutazione positiva.

La seconda domanda è la seguente “Come reputa le conseguenze economiche dopo l’assistenza finanziaria da parte del FMI da 1 a 7, dove 1 è molto negativo e 7 è molto positivo?” Nella figura 3.2 sono illustrate le risposte.

Figura 3.2 Risultati secondo quesito “Come reputa le conseguenze economiche dopo l’assistenza finanziaria da parte del FMI da 1 a 7, dove 1 è molto negativo e 7 è molto positivo?”

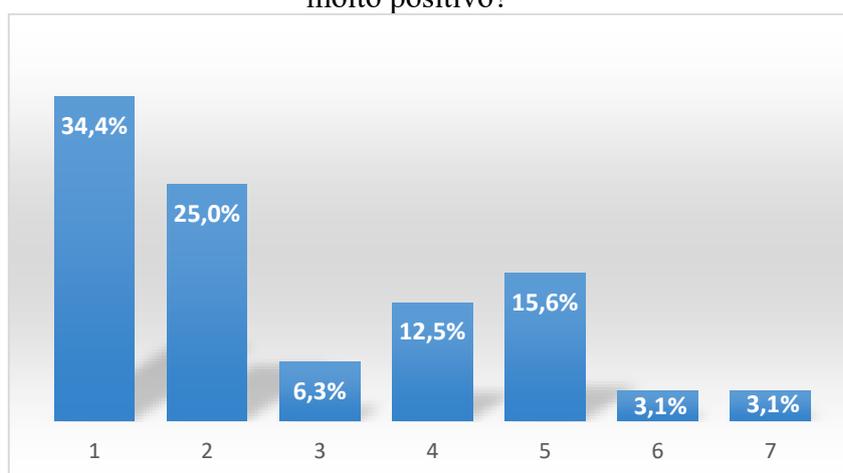


Fonte: elaborazione personale su dati propri

I risultati evidenziano che la maggioranza assoluta del campione valuta negativamente le conseguenze economiche successive all’intervento del FMI in Argentina, il 56,3% degli intervistati esprime una valutazione negativa, il 18,8% esprime una posizione neutrale mentre solamente il 25% esprime una valutazione positiva.

La terza domanda è la seguente: “Come reputa le conseguenze sociali dopo l’assistenza finanziaria da parte del FMI da 1 a 7, dove 1 è molto negativo e 7 è molto positivo?” Nella figura 3.3 sono illustrate le risposte.

Figura 3.3 Risultati terzo quesito “Come reputa le conseguenze sociali dopo l’assistenza finanziaria da parte del FMI da 1 a 7, dove 1 è molto negativo e 7 è molto positivo?”

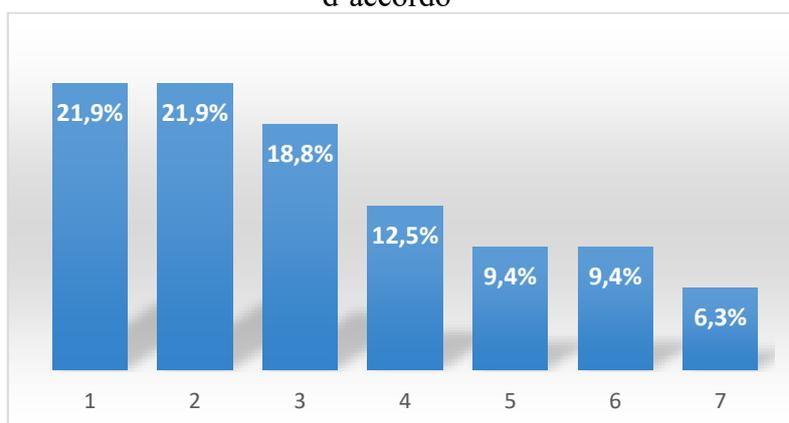


Fonte: elaborazione personale su dati propri

Anche in questo caso i risultati evidenziano che la maggioranza assoluta del campione valuta negativamente le conseguenze sociali successive all’intervento del FMI in Argentina con addirittura il 65,7% degli intervistati che esprime una valutazione negativa, il 12,5% esprime una valutazione neutrale mentre solamente il 21,8% esprime una valutazione positiva.

La quarta domanda è la seguente: “qual è la sua opinione in merito all’affermazione: l’attuale crisi economica è causata dall’assistenza finanziaria da parte del FMI, da 1 a 7 dove 1 è totalmente in disaccordo e 7 è totalmente d’accordo?” Nella figura 3.4 sono illustrate le risposte.

Figura 3.4 Risultati quarto quesito “qual è la sua opinione in merito all’affermazione: l’attuale crisi economica è causata dall’assistenza finanziaria da parte del FMI, da 1 a 7 dove 1 è totalmente in disaccordo e 7 è totalmente d’accordo

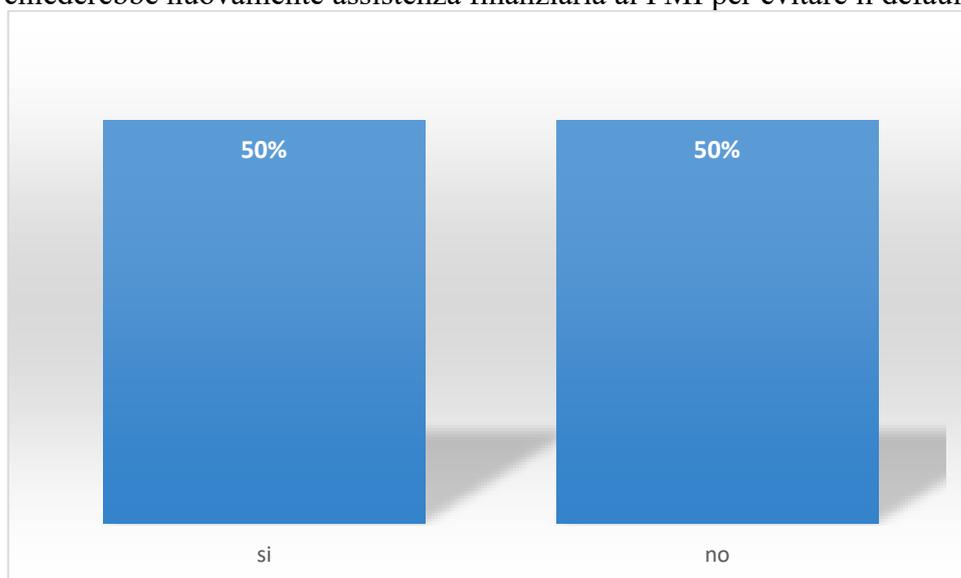


Fonte: elaborazione personale su dati propri

In questo caso invece, la maggioranza assoluta del campione ritiene che l’attuale crisi finanziaria che sta attraversando l’Argentina non sia causata dall’assistenza finanziaria da parte del FMI, tale percentuale si attesta al 62.6%, il 12.5% ha una posizione neutrale mentre solamente il 25,1% ritiene che l’attuale crisi sia causata dall’assistenza finanziaria da parte del FMI. Quindi nonostante l’intervento del FMI in generale non sia visto positivamente, la maggioranza del campione riconosce che le principali responsabilità della grave crisi in corso non dipendano da tale istituzione.

Infine, è stato chiesto “in caso di grave crisi finanziaria, chiederebbe nuovamente assistenza finanziaria al FMI per evitare il default?” Nella figura 3.5 sono illustrate le risposte.

Figura 3.5 Risposte quinto quesito “ In caso di grave crisi finanziaria, chiederebbe nuovamente assistenza finanziaria al FMI per evitare il default?”



Fonte: elaborazione personale su dati propri

Nonostante nella maggior parte delle risposte precedenti il campione ha sempre espresso un’opinione negativa sulle conseguenze derivanti dall’assistenza finanziaria da parte del FMI, esattamente la metà degli intervistati chiederebbe nuovamente assistenza al FMI pur di evitare il *default*. Questo potrebbe significare che la metà della popolazione, pur avendo un’opinione negativa sugli effetti del ricorso all’assistenza finanziaria da parte del FMI riconosce che il suo ruolo da

prestatore di ultima istanza è fondamentale quando l'Argentina è maggiormente in difficoltà.

CONCLUSIONE

Crescita sostenuta e utilizzo prudente della politica fiscale sono elementi cruciali per evitare tensioni sul debito pubblico che nei casi più gravi possono portare a richiedere assistenza finanziaria al FMI. Gli stati con elevati rapporti debito/Pil dovrebbero attuare una riduzione delle spese meno produttive, dal momento che tali riduzioni, soprattutto se fatte in un contesto macroeconomico favorevole, hanno conseguenze negative minori sulla crescita.

In merito all'assistenza finanziaria e alla condizionalità imposta dal FMI, la letteratura economica indipendente concorda sul fatto che la riforma del 2009, attuata per rispondere alle numerose critiche, nel concreto non ha portato a cambiamenti significativi sui dolorosi tagli di spesa imposti agli stati. Le disastrose conseguenze economiche e sociali in Grecia dopo l'intervento da parte del FMI sono una dimostrazione di quanto appunto già evidenziato dalla letteratura.

Anche se l'attuale situazione macroeconomica negativa dell'Argentina non è da imputare all'assistenza finanziaria da parte del FMI, quest'ultimo dovrebbe interrogarsi su come modificare i suoi continui interventi nel paese, dal momento che non sono riusciti a migliorare la situazione macroeconomica nemmeno nel lungo periodo. Il questionario, seppur non rappresentativo della popolazione, evidenzia la percezione negativa del campione intervistato sull'intervento del FMI; tuttavia, esso riconosce anche che le responsabilità dell'attuale situazione

macroeconomica non sono da attribuire esclusivamente all'intervento di tale istituzione.

Il FMI dovrebbe attuare riforme della condizionalità che realmente proteggano le fasce più deboli della popolazione dalle misure di austerità, rendendo almeno obbligatorio per gli stati il rispetto delle soglie minime di spesa sociale.

Bisogna tener presente che i principali responsabili delle conseguenze economiche e sociali derivanti dall'assistenza del FMI sono solitamente i governi che, con politiche fiscali miopi, attuate spesso per aumentare i consensi elettorali, hanno compromesso la sostenibilità del debito pubblico. Infine, una parte della responsabilità è anche dei cittadini che spesso hanno una visione egoistica e limitata della realtà, e questo li porta a premiare elettoralmente i politici che garantiscono loro benefici nel breve periodo, non tenendo presente le conseguenze negative che tali scelte possono avere nel lungo periodo.

BIBLIOGRAFIA

Alesina A. and Ardagna S. (2009). *Large changes in fiscal policy: taxes versus spending*, Tax Policy and the Economy, Vol. 24

Alessandrini P. (2015). *Economia e politica della moneta*, Bologna: Il Mulino.

Angeletos and Dellas (2013). *Greece and the euro. In Beyond Austerity: Reforming the Greek Economy*, The MIT Press, Cambridge

Ari I. and Koc M (2018). *Sustainable Financing for Sustainable Development: Understanding the Interrelations between Public Investment and Sovereign Debt*, Sustainability, Vol. 10

Babb S. L. (2005). *The Social Consequences of Structural Adjustment: Recent Evidence and Current Debates*, Annual Review of Sociology, Vol. 31, 199–222.

Baldwin, Richard, and Giavazzi (2015). *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*, Centre for Economic Policy Research, London

Baldwin, Richard e altri (2015), *Rebooting the Eurozone: Step I Agreeing a Crisis Narrative*, CEPR Policy Insight No. 85, November, Center for Economic Policy Research, London

Banca D'Italia (2024). *Bollettino economico I*, Banca d'Italia, Roma.

Banca D'Italia (2024). *Rapporto sulla stabilità finanziaria I*, Banca d'Italia, Roma.

Barro, R.J. and Lee, J.-W. (2006). *IMF programs: who is chosen and what are the effects*, Journal of Monetary Economics, Vol. 52, 1245–1269

Beqiraj E., Fedeli S. and Forte F. (2018). *Public debt sustainability: An empirical study on OECD countries*, Journal of Macroeconomics, Vol. 58

Bird, G. (2004). *Growth, poverty and the IMF*, Journal of International Development, Vol. 16, 621–636.

Bird, G (2007). *A bird's eye view of its role and operations*, Journal of Economic Survey, Vol. 21, 683-745.

Bird, G. (2009). *Reforming IMF Conditionality*, World Economics Vol 10, 81–104.

Bird, G. and Mosley, P. (2006). *Should the IMF discontinue its long-term lending role in developing countries?* Globalization and the Nation State: the Impact of the IMF and the World Bank (pp. 387–403). Routledge, London

Blanchard, O.; Chouraqui, J.; Hagemann, R.P.; Sartor, N. (1999). *The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question*, OECD Economic Studies, Vol. 15

Blattman, C. (2014). *Did the International Monetary Fund Help Make the Ebola Crisis?* The Washington Post, Washington D.C.

Bohn, H., (1998). *The Behavior of US Public Debt and Deficits*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 113

Commissione Europea (2008). *Child Poverty and Well-being in the EU: Current Status and Way Forward*, The Social Protection Committee, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Equal Opportunities, Brussels.

Commissione Europea (2024). *European Economic Forecast. Winter 2024*, ufficio pubblicazioni Unione Europea, Lussemburgo.

Couper (2000). *Web Surveys: A review of issues and approaches*. *Public Opinion*, Quarterly, Vol. 64, 464-494

Denissen, J. Neumann, L. and van Zalk, M. (2010). *How the internet is changing the implementation of traditional research methods, people's daily lives, and the way in which developmental scientists conduct research*, International Journal of Behavioral Development, Vol. 34, 564-575.

D'Erasmus P. Mendoza G. Zhang J. (2015). *What is a Sustainable Public Debt?* Handbook of Macroeconomics, Vol. 2

Domar E.D (1944). *The "Burden of the Debt" and the National Income*, The American Economic Review, Vol. 34

Dornbusch, Fischer, Startz, Canullo e Pettenati (2014). *Macroeconomia*, Milano: McGraw-Hill

Dreher, A. (2004). *IMF and economic growth: the effects of programs, loans, and compliance with conditionality*, Mimeographed, Exeter University

Dreher, A. (2009). *IMF Conditionality: Theory and Evidence*, Public Choice, Vol. 141(1-2), 233–67

Dreher, A. and Sturm, J.-E. (2006). *Do the IMF and World Bank influence voting in the UN General Assembly?* Mimeographed.

Dreher A. and Vaubel R. (2004). *The Causes and Consequences of IMF Conditionality*, Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 40,

Fondo Monetario Internazionale (2013). *Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement*, IMF Country Report No. 13/156. Washington D.C.

Fondo Monetario Internazionale (2023). *World Economic Outlook, October 2023*, Fondo Monetario Internazionale, Washington D.C.

Fondo Monetario Internazionale (2024). *Fiscal monitor, April 2024*, Fondo Monetario Internazionale, Washington D.C.

Fondo Monetario Internazionale (2024). *Global Financial Stability Report, April 2024*, Fondo Monetario Internazionale, Washington D.C.

Fondo Monetario Internazionale (2024). *World Economic Outlook, April 2024*, Fondo Monetario Internazionale, Washington D.C.

Forte, F., and Magazzino, C. (2016). *Fiscal policies in EMU countries: strategies and empirical evidence*, Journal of International Trade Law and Policy, Vol. 15

Garuda, G. (2000). *The Distributional Effects of IMF Programs: a Cross-Country Analysis*, World Development, Vol. 28, 1031–51.

Ghosh R. Kim I. Mendoza G. Ostry D. and Qureshi S. *Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies*, The Economic Journal, Vol.123

Goldstein, M. and Montiel, P. (1986). *Evaluating Fund stabilization programs with multicountry data*, IMF Staff Papers 33: 304–344

Gros, Daniel, and Alcidi, (2010). *Is Greece Different? Adjustment Difficulties in Southern Europe*, VOX

Hagan, Sean, (2014). *Acting Collectively: A Better Way to Restructure Government Debt*, IMFdirect

Kaplanglou G. and Rapanos V. (2016). *Evolutions in Consumption Inequality and Poverty in Greece: The Impact of the Crisis and Austerity Policies*, Review of Income and Wealth Vol. 64

Karamessini, M. (2014). *Greece as an international test-case: economic adjustment through a Troika/state-induced depression and social catastrophe*. Divisive integration: the triumph of failed ideas in Europe – revisited, Brussels, pp. 95-126.

Kentikelenis, Karanikolos, A. Reeves, M. McKee, and D. Stuckler, (2014). *Greece's Health Crisis: from Austerity to Denialism*, Lancet, Vol. 383, 748–53.

Kentikelenis, Stubbs and King (2016). *IMF conditionality and development policy space, 1985–2014*”, Review of International Political Economy, 2016, vol. 23, issue 4, 543-582

Keynes, J.M., (1923). *A Tract on Monetary Reform*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Macmillan, Vol. 4.

Khan, M. and Knight, M. (1981). *Stabilization programs in developing countries: a formal framework*, IMF Staff Papers, Vol. 28: 1–53.

Khan, M. and Knight, M. (1982). *Some theoretical and empirical issues relating to economic stabilization in developing countries*, World Development, Vol.10: 709–730

Killick, T. (1995). *IMF Programs in Developing Countries: Design and Impact*, Routledge, London

Kondilis, Giannakopoulos, Gavana, Ierodiakonou, Waitzkin, Benos (2013). *Economic Crisis, Restrictive Policies, and the Population's Health and Health Care: The Greek Case*, American Journal of Public Health, Vol. 103, 973-9

Lampa R. and Zeolla N. (2019). *Dalla crisi del cambio al salvataggio del FMI: cronaca del naufragio argentino*, Moneta e credito, Vol. 72

Lilico, A., Holmes, E., and Sameen, H. (2009). *Controlling spending and government deficits: lessons from history and international experience*, Policy Exchange, London

Lloyd, V. and R. Weissman. (2002). *How International Monetary Fund and World Bank Policies Undermine Labor Power and Rights*, International Journal of Health Services, Vol. 32, 433–42.

Magazzino C. and Brady L. (2017). *The Sustainability of Italian Public Debt and Deficit*, International Advances in Economic Research, Vol. 23

Meghir, Costas, Pissarides C. Vayanos D. and Vettas N, (2016). *The Greek Economy Before and During the Crisis and Policy Options Going Forward*, forthcoming

Merler, S. and Pisani-Ferry J. (2012). “*Sudden Stops in the Euro Area*,” *Policy Contribution*, Bruegel

Migkos, Sakas, Giannakopoulos, Konteos, Metsiou (2022). *Analyzing Greece 2010 Memorandum's Impact on Macroeconomic and Financial Figures through, FCM*, Economies, Vol. 10, 178

Nelson, R., Belkin, P., and D. Mix, (2010). *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy, Responses, and Implications*, U.S. Congressional Research Service, Washington D.C

Panizza U. Presbitero A. F. (2014). *Public debt and economic growth: Is there a causal effect?* Journal of Macroeconomics, Vol. 41

Pastor, M. (1987). *The effects of IMF programs in the third world: debate and evidence from Latin America*, World Development, Vol. 15: 249–262

Prelat S. (2002). *Risky businesses: economic crisis in Argentina and the generative power of generations*, Theory and Society, Vol. 51

Przeworski, A. and Vreeland, J.R. (2000). *The effect of IMF programs on economic growth*, Journal of Development Economics, Vol. 62: 385–421

Reis R. (2022). *Debt Revenue and the Sustainability of Public Debt*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 36

Revuelta J. (2021). *The Effects of the Economic Adjustment Programmes for Greece: A Quasi-Experimental Approach*, Sustainability, Vol. 13

Rowden, R. (2008). *Blocking Progress: the IMF and HIV/AIDS*, Global Social Policy, Vol. 8, 19–24.

Ruxandra and Curtașu (2011). *How to assess public debt sustainability: Empirical evidence for the advanced European countries*, Romanian Journal of Fiscal Policy, Vol. 2

Samatas, M., & Drakos, P. (2014). *Economic Crisis: Attitudes and Perceptions of Students at the University of Crete*, Social Facets of the Crisis in Greece (pp. 327-370). Pedio Publications, Athens.

Taylor M. (2018). *The Argentina Paradox: microexplanations and macropuzzles*, Latin American Economic Review, Vol. 27

Tsekeris, Pinguli, Georga (2015). *Young People's Perception of Economic Crisis in Contemporary Greece: A Social Psychological Pilot Study*, Crisis Observatory, Vol. 19

Vetterlein, A. (2010). *Lacking Ownership: the IMF and Its Engagement with Social Development as a Policy Norm*, Pp. 93–112 in *Owning development*: Cambridge University Press: Cambridge

Vreeland, J.R. (2001). *The effect of IMF programs on labor*, World Development, Vol. 30: 121–139

Wolf, Alex, Julia Wang, and Yuxuan Tang. (2023). *Investment Strategy: Will China's Recovery Drive Commodity Prices Higher?* J.P. Morgan Private Bank, Baltimore

Wyplosz C. and Sgherri S. (2016). *The IMF's Role in Greece in the Context of the 2010 Stand-By Arrangement*, Ufficio di Valutazione Indipendente del Fondo Monetario Internazionale, Washington D.C

SITOGRAFIA

<https://www.americasquarterly.org/article/argentina-and-the-imf-a-never-ending-story/>

https://commission.europa.eu/index_it

<https://www.bancaditalia.it/>

<https://www.census.gov/>

<https://www.consilium.europa.eu/it/>

<https://www.ecb.europa.eu/>

<https://www.federalreserve.gov/>

<https://www.fitchratings.com/>

<https://www.forbes.com/>

<https://ieo.imf.org/>

<https://www.ilsole24ore.com/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/argentina-fmi-lacrime-e-sangue-via-libera-maxi-accordo-AFkjEfJC>

<https://www.imf.org/>

<https://www.moody.com/>

<https://www.oecd.org/>

<https://www.pandorarivista.it/articoli/argentina-neoliberismo-crisi-default/>

<https://www.spglobal.com/ratings/en/>