



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di laurea in Economia e Commercio

Il debito pubblico: dal Trattato di Maastricht ai limiti della politica economica

The public debt: from Maastricht Treaty to the limits of
political economics

Relatore:
prof. Sergio Branciarì

Rapporto finale di:
Linda Mattioli

Anno accademico 2020-21

INDICE

| | |
|--|-----------|
| INTRODUZIONE..... | 3 |
| | |
| CAPITOLO I. L'EUROPA VERSO L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA: DAI CRITERI DI CONVERGENZA DEL TRATTATO DI MAASTRICHT AL FISCAL COMPACT..... | 5 |
| I.1. IL TRATTATO DI MAASTRICHT: UNA TAPPA DECISIVA PER L'INTEGRAZIONE EUROPEA..... | 5 |
| I.2. IL RAPPORTO DISAVANZO PUBBLICO/PIL E DEBITO PUBBLICO/PIL NEI CRITERI DI CONVERGENZA..... | 7 |
| I.3. L'INTRODUZIONE DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA (PSC) NEL PANORAMA EUROPEO..... | 9 |
| I.4. LA RIFORMA DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA..... | 10 |
| I.5. I VINCOLI INTRODOTTI DAL FISCAL COMPACT..... | 14 |
| | |
| CAPITOLO II. LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI..... | 17 |
| II.1. PREMESSA..... | 17 |
| II.2. LA CRISI DEL 2007 NEGLI STATI UNITI: L'INTERCONNESSIONE DEI MERCATI FINANZIARI E LA DIFFUSIONE DELLA CRISI IN TUTTO IL MONDO..... | 18 |
| II.3. LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI NEI PAESI PERIFERICI DELL'UEM..... | 23 |
| II.4. GLI INTERVENTI DELL'UE..... | 26 |
| | |
| CAPITOLO III. I LIMITI DELLA POLITICA ECONOMICA A LIVELLO EUROPEO..... | 31 |
| III.1. PREMESSA..... | 31 |

| | |
|---|-----------|
| III.2. LE CAUSE DELLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO: L'ECCESSIVO DEBITO ESTERNO E IL MANCATO PROCESSO DI INTEGRAZIONE EUROPEA..... | 32 |
| III.3. LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO: UNA QUESTIONE CRUCIALE..... | 34 |
| III.4. LA SVALUTAZIONE INTERNA, UNA POSSIBILE ALTERNATIVA | 38 |
| IV.CONCLUSIONI..... | 41 |
| IV.1 GLI EFFETTI DI UN ECCESSIVO LIVELLO DI INDEBITAMENTO SULL'ECONOMIA DI UN PAESE..... | 41 |
| RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI E SITOGRAFIA | 46 |

INTRODUZIONE

Lo scopo di questo elaborato è di analizzare il tema della sostenibilità del debito pubblico.

Nel primo capitolo vengono presentati i criteri di convergenza del Trattato di Maastricht, sottolineando come gli equilibri di finanza pubblica siano un obbligo che i singoli Stati devono rispettare al fine di partecipare all'Unione Europea Monetaria.

Nel primo capitolo viene inoltre preso in esame il ruolo del "Fiscal Compact" come quadro unitario in cui le regole di finanza pubblica riescono ad integrarsi, nonostante il Trattato in questione abbia ulteriormente irrigidito i vincoli sanciti dal Trattato di Maastricht e dal Patto di Stabilità e Crescita.

Il secondo capitolo si focalizza in primo luogo sulle cause della crisi finanziaria del 2007 negli Stati Uniti, per arrivare a definire quali sono stati i canali di diffusione della crisi nel resto del mondo, mettendo a confronto le misure di politica economica adottate negli Stati Uniti rispetto a quelle messe in atto nell'Unione Europea.

Il terzo capitolo determina i fattori alla base della crisi del debito sovrano delle economie più deboli dell'UEM: l'eccessivo debito esterno che tali economie hanno accumulato a partire dagli anni '90 del secolo scorso, il mancato processo di

integrazione europea e di conseguenza un'insufficiente politica di difesa dei debiti sovrani negli Stati membri.

Lo stesso capitolo espone i criteri che definiscono un'area monetaria ottimale, ovvero l'alta mobilità del lavoro e l'integrazione fiscale e viene introdotto lo strumento della svalutazione interna, come mezzo con cui sopperire ad un'area monetaria che non soddisfa i requisiti di ottimalità.

CAPITOLO I

L'EUROPA VERSO L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA: DAI CRITERI DI CONVERGENZA DEL TRATTATO DI MAASTRICHT AL FISCAL COMPACT

I.1 IL TRATTATO DI MAASTRICHT: UNA TAPPA DECISIVA PER L'INTEGRAZIONE EUROPEA

Il trattato di Maastricht, sottoscritto il 7 febbraio 1992, ha sancito l'inizio di "una nuova fase nel processo di realizzazione di un'unione sempre più stretta fra i popoli europei" gettando le basi per la moneta unica, l'euro, e ampliando in maniera significativa gli ambiti di cooperazione tra paesi europei.

Il Trattato ha istituito:

- la cittadinanza europea, che dà ai cittadini la possibilità di spostarsi liberamente all'interno dell'UE;
- una politica estera e di sicurezza comune allo scopo di proteggere l'indipendenza dell'Unione;
- una stretta cooperazione in materia di giustizia e affari interni per garantire la sicurezza dei cittadini europei.

Il 7 febbraio 1992 hanno siglato il Trattato i rappresentanti di 12 paesi: Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito e Spagna.¹ La sottoscrizione del Trattato rappresenta una pietra miliare nel processo di rafforzamento dell'integrazione europea.

I parlamenti nazionali hanno poi ratificato il Trattato, in alcuni casi dopo un referendum. Il Trattato di Maastricht è entrato formalmente in vigore il 1° novembre 1993, data di istituzione ufficiale dell'Unione Europea.

Come detto poc'anzi, il Trattato di Maastricht ha creato le premesse per la moneta unica europea, l'euro, segnando il momento culminante di vari decenni di dibattito sul rafforzamento della cooperazione economica in Europa. Il trattato ha inoltre istituito la Banca centrale europea (BCE), il cui obiettivo primario consiste nella stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo di stabilità dei prezzi, la BCE sostiene le politiche economiche generali nella Comunità, fra cui l'occupazione.

L'idea di una moneta unica per l'Europa fu proposta per la prima volta agli inizi degli anni '60 dalla Commissione europea, ma il progetto subì una battuta d'arresto a causa dell'instabilità che caratterizzava il contesto economico degli anni '70.

¹Fonte: Banca Centrale Europea, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/25_years_maastricht.it.html

I leader europei hanno rilanciato il progetto nel 1986, impegnandosi nel 1989 a realizzare un processo di transizione in tre fasi, definite formalmente nel Trattato di Maastricht:

- **Fase 1** (dal 1° luglio 1990 al 31 dicembre 1993): introduzione della libera circolazione dei capitali fra Stati membri;
- **Fase 2** (dal 1° gennaio 1994 al 31 dicembre 1998): rafforzamento della cooperazione fra le banche centrali nazionali e maggiore allineamento delle politiche economiche degli Stati membri;
- **Fase 3** (dal 1° gennaio 1999 a oggi): graduale introduzione dell'euro e attuazione di una politica monetaria unica, di competenza della BCE.²

I.2 IL RAPPORTO DISAVANZO PUBBLICO/PIL E DEBITO PUBBLICO/PIL NEI CRITERI DI CONVERGENZA

L'articolo 121 del trattato di Maastricht e il Protocollo sui "criteri di convergenza" stabiliscono due condizioni principali per l'ammissione di un Paese all'area dell'euro: la compatibilità della legislazione nazionale del Paese candidato con gli articoli 108 e 109 del Trattato e con lo Statuto del Sistema Europeo delle

² Fonte: Parlamento europeo. <https://www.europarl.europa.eu/about-parliament/it/in-the-past/the-parliament-and-the-treaties/maastricht-treaty>.

Banche Centrali e il raggiungimento di un elevato grado di convergenza economica sostenibile.

Quest'ultimo requisito viene valutato in base ai seguenti principi:

1. alto grado di stabilità dei prezzi, risultante da “un tasso di inflazione prossimo a quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi”;

2. sostenibilità della situazione della finanza pubblica. A tal proposito il rapporto tra disavanzo pubblico e il prodotto interno lordo non deve superare il valore di riferimento del 3% del PIL mentre il rapporto tra debito pubblico e PIL non deve superare il 60% del PIL, ad eccezione dei casi in cui tale rapporto non sia in corso di riduzione;

3. rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema Monetario Europeo per almeno due anni. La nuova moneta unica, l'euro, è divenuta il riferimento per le monete che non lo hanno ancora adottato, ma che hanno aderito all'accordo di cambio AEC II;

4. stabilità dei tassi di interesse a lungo termine. Infatti, nell'articolo 4 del Protocollo allegato all'art 21 del Trattato si legge che “il criterio della convergenza dei tassi di interesse nominale a lungo termine di uno Stato membro non abbia ecceduto di oltre 2 punti percentuali quello dei tre stati membri che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. I tassi di interesse si

misurano sulla base delle obbligazioni a lungo termine emesse dallo Stato o sulla base di titoli analoghi, tenendo conto delle differenze nelle definizioni nazionali”.

I criteri sopracitati sottolineano il ruolo della politica fiscale: delle sue componenti di flusso (il disavanzo pubblico) e delle componenti stock (il debito pubblico).

Qualora i criteri di convergenza non vengano rispettati dagli Stati viene avviata una “procedura di infrazione per disavanzi eccessivi” (PDE) che ha efficacia esecutiva.

I fondamenti macroeconomici del Trattato di Maastricht riflettono l’idea secondo cui gli equilibri di finanza pubblica, raggiungibili attraverso il contenimento del disavanzo e del debito pubblico, siano un obbligo che i singoli Stati devono rispettare al fine di partecipare all’UEM.

I.3 L’INTRODUZIONE DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA (PSC) NEL PANORAMA EUROPEO

Il principale insieme di regole che costituiscono la governance europea è racchiuso nel Patto di Stabilità e Crescita (PSC), approvato dal Consiglio europeo di Amsterdam del 16 e 17 giugno 1997 al fine di rendere più cogente la disciplina di bilancio degli Stati membri dell’Unione. Il PSC, nella sua prima versione, sosteneva:

- la permanenza strutturale dei vincoli imposti dal Trattato di Maastricht, sia al rapporto disavanzo pubblico-PIL (3%) sia al rapporto debito pubblico-PIL (60%);
- in caso di recessione economica, definita come una riduzione annua del PIL reale pari almeno al 2%, sono previste deroghe;
- al Consiglio dei Ministri dell'Economia (Ecofin) dei Paesi che aderiscono all'UEM è affidato l'incarico di avviare una PDE nel caso in cui i Paesi non rispettino i vincoli del Patto. Se il Consiglio decide che uno Stato membro si trova in una situazione di disavanzo eccessivo, vengono presi i dovuti provvedimenti, che in genere si configurano in una sanzione. Le sanzioni imposte assumono la forma di un deposito infruttifero che viene convertito in ammenda se deficit persiste per due anni. L'ammontare della sanzione è composto da due componenti: una componente fissa e una componente variabile: la componente fissa è pari al 0.2% del PIL mentre la componente variabile è pari al 10% dello scostamento del disavanzo pubblico dalla soglia del 3%.

I.4 LA RIFORMA DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Molti Stati aderenti all'UEM hanno evidenziato disavanzi di bilancio e livelli del debito pubblico eccedenti i valori di riferimento sanciti dal PSC, a partire dal

2002. Ciò lo si evince consultando la figura I.1 che mostra le posizioni di bilancio nell'area dell'euro, calcolate in percentuale al PIL.

(in percentuale del PIL)

| Avanzo (+) o disavanzo (-) delle amministrazioni pubbliche | | | | Dati dei programmi di stabilità per il 2005 |
|--|-------------|-------------|-------------|---|
| | 2002 | 2003 | 2004 | |
| Area dell'euro | -2,5 | -3,0 | -2,7 | -2,5 |
| Belgio | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Germania | -3,8 | -4,1 | -3,7 | -3,3 |
| Grecia | -4,9 | -5,7 | -6,6 | -4,3 |
| Spagna | -0,3 | 0,0 | -0,1 | 1,0 |
| Francia | -3,3 | -4,1 | -3,7 | -3,0 |
| Irlanda | -0,6 | 0,2 | 1,4 | 0,3 |
| Italia | -2,7 | -3,2 | -3,2 | -4,3 |
| Lussemburgo | 2,1 | 0,2 | -1,2 | -2,3 |
| Paesi Bassi | -2,0 | -3,2 | -2,1 | -1,2 |
| Austria | -0,4 | -1,2 | -1,0 | -1,9 |
| Portogallo | -2,8 | -2,9 | -3,0 | -6,0 |
| Finlandia | 4,3 | 2,5 | 2,1 | 1,8 |

| Debito lordo delle amministrazioni pubbliche | | | | Dati dei programmi di stabilità per il 2005 |
|--|-------------|-------------|-------------|---|
| | 2002 | 2003 | 2004 | |
| Area dell'euro | 69,2 | 70,4 | 70,8 | 71,0 |
| Belgio | 105,8 | 100,4 | 96,2 | 94,3 |
| Germania | 61,2 | 64,8 | 66,4 | 67,5 |
| Grecia | 111,6 | 108,8 | 109,3 | 107,9 |
| Spagna | 53,2 | 49,4 | 46,9 | 43,1 |
| Francia | 58,8 | 63,2 | 65,1 | 65,8 |
| Irlanda | 32,4 | 31,5 | 29,8 | 28,0 |
| Italia | 108,3 | 106,8 | 106,5 | 108,5 |
| Lussemburgo | 6,8 | 6,7 | 6,6 | 6,4 |
| Paesi Bassi | 51,3 | 52,6 | 53,1 | 54,4 |
| Austria | 66,7 | 65,1 | 64,3 | 63,4 |
| Portogallo | 56,1 | 57,7 | 59,4 | 65,5 |
| Finlandia | 42,3 | 45,2 | 45,1 | 42,7 |

Fonti: Per il 2002-04, Commissione europea; per il 2005, programmi di stabilità aggiornati del 2005-06 ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati sono basati sulla definizione della procedura di disavanzo eccessivo. Le posizioni di bilancio escludono gli introiti derivanti dalla vendita delle licenze UMTS.

Figura I.1. Posizioni di bilancio nell'area dell'euro. Fonte: Per il 2002-04, Commissione europea; per il 2005, programmi di stabilità aggiornati del 2005-06 ed elaborazioni della BCE.

Per rientrare nei vincoli imposti dal Patto di stabilità e crescita, molti paesi dell'area dell'euro avanzarono politiche restrittive, il cui esito non fu certamente

positivo. Politiche di questo tipo non fecero altro che contribuire al basso tasso di sviluppo dell'area dell'euro nel primo decennio di vita dell'UEM.

Gli anni 2001-2005 sono stati segnati infatti da una bassa crescita nei paesi dell'euro, dove il PIL ha registrato una crescita media dell'1,4 % (figura I.2).

PRODOTTO INTERNO LORDO
DATI DI CONSUNTIVO 1996-2005 E PREVISIONI 2006-2007
(variazioni % a prezzi costanti)

| PIL | CONSUNTIVO | | | | | | | | | | PREVISIONI | |
|-------------|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------|------|
| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| ITALIA | 0,7 | 1,9 | 1,4 | 1,9 | 3,6 | 1,8 | 0,3 | 0,0 | 1,1 | 0,0 | 1,3 | 1,2 |
| FRANCIA | 1,1 | 2,4 | 3,6 | 3,3 | 4,1 | 2,1 | 1,2 | 0,8 | 2,3 | 1,4 | 1,9 | 2,0 |
| SPAGNA | 2,4 | 3,9 | 4,5 | 4,7 | 5,0 | 3,5 | 2,7 | 3,0 | 3,1 | 3,4 | 3,1 | 2,8 |
| GERMANIA | 1,0 | 1,8 | 2,0 | 2,0 | 3,2 | 1,2 | 0,1 | -0,2 | 1,6 | 0,9 | 1,7 | 1,0 |
| AREA EURO | 1,4 | 2,5 | 2,9 | 2,9 | 3,8 | 1,9 | 0,9 | 0,7 | 2,0 | 1,3 | 2,1 | 1,8 |
| REGNO UNITO | 2,7 | 3,2 | 3,2 | 3,0 | 4,0 | 2,2 | 2,0 | 2,5 | 3,1 | 1,8 | 2,4 | 2,8 |
| UE - 15 | 1,6 | 2,6 | 2,9 | 3,0 | 3,9 | 1,9 | 1,1 | 1,1 | 2,3 | 1,5 | 2,2 | 2,0 |
| UE - 25 | 1,7 | 2,7 | 3,0 | 3,0 | 3,9 | 1,9 | 1,2 | 1,2 | 2,4 | 1,6 | 2,3 | 2,2 |
| USA | 3,7 | 4,5 | 4,2 | 4,4 | 3,7 | 0,8 | 1,6 | 2,7 | 4,2 | 3,5 | 3,2 | 2,7 |
| GIAPPONE | 3,4 | 1,8 | -1,0 | -0,1 | 2,4 | 0,4 | 0,1 | 1,8 | 2,3 | 2,7 | 2,8 | 2,4 |

Fonte: Commissione UE, *Spring 2006 Economic forecasts* (maggio 2006); per i consuntivi degli anni 1996-2000, cfr. EUROSTAT.

Figura I.2. Prodotto interno lordo (variazioni % a prezzi costanti). Fonte: Commissione UE, *Spring 2006 Economic forecasts* (maggio 2006); per i consuntivi degli anni 1996-2000, Eurostat.

In risposta a questa situazione drammatica per l'area dell'euro, nel marzo del 2005 L'Ecofin decise di apportare alcune modifiche al PSC³, attribuendogli maggiore flessibilità. Infatti, gli esperti di politica economica accusavano il PSC di non promuovere né la crescita né la stabilità, in considerazione dei rischi derivanti

³ BANCA CENTRALE EUROPEA, *Rapporto annuale 2005*, Francoforte 2006.

dalla contrazione della spesa pubblica in investimenti implicata dalla rigidità del PSC.

Nel 2005 si è dunque approdati ad una revisione del Patto di stabilità e crescita, ossia dell'insieme di regole che integra le disposizioni del trattato CE relative al controllo sulle politiche economiche degli Stati membri.

La riforma ha introdotto un margine di flessibilità nella valutazione del rispetto dei parametri e un minor rigore per delineare i percorsi di rientro dei Paesi non in linea con i parametri medesimi.

In particolare, sono stati ampliati i casi in cui il superamento del valore del 3% nel rapporto deficit/PIL può essere considerato eccezionale e temporaneo e può quindi (se resta vicino a detto valore) essere giustificato.

Nel valutare una situazione di deficit di bilancio, devono essere tenuti in considerazione alcuni fattori rilevanti, quali:

1. l'attuazione di politiche volte a promuovere la ricerca, lo sviluppo e l'innovazione;
2. la sostenibilità del debito, gli investimenti pubblici e la qualità complessiva
3. delle finanze pubbliche;
4. gli sforzi di bilancio volti ad aumentare i contributi finanziari necessari alla realizzazione delle politiche europee.

Sebbene la revisione del PSC abbia introdotto maggiore flessibilità nella sua applicazione, le ragioni di fondo che hanno portato alle regole di bilancio sancite

nel trattato di Maastricht sono rimaste invariate. Secondo la BCE infatti le regole del Patto di Stabilità e Crescita sono tese “a frenare la tentazione dei governi a spendere di più di quanto si possano permettere, facendo gravare l’onere sulle generazioni future”.⁴ Una dinamica di questo tipo potrebbe privilegiare l’accumulo di disavanzi che a sua volta darebbe luogo a una crescita del debito. Un elevato livello di debito contribuisce alla crescita dei tassi di interesse a lungo termine con una conseguente contrazione della spesa privata per gli investimenti. Questo meccanismo può causare una perdita di prodotto nel lungo periodo.

I.5 I VINCOLI INTRODOTTI DAL FISCAL COMPACT

Un’applicazione pratica dei principi di austerità è il Fiscal Compact, chiamato anche “Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance nell’Unione economica e monetaria” che è stato firmato in occasione del Consiglio europeo nel marzo 2012 da tutti gli stati membri dell’UE, eccetto Regno Unito e Repubblica Ceca che hanno aderito al trattato nel 2014. Il Fiscal Compact è figlio del periodo delle grandi crisi del debito e ha le sue fondamenta nel principio secondo cui per riacquistare la fiducia dei mercati è necessario che il bilancio dello Stato non sia in deficit.⁵ Al contrario, i sostenitori del pensiero economico di stampo keynesiano

⁴ Fonte: Banca Centrale Europea, “*La riforma del patto di Stabilità e Crescita*”, in *Bollettino Mensile della BCE*, n.8, agosto 2005, pp.68-69.

⁵ CIAFFI G., DELEIDI M., LEVRERO E., *Fiscal compact, quali sono gli effetti macroeconomici*, *Il fatto quotidiano*, 30 maggio 2019.

ritengono che la stretta sui bilanci contribuisca a deprimere le economie dei singoli stati.

Il Fiscal Compact integra in un quadro unitario alcune regole di finanza pubblica, irrigidendo ulteriormente i vincoli sanciti dal Trattato di Maastricht e dal Patto di Stabilità e Crescita. Tale irrigidimento è dovuto sostanzialmente alle seguenti regole:

1. entro un anno dall'entrata in vigore del trattato, gli Stati contraenti si impegnano ad applicare "la regola aurea" per cui il bilancio dello Stato deve trovarsi in una situazione di pareggio o in attivo;
2. per quanto concerne il percorso di rientro del rapporto tra debito pubblico e PIL nominale, questi dovrà scendere ogni anno di un ventesimo della distanza tra il suo livello effettivo e la soglia obiettivo del 60%;
3. le parti contraenti si impegnano a coordinare meglio la collocazione dei titoli di debito pubblico, riferendo preventivamente alla Commissione e al Consiglio sui piani di emissione dei titoli di debito.⁶

Per quanto riguarda il criterio del pareggio di bilancio, la regola aurea non deve essere considerata "come espressione generalmente valida di razionalità della condotta finanziaria, la quale va invece valutata in relazione alla sua capacità di risolvere adeguatamente i problemi reali" riportando le parole di Sergio Steve.

⁶ ROLAND. D. *Cos'è il Fiscal Compact, Il post*, 17 aprile 2014.

Si può concludere che la vera difficoltà del Fiscal Compact sta, per un Paese altamente indebitato, nell'obbligo di avere il bilancio in pareggio. Per permettere all'economia di riprendersi dalla recessione del biennio 2012-2013 e indirizzarsi verso un maggiore livello di crescita economica, è necessaria una forte spinta da parte del bilancio pubblico, ad esempio sarebbe auspicabile una riduzione della pressione fiscale o un aumento degli investimenti pubblici.

CAPITOLO II

LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI

II.1 PREMESSA

Come accennato nel precedente capitolo, a partire dal 2009 in quasi tutti i Paesi dell'area dell'euro si è assistito ad uno sfioramento del valore soglia del 3% del rapporto tra disavanzo pubblico e PIL. I Paesi in cui tale sfioramento è più cospicuo sono Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna. Il permanere di elevati disavanzi del bilancio pubblico in gran parte dei Paesi dell'UEM dal 2009 al 2012 ha portato ad un aumento del rapporto debito pubblico/PIL nell'intera area dell'euro (figura II.1). Diventa quindi necessario analizzare le cause alla base di tali sfioramenti dai parametri di Maastricht e capire quali sono state le conseguenze che hanno subito i singoli Paesi.

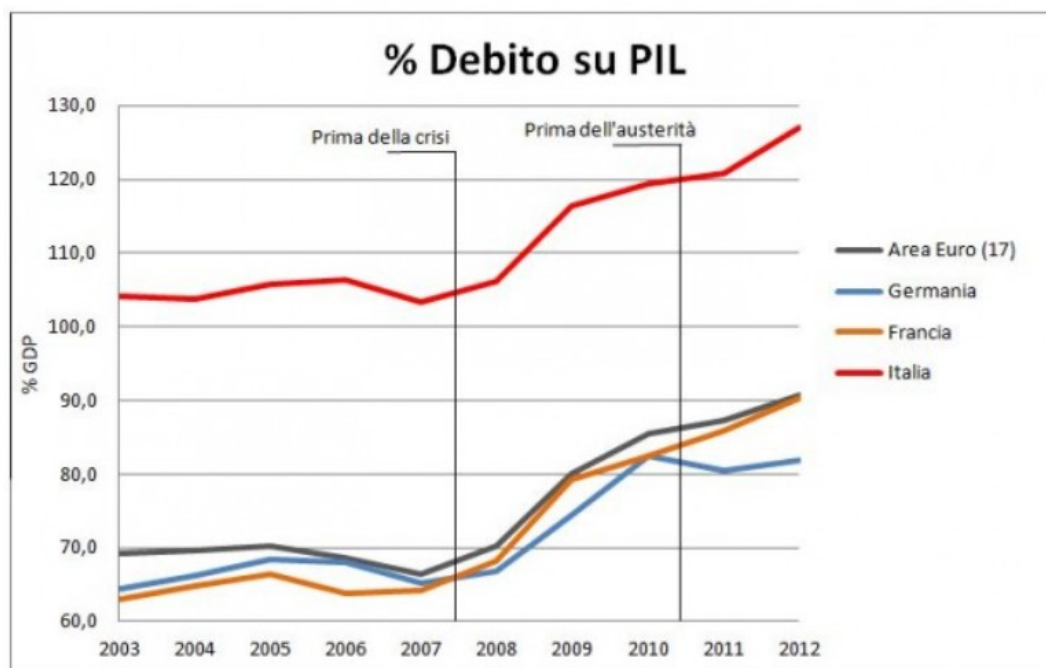


Figura II.1. Percentuale debito su PIL nell'area euro. Fonte: dati Eurostat.

II.2 LA CRISI DEL 2007 NEGLI STATI UNITI: L'INTERCONNESSIONE DEI MERCATI FINANZIARI E LA DIFFUSIONE DELLA CRISI IN TUTTO IL MONDO

Per quanto riguarda i fattori che causarono il deterioramento dei parametri di Maastricht in Europa, essi vanno ricercati soprattutto nella forte caduta del PIL e dell'occupazione che si verificò in gran parte dei Paesi industrializzati nel 2008 e nel 2009. A loro volta, la caduta del PIL e del reddito nazionale determinarono un

peggioramento dei bilanci pubblici proprio perché si è assistito ad una situazione in cui le entrate fiscali si contrassero e aumentarono simultaneamente i trasferimenti alle famiglie e alle attività economiche. In quest'ottica il rapporto deficit/PIL non poté che aumentare dal momento che il numeratore di tale rapporto cresce e il denominatore decresce.⁷

La forte caduta del PIL e dell'occupazione che si sono verificati nel 2009 ripongono le loro radici nella crisi finanziaria che scoppiò negli Stati Uniti nel 2007.

I presupposti di tale crisi risalgono al 2003, quando aumentò significativamente l'erogazione di mutui subprime, ovvero mutui ad alto rischio, dal momento che vennero concessi a clienti che in altre circostanze non avrebbero ottenuto credito dalle banche poiché non sarebbero stati in grado di fornire le opportune garanzie. Tra il 2000 e il 2006, negli Stati Uniti si è assistito ad un significativo aumento dei prezzi delle abitazioni che generò una vera propria bolla immobiliare, come si nota nella figura II.2.

⁷ DORNBUSCH R., FISCHER S., STARTZ R., CANULLO G., PETTENATI P., *Macroeconomia*, McGraw-Hill, XI edizione.

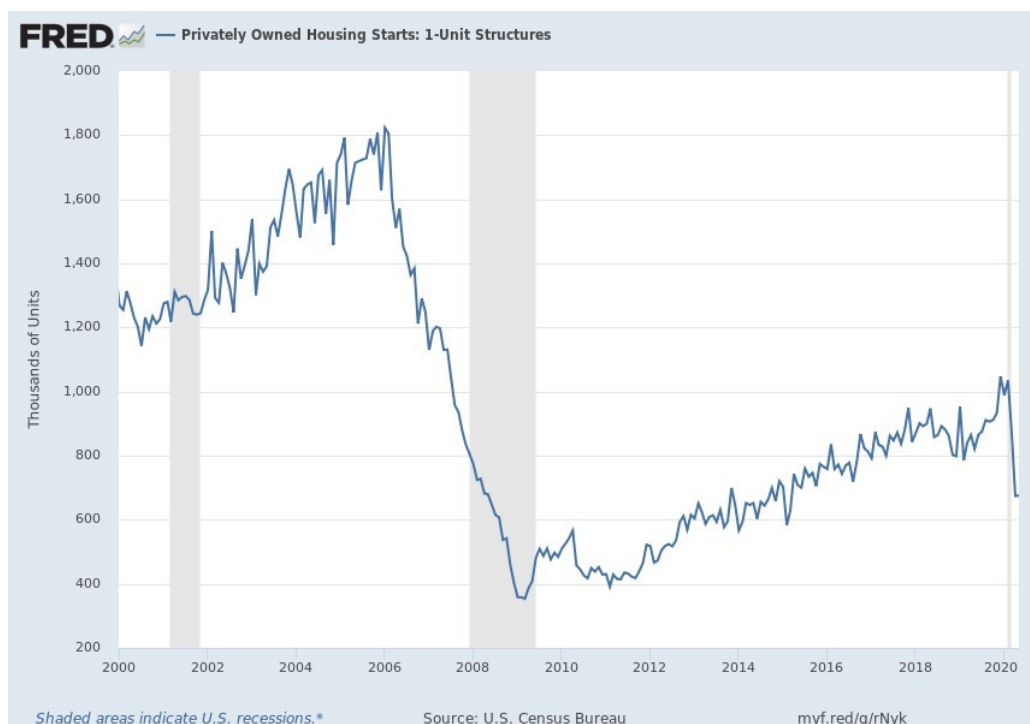


Figura II.2. Prezzo delle abitazioni negli Stati Uniti 2000-2006.

Per quanto riguarda la concessione alle famiglie di mutui subprime, i bassi tassi di interesse con cui tali mutui venivano concessi finirono con lo stimolare la domanda di abitazioni che si tradusse in un ulteriore aumento dei relativi prezzi. Le istituzioni finanziarie, in tale contesto, erano incentivate alla concessione di mutui alle famiglie: in caso di insolvenza del mutuatario, le banche erano legittimate al pignoramento e alla rivendita dell'immobile.

La crescita dei mutui subprime è stata favorita anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, ossia dalla possibilità per gli istituti creditizi di

trasferire i mutui, dopo averli 'trasformati' in un titolo, a soggetti terzi (le cosiddette "società veicolo") e di recuperare immediatamente buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi.

La cartolarizzazione consentiva alle banche, apparentemente, di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi e indeboliva così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo, dal canto loro, finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine. In un contesto di bassi tassi di interesse, i titoli cartolarizzati sono stati sottoscritti da molti investitori sia negli USA sia in Europa. Tale circostanza ha creato i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense alle economie europee. Fino a quando i prezzi delle case aumentavano, il sistema appena descritto funzionava, consentendo guadagni ingenti a molti operatori.

Quando i prezzi delle case smisero di aumentare, scoppiò la bolla speculativa, portando non solo alla crisi nel mercato immobiliare ma anche ad una perdita generalizzata di fiducia tra i singoli operatori. In breve tempo, la crisi dei mutui subprime si trasferì all'economia reale statunitense ed europea, provocando una caduta di reddito e occupazione. A tale caduta concorsero la restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni (cosiddetto effetto ricchezza) e il progressivo deterioramento delle aspettative di famiglie e imprese, con conseguenti ripercussioni su consumi e

investimenti.⁸ Le interdipendenze commerciali tra paesi, infine, comportarono una pesante riduzione del commercio mondiale. In conclusione, la recessione del 2008-2009 assunse dimensioni rilevanti tanto che venne paragonata alla Grande Depressione del 1929.

Per fronteggiare una situazione così drammatica, negli Stati Uniti e in Giappone vennero adottate politiche monetarie espansive, volte al sostegno della domanda aggregata. L'aggravarsi della crisi spinse il governo americano a intervenire con un piano di salvataggio del sistema finanziario e dei grandi istituti di credito statunitensi, articolato sia in operazioni di nazionalizzazione sia in programmi di acquisto di titoli privati. Durante il biennio 2007-2009, il programma di acquisto di titoli cartolarizzati Tarp (*Troubled asset relief program*), la cui ampiezza era inizialmente fissata a 700 miliardi di dollari, raggiunse complessivamente 7.700 miliardi di dollari e comportò immissione di liquidità sul mercato bancario a tassi prossimi allo zero dalla FED a sostegno di banche e compagnie di assicurazione. Nell'Unione europea invece, l'azione di politica economica si è rivelata tutt'altro che efficace, a causa di due fattori:

1. il processo di integrazione nell'area dell'euro è ancora largamente incompleto, di conseguenza gli strumenti di politica fiscale e politica monetaria hanno un'efficacia limitata;

⁸ Fonte: Consob. <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>.

2. la predominanza del principio di austerità che permea il Trattato di Maastricht.

Alla luce di tali fattori possono essere analizzate le difficoltà che molte economie dell'UEM hanno affrontato tra il 2010 e il 2013, soprattutto le economie dei Paesi periferici dell'UEM.

II.3 LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI NEI PAESI PERIFERICI DELL'UEM

I presupposti della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro risiedono nella crisi del mercato immobiliare statunitense, che mise numerosi istituti di credito europei dinnanzi a gravi difficoltà che vennero arginate da numerosi interventi pubblici. Questi ultimi hanno inevitabilmente aggravato gli equilibri di finanza pubblica dei Paesi più vulnerabili, provocando una contrazione del PIL a livello globale nel 2009. Nello specifico, i paesi in via di sviluppo hanno assistito ad una significativa riduzione dei tassi di crescita, mentre i paesi industrializzati hanno registrato una variazione negativa del prodotto interno lordo. (Figura II.3).

Per l'Italia la contrazione del prodotto interno lordo nel 2009 è risultata prossima al 5 per cento, configurando una delle più gravi recessioni dal dopoguerra. (Figura II.4).

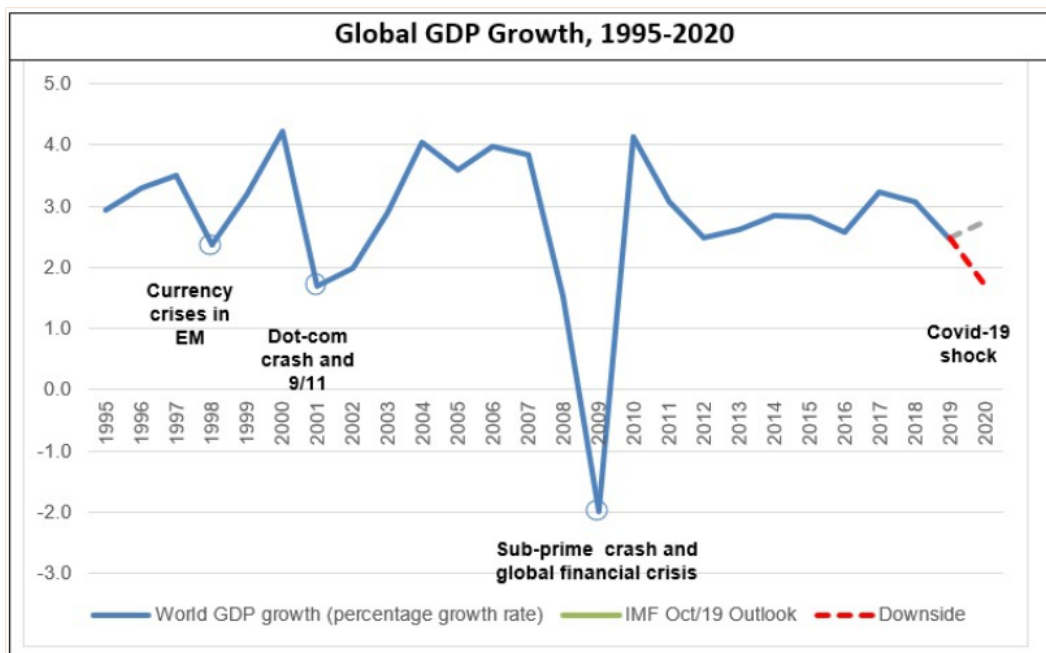


Figura II.3. Andamento del PIL a livello mondiale 1995-2020. (tasso di crescita percentuale).

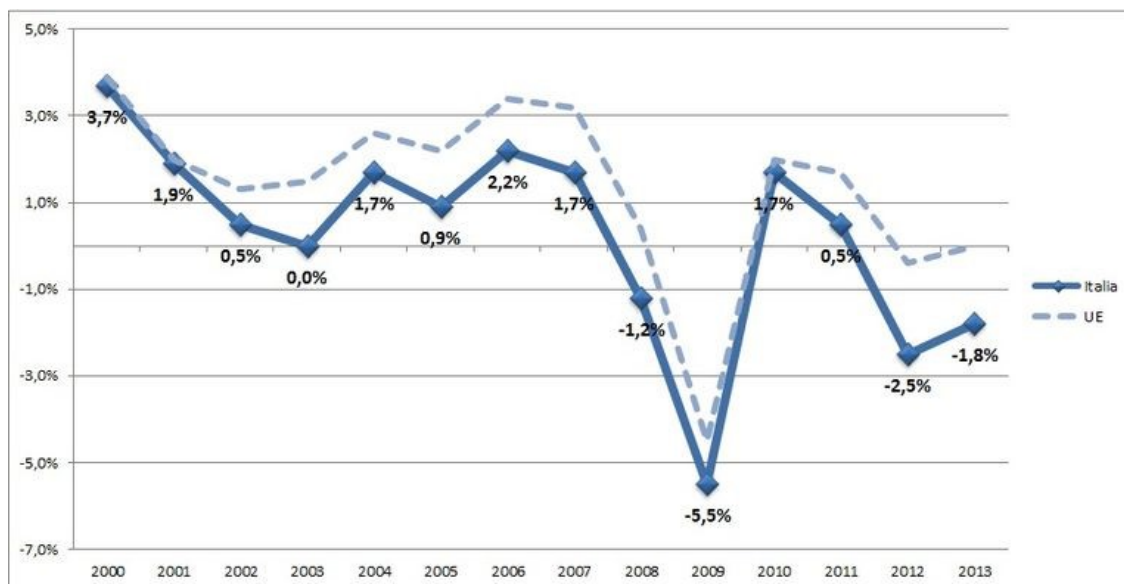


Figura II.4. Tasso percentuale di contrazione del PIL.

Nell'imminenza dello scoppio della crisi del debito sovrano, i paesi dell'eurozona presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. I cosiddetti Paesi *core* (come la Germania) si connotavano per livelli contenuti del debito pubblico e per un'attività economica più solida, mentre i cosiddetti Paesi PIIGS⁹ (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), o "periferici", si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, dovuta all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento incontrollato del deficit e a bassi tassi di crescita del PIL e, non ultimo, agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi.

Dinnanzi a tale scenario, gli investitori finanziari cominciarono a considerare sempre più rischiosi i titoli finanziari emessi dai paesi cosiddetti PIIGS e a ridurre il peso di tali titoli nei loro portafogli. È giusto affermare che all'inizio del 2008 i tassi di interesse sui titoli di Stato dei Paesi dell'Unione Europea erano sostanzialmente allineati. Sotto tale condizione si era realizzata l'ipotesi della "perfetta mobilità dei capitali", in cui i capitali si muovono tra Paesi alla ricerca del massimo rendimento. Nel corso del 2009-2010 cominciarono a manifestarsi rilevanti differenze nei tassi di rendimento dei titoli di Stato dei diversi Paesi dell'area dell'euro.

⁹ L'acronimo PIIGS indica i Paesi europei in difficoltà finanziarie: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna.

Con riferimento all'Italia, il rendimento dei BTP decennali ha raggiunto livelli prossimi al 7 per cento, con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. Il differenziale di rendimento rispetto al Bund tedesco (il cosiddetto *spread*) è passato in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base (570 punti nel mese di novembre). Un ampliamento così consistente dello *spread* è stato il risultato dell'effetto combinato da un lato dell'incremento della percezione del rischio sovrano italiano e dall'altro della preferenza degli investitori verso i titoli tedeschi, considerati più sicuri.

Tutt'altro che trascurabile è risultata, inoltre, la componente legata all'effetto contagio, ossia la quota di *spread* che non deriva dalla situazione macroeconomica e di finanza pubblica del singolo paese, ma dalla "crisi di fiducia" degli operatori di mercato. Come mostra uno studio della Consob del 2012, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008, alcuni paesi europei hanno sperimentato una crescente penalizzazione registrando differenziali di rendimento dei relativi titoli pubblici rispetto al Bund tedesco, sempre meno guidati dall'andamento dei fondamentali economici e fiscali e sempre più legati a fenomeni di contagio.

Per l'Italia ciò ha comportato una penalizzazione costante e progressivamente crescente con l'aggravarsi della crisi, fino a raggiungere, nella prima metà del 2012, un sovrapprezzo sui rendimenti dei suoi titoli stimabile in circa 180 punti base.

II.4 GLI INTERVENTI DELL'UE

L'Unione europea è intervenuta, in momenti diversi, tramite il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) costituito dai membri dell'Area euro nel 2010 al fine di aiutare gli Stati membri in difficoltà, fornendo prestiti, ricapitalizzando banche e comprando titoli di debito sovrano. Tali iniziative hanno determinato un'attenuazione solo temporanea delle tensioni sul debito sovrano europeo, apparendo agli operatori di mercato come interventi poco risolutivi.

Le forti pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni di crescente stress sul mercato interbancario hanno poi spinto la BCE ad adottare una serie di misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari e a evitare che le turbolenze dei mercati compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Agli strumenti di rifinanziamento esistenti si sono affiancati le aste a scadenza annuale con soddisfacimento illimitato e l'acquisto di titoli di Stato della area euro sul mercato secondario.

Negli anni gli interventi della BCE si sono fatti sempre più incisivi. Le due Long Term Refinancing Operations hanno avuto effetti positivi parziali e sono servite solo ad arginare la crisi. L'OMT di settembre 2012, con l'acquisto illimitato di titoli governativi, ha rappresentato un forte segnale da parte della BCE. Nel settembre 2014 la BCE ha assunto due misure straordinarie, il Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO) e l'acquisto di titoli ABS e Covered Bond, misure

attraverso le quali la BCE e gli organismi internazionali hanno dimostrato di avere ormai il polso della gravità della crisi.

Le condizioni di mercato eccezionali generate dalla crisi del debito sovrano hanno ostacolato, tuttavia, la trasmissione all'economia reale delle azioni di stimolo adottate dalla BCE. In particolare, la frammentazione del mercato finanziario unico ha impedito alle misure di politica monetaria di generare un miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento per le banche dei paesi più esposti alla crisi. Inoltre, le tensioni che le banche hanno sperimentato sul fronte della redditività (in un contesto di bassi tassi di interesse), della provvista e del deterioramento degli attivi legato al peggioramento della qualità del credito, hanno ridotto la propensione degli istituti bancari a ridurre il costo dei prestiti a famiglie e imprese.¹⁰

Nei primi mesi del 2015, i mercati azionari hanno beneficiato del miglioramento delle aspettative indotto dal programma di acquisto di titoli della BCE (EAPP, cosiddetto *quantitative easing*) approvato a gennaio e attivato all'inizio di marzo, che ha esteso il programma di acquisto sul mercato secondario di titoli emessi dal settore privato, in particolare *ABS* e *covered bonds*, anche ai titoli pubblici denominati in euro. Conseguentemente, il *market sentiment* degli investitori nell'Area euro (implicito nei rendimenti dei mercati azionari) è

¹⁰ BASSO F., *L'Europa e la crisi del debito sovrano, ecco le tappe dalla Grecia all'Italia*, *Il corriere*, 6 maggio 2016.

migliorato mostrando un netto rialzo e interrompendo la dinamica decrescente osservata a fine 2014, connessa alla debole crescita economica e alle pressioni deflazionistiche in atto.

Il *quantitative easing*, finalizzato a influenzare variabili finanziarie e reali attraverso il canale del tasso di interesse, ha una portata più ampia delle misure di politica monetaria che l'hanno preceduto, indirizzate principalmente al settore bancario e volte a ristabilire il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia attraverso il canale bancario.

In seguito all'annuncio dell'EAPP, i rendimenti del debito sovrano sono scesi a livelli eccezionalmente bassi in tutta l'area euro e su tutte le scadenze. Conseguentemente la percezione del rischio sovrano per i paesi dell'Eurozona si è notevolmente attenuata, come si rileva anche dall'andamento dei prezzi dei CDS sul debito pubblico e dai rating impliciti nelle quotazioni di mercato. Il calo dei rendimenti di titoli pubblici ridurrà la spesa per il servizio del debito e renderà più agevole la realizzazione delle misure di contenimento del deficit da parte dei paesi con maggiori squilibri di finanza pubblica.

La crisi dei debiti sovrani nell'area dell'euro si è andata attenuando nel corso del 2012 e al termine del 2013 appariva in buona parte superata, se non del tutto risolta. In Italia, ad esempio, i tassi di interesse sui titoli di Stato ritornarono ai livelli del 2008. Lo stesso fenomeno si verificò anche in Spagna e in Irlanda (figura II.5).

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO GUIDA

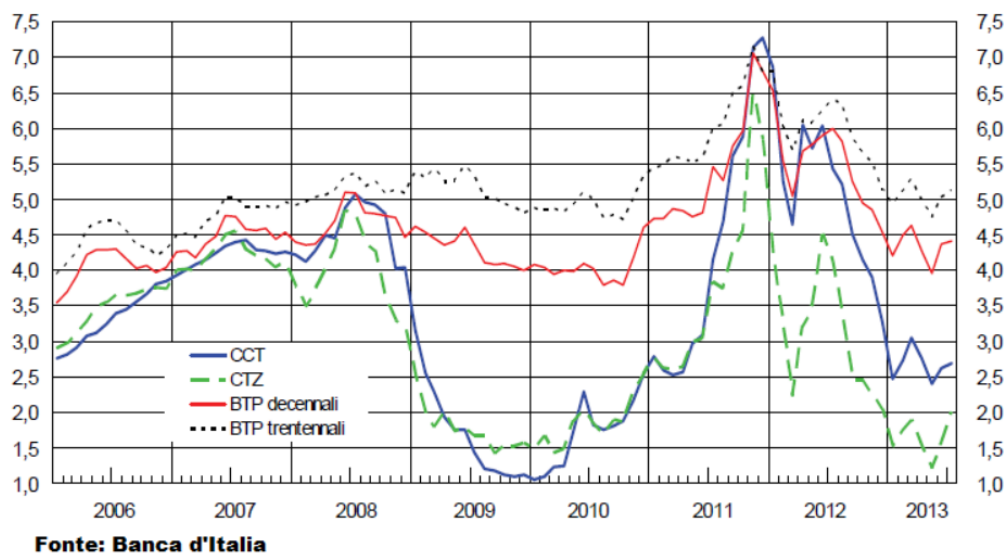


Figura II.5. Rendimenti dei titoli di stato guida. 2006-2013.

Fonte: Banca d'Italia.

Al contrario, i tassi di interesse in Grecia e in Portogallo, pur essendo diminuiti rispetto ai picchi raggiunti nel culmine della crisi, erano ancora molto alti, e nel caso delle Grecia, fuori mercato. In conclusione, è opportuno affermare che, alla fine del 2013 lo scenario europeo era caratterizzato, oltre che da spread eccessivamente alti, anche da un forte stato di incertezza sulle prospettive future dell'area dell'euro.

CAPITOLO III

I LIMITI DELLA POLITICA ECONOMICA A LIVELLO EUROPEO

III.1 PREMESSA

La crisi dei debiti sovrani ha sottolineato come nell'area dell'euro si sia creata una spaccatura tra i Paesi finanziariamente "forti" e paesi "deboli". Nella prima categoria rientrano la Germania e i Paesi dell'Europa centro-settentrionale, mentre nella seconda categoria rientrano i Paesi PIIGS e altri Paesi appartenenti alla fascia meridionale e orientale dell'Eurozona. Nei paesi più deboli, l'aumento dei tassi di interesse accresce la spesa dello Stato e lo costringe a manovre eccessivamente restrittive e induce le banche a razionare il credito al settore privato (credit crunch). Quest'ultima espressione indica una vera e propria "stretta creditizia" e si verifica quando le banche concedono prestiti a condizioni più rigide: aumentando i tassi o chiedendo più garanzie. Nei paesi "deboli" dell'Eurozona la crescita dei tassi di interesse si è tradotta in una diminuzione drastica degli investimenti e in deterioramento dei parametri di Maastricht. In maniera speculare, un regime di bassi tassi di interesse ha favorito le economie dei paesi più forti dell'eurozona.

A questo punto occorre definire quali siano i fattori che attribuiscono a un'economia lo stato di "forte" o "debole" ed è necessario determinare quali siano le politiche economiche ottimali da adottare.

III.2 LE CAUSE DELLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO: L'ECESSIVO DEBITO ESTERNO E IL MANCATO PROCESSO DI INTEGRAZIONE EUROPEA

I fattori alla base della crisi del debito sovrano di alcune economie dell'area dell'euro sono sostanzialmente due:

1. l'eccessivo debito esterno (sia pubblico che privato) che tali economie hanno accumulato sin dai primi anni Novanta dello scorso secolo;
2. il mancato completamento del processo di integrazione europea e di conseguenza un'insufficiente politica di difesa dei debiti sovrani negli Stati membri.¹¹

Per quanto concerne il primo fattore è bene sottolineare che sin dall'ingresso nell'UEM alcuni paesi come Grecia, Portogallo, e Spagna hanno registrato forti disavanzi nel conto corrente della bilancia dei pagamenti mentre Germania, Paesi Bassi e Finlandia hanno assistito ad ingente e duraturi avanzi nel conto corrente della bilancia dei pagamenti.

In tale ottica la correlazione tra la crisi dei debiti sovrani e l'indebitamento esterno è facilmente comprensibile: i Paesi i cui tassi di interesse sul debito pubblico

¹¹ TEOBALDELLI D., *Debito pubblico ed equilibrio macroeconomico*, Università degli Studi di Urbino.

hanno raggiunto i valori più alti nella media del triennio 2010-2012 sono quelli che avevano accumulato più debito esterno dalla metà degli anni Novanta.

Il motivo per cui alcuni Paesi hanno presentato avanzi o disavanzi nella bilancia dei pagamenti risiede nel profilo di specializzazione di ciascuna economia. La Germania, ad esempio, è riuscita a consolidare la sua posizione nei settori produttivi a più alto valore aggiunto in cui le economie di scala, la ricerca e la tecnologia svolgono un ruolo cruciale. In questo modo è stato possibile proteggersi dalla concorrenza basata sul prezzo che ha giovato i Paesi con abbondanza di forza lavoro a bassi salari.

Meritevole di una menzione è il caso della Germania, che approfittando della caduta del Muro di Berlino ha decentrato un'alta percentuale delle sue attività produttive nei Paesi che per anni avevano subito il controllo dell'URSS e che erano caratterizzati da forza lavoro a basso salario. La crisi dei debiti sovrani ha quindi messo in luce la fragilità di alcuni Paesi che, dopo il notevole sviluppo dei primi anni dell'UEM, hanno incominciato ad evidenziare disavanzi nel conto corrente della bilancia dei pagamenti e quindi ad accumulare debiti esterni (privati e pubblici).

L'indebitamento con l'estero si è a sua volta dimostrato un fattore di notevole fragilità per i titoli del debito pubblico nazionale di molti Paesi delle periferie occidentali e meridionali. Tali titoli hanno subito per decenni attacchi interni ed esterni che hanno portato a sostanziosi aumenti dei tassi di interesse. In questa

occasione l'UE e l'UEM hanno dimostrato la carenza dei loro strumenti di intervento, in particolare la mancanza di un bilancio pubblico federale e le limitazioni, statuarie e politiche, poste agli interventi della BCE. L'integrazione incompiuta ed i limiti della politica economica.

III.3 LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO: UNA QUESTIONE CRUCIALE

Il mancato completamento del processo di integrazione europea e l'insufficiente politica di difesa dei debiti sovrani degli Stati membri dell'UEM sottolineano il ruolo fondamentale della politica economica europea. Attraverso i modelli IS-LM, uno Stato dotato di piena sovranità monetaria e di strumenti di politica fiscale riesce ad influenzare le principali variabili economiche in base agli obiettivi che si prepongono. Come si evince dall'esperienza di alcuni paesi dell'Eurozona la sostenibilità del debito pubblico è infatti diventata una questione cruciale, per la coesistenza di due fattori: (i) la perdita del controllo della moneta in cui è denominato il debito, a seguito dell'adozione della moneta unica; (ii) la persistenza di squilibri macroeconomici conseguenti alla creazione dell'area monetaria stessa, quando questa non soddisfa condizioni di ottimalità, ovvero, si caratterizza per una limitata mobilità del lavoro e per l'assenza di integrazione tributaria.

In questo caso, paradossalmente, le economie avanzate possono finire per trovarsi, in relazione alla sostenibilità del debito pubblico, nelle stesse condizioni in cui operano le economie in via di sviluppo.

È stato infatti osservato da de Grauwe e da Krugman che i membri delle unioni monetarie non ottimali affrontano le difficoltà proprie delle economie in via di sviluppo che si trovano a dover emettere il debito in moneta straniera in quanto anch'essi finiscono per non avere il controllo della politica monetaria e della moneta in cui sono indebitati.

A tal proposito De Grauwe (2011) ha fornito un esempio, confrontando la dinamica dei tassi di interesse pagati da Spagna e Regno Unito durante la recente crisi finanziaria del 2008. (Figura III.1)

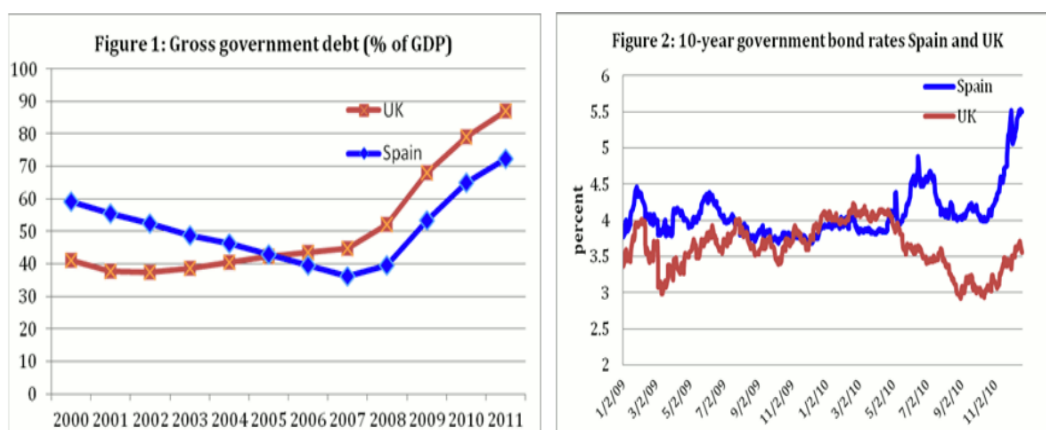


Figura III.1. Confronto tra il debito e i tassi di interesse di Spagna e Regno Unito. Fonte: Paul De Grauwe (2011).

Dalla Figura III.1 emerge come, a partire dal 2010, la dinamica dei tassi di interesse di questi due paesi sia stata sostanzialmente divergente, con la Spagna che ha pagato tassi più alti (fino a circa 200 punti base) di quelli pagati dal Regno Unito. Questo differenziale è un buon indicatore di quanto il mercato attribuisca alla Spagna (che fa parte dell'Eurozona e che non è in grado di controllare la Banca Centrale) una maggiore probabilità di default rispetto al Regno Unito che invece non fa parte di un'area monetaria. In altre parole, l'eccesso di rendimento dei titoli spagnoli è un esempio del fatto che i membri di una unione monetaria che emettono debito in una valuta sulla quale non hanno il controllo possono finire per pagare tassi di interesse molto più alti, in condizioni di instabilità finanziaria.

Per i Paesi che aderiscono ad unioni monetarie, la sostenibilità del debito pubblico è influenzata dal cattivo funzionamento dei sistemi economici degli stati membri in presenza di shock asimmetrici negativi quando l'area monetaria non è ottimale. La letteratura ha individuato come elementi essenziali che caratterizzano un'area monetaria ottimale l'alta mobilità dei fattori produttivi, in particolare il lavoro (Mundell, 1961) e l'integrazione fiscale (Kenen, 1961). L'alta mobilità del lavoro garantisce che uno shock negativo che provochi un aumento della disoccupazione in una regione, possa essere riassorbito più facilmente, in quanto lo spostamento di alcuni lavoratori verso altre regioni consente l'aggiustamento del salario e il ritorno al pieno impiego in tempi più rapidi e con minori costi sociali.

L'integrazione fiscale è l'altro elemento che può facilitare l'assorbimento di shock negativi in quanto programmi di assistenza sociale e sanitaria e di assicurazione della disoccupazione fanno sì che le regioni colpite da shock avversi paghino meno, ricevendo, al contempo, lo stesso (o un maggior) livello di risorse; in altri termini, la presenza di una componente federale della spesa pubblica funge da stabilizzatore automatico degli shock.

La mancanza di una spesa pubblica federale che raggiunga livelli simili a quelli di altri grandi Stati come gli Stati Uniti impedisce all'UEM di svolgere una politica di coesione e di sostegno alle regioni e ai Paesi più deboli dell'Unione. Il problema dell'UEM è che non esiste di fatto un bilancio pubblico federale: le spese dell'UEM ammontano a circa l'1% del PIL totale dei Paesi dell'area e sono interamente finanziate dai contributi degli Stati membri. L'integrazione fiscale diventa particolarmente cruciale nei casi in cui un Paese dell'unione monetaria sia colpito da uno shock negativo che porti ad un peggioramento della dinamica del debito e una perdita di fiducia da parte dei mercati finanziari tale da trasformare una crisi di liquidità in una situazione di insolvenza. In questi casi, anche il ruolo di stabilizzatore automatico della politica fiscale interna finisce per essere fortemente ridimensionato con costi sociali molto elevati. È corretto affermare che gli Stati Uniti rispettano entrambi i requisiti richiesti dalla teoria delle aree monetarie ottimali.

L'Eurozona, invece, non soddisfa nessuno di due requisiti, con la conseguenza che shock negativi che colpiscono determinati paesi membri, possono richiedere molto tempo e costi elevati per essere riassorbiti, con effetti importanti sulla sostenibilità del debito pubblico.

La crisi del debito sovrano in Europa ha evidenziato una terza condizione affinché si possa parlare di area monetaria ottimale: un sistema di garanzie dei depositi bancari a livello federale che eviti il circolo vizioso tra rischio sovrano e stabilità del sistema bancario.

III.4 LA SVALUTAZIONE INTERNA, UNA POSSIBILE ALTERNATIVA

Nel caso in cui le condizioni che identificano un'area monetaria ottimale non abbiano un riscontro reale, l'unico meccanismo di aggiustamento per guadagnare competitività e ridurre gli squilibri, ovvero il riallineamento dei prezzi, è quello della svalutazione interna. La svalutazione interna richiede almeno tre condizioni per avere successo:

1. un'elevata flessibilità del mercato del lavoro che consenta una riduzione dei salari e, più in generale, riforme strutturali che aumentino la produttività del lavoro;
2. una contrazione della domanda aggregata attraverso politiche fiscali restrittive (austerità) che porti a una riduzione del livello generale dei prezzi;

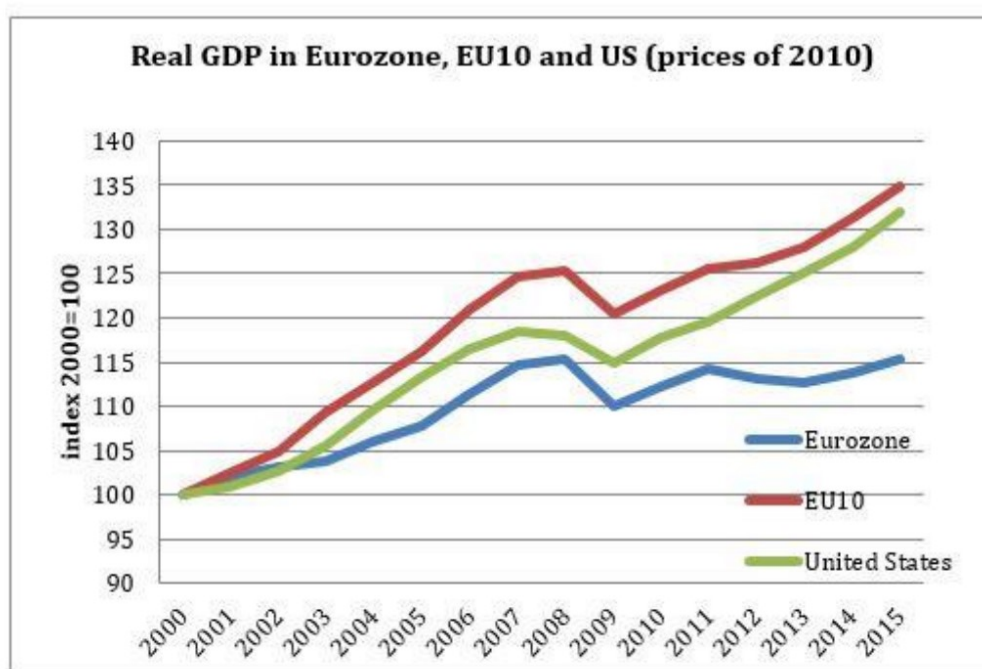
3. un tasso di inflazione inferiore a quello dei paesi nei confronti dei quali vi siano squilibri.

Negli ultimi anni stiamo tuttavia osservando come, al di là degli enormi costi sociali associati a questo meccanismo di aggiustamento, il risultato non sia affatto semplice da ottenere soprattutto quando i paesi coinvolti hanno tassi di inflazione prossimi allo zero come nel caso attuale di molti paesi dell'Eurozona.

In altre parole, il livello molto basso del tasso di inflazione nell'Eurozona rende particolarmente difficile l'aggiustamento tramite il meccanismo della svalutazione interna, che richiederebbe differenziali d'inflazione ben superiori a quelli che si osservano allo stato attuale.

Al tempo stesso, se da un lato la svalutazione interna consente incrementi di competitività nei mercati internazionali, dall'altro questo meccanismo rischia di essere pericoloso per paesi come l'Italia, con un elevato debito pubblico, per le seguenti ragioni. Da un lato, la riduzione del prodotto nazionale che ne consegue contribuisce ad aumentare il rapporto debito/PIL, dall'altro, quando il tasso di inflazione è prossimo allo zero è possibile che l'economia entri in una spirale deflazionistica rendendo la sostenibilità del debito molto difficile. La presenza di un'area monetaria non ottimale incide negativamente sul tasso di crescita dell'economia, essendo quest'ultimo l'elemento più importante per la sostenibilità del debito pubblico.

Nel 2016 De Grawe ha dimostrato come il tasso di crescita del PIL reale dei paesi dell'Eurozona negli ultimi 15 anni sia inferiore a quello dei 10 Paesi dell'Unione Europea che non hanno adottato l'euro e a quello degli Stati Uniti. (Figura III.2)



Source: European Commission, Ameco.

Figura III.2. Tasso di crescita del PIL reale dei paesi dell'Eurozona. Fonte: Commissione Europea.

CAPITOLO IV

CONCLUSIONI

IV.1 GLI EFFETTI DI UN ECCESSIVO LIVELLO DI INDEBITAMENTO SULL'ECONOMIA DI UN PAESE

Le risorse che uno Stato chiede in prestito possono servire, tra le altre cose, per finanziare gli investimenti pubblici che aumentano la crescita potenziale di un Paese. Come è stato appena illustrato, un eccessivo livello di indebitamento danneggia l'economia attraverso tre canali.

Il primo canale si concentra sulla riduzione del tasso di crescita di lungo periodo dell'economia causato da un debito pubblico elevato. Tale fenomeno prende il nome di "crowding out" che si configura come uno spiazzamento del risparmio a favore del finanziamento dello Stato, che causa un innalzamento dei tassi di interesse e un minore flusso di risorse per l'investimento privato che in un'economia di mercato costituisce il motore della crescita. Si noti che un minor investimento potrebbe anche sopravvenire in conseguenza del maggior livello della tassazione necessario in un paese per pagare gli interessi sul debito pubblico quando questo è molto elevato.

Il secondo canale riguarda gli effetti destabilizzanti che si manifestano quando i mercati finanziari temono che lo Stato non sia più in grado di ripagare il proprio debito.

Una crisi finanziaria sul mercato dei titoli di Stato può avere effetti molto severi sull'economia di un paese, come dimostrato ampiamente dalla crisi in Italia nel 2011-12. Anche in questo caso non esiste un valore soglia oltre il quale la probabilità di crisi aumenta esponenzialmente. Il FMI utilizza per le proprie analisi un valore dell'85 per cento del Pil per i paesi avanzati, come soglia di guardia, ma è semplicemente un valore indicativo, perché un insieme di fattori influenza il rischio di una crisi, tra cui la struttura per scadenza del debito pubblico, la solidità della base di investitori e il generale clima di fiducia sui mercati del credito anche a livello internazionale.

Il terzo canale attraverso cui un elevato livello di debito pubblico si ripercuote negativamente sulla crescita di un'economia, si sostanzia nell'impossibilità di utilizzare la leva dei conti pubblici per sostenere l'economia in periodi di crisi, visto che tale manovra farebbe crescere il debito ulteriormente.

Anche in questo caso l'esperienza italiana è rilevante: durante la crisi del 2008-09 i Paesi con un basso livello di debito (per esempio la Germania) furono in grado

di adottare politiche più espansive che in Italia, riuscendo così ad attenuare l'impatto della recessione mondiale.¹²

In aggiunta all'effetto sulla crescita potenziale, si è visto come un debito pubblico elevato possa portare a una crisi sul mercato dei titoli di Stato con conseguenze gravissime per l'economia.

È allora importante considerare cosa determina la dinamica del rapporto tra debito pubblico e Pil. Con qualche semplificazione, la variazione del debito è uguale al deficit generato dalle minori entrate rispetto alle uscite. Perciò la definizione della variazione del debito dall'anno t-1 all'anno t diventa:

$$DEBITO (t) - DEBITO (t - 1) = DEFICIT$$

Se si esprime la precedente formula in percentuale di Pil e si esprime il deficit come la differenza tra spesa per interessi (maturati sul debito dell'anno precedente al tasso "i") e "avanzo primario" (il saldo di bilancio al netto della spesa per

¹² BASSO F., *L'Europa e la crisi del debito sovrano, ecco le tappe dalla Grecia all'Italia*, *Il corriere*, 6 maggio 2016.

interessi), tramite qualche manipolazione algebrica, la formula della variazione del debito diventa la seguente:

$$\Delta \frac{\text{DEBITO}}{\text{PIL}}_t = - \frac{\text{AVANZO PRIMARIO}}{\text{PIL}}_t + \left(\frac{i - g}{1 + g} \right) * \frac{\text{DEBITO}}{\text{PIL}}_{t-1}$$

dove la variazione del debito, espressa in percentuale di Pil, si riduce se aumenta l'avanzo primario o il tasso di crescita del Pil "g", mentre si incrementa se aumenta il tasso di interesse "i" sul debito. Questa è la principale formula con cui viene esaminata anche nella pratica internazionale la dinamica del debito pubblico rispetto al PIL.

Quando l'avanzo primario è troppo basso (o addirittura negativo) e il tasso di interesse eccede il tasso di crescita dell'economia, i mercati finanziari cominciano a dubitare della possibilità che lo Stato sia in grado di ripagarlo. In generale possiamo dire che la posizione fiscale (descritta dalle proprie politiche di spesa e di tassazione e, in ultima analisi, dalla posizione primaria del bilancio), non è sostenibile se porterà prima o poi a una crisi di fiducia.

Quando la posizione fiscale è insostenibile, nel senso indicato, è necessario per il governo intervenire per ridurre il debito pubblico e contenerne la dinamica. È necessario quindi un intervento per restituire sostenibilità alla posizione fiscale.

Questo può avvenire in diversi modi. Il governo può tipicamente migliorare il proprio avanzo aumentando le tasse o tagliando le spese. Può anche cercare di introdurre riforme strutturali per aumentare la crescita (il che, a parità di altre condizioni, aumenta le entrate e migliora l'avanzo primario e riduce il differenziale $i-g$). Può anche intraprendere una vendita delle attività dello Stato (privatizzazioni) e con questo ridurre il debito pubblico (con un risparmio anche nella spesa per interessi). Logicamente adottare tali misure richiede uno sforzo politico ed economico.

L'alternativa è quella di ridurre il debito attraverso una sua ristrutturazione: ristrutturare il debito pubblico (riducendo il valore facciale del debito, riducendo il tasso di interesse pagato o allungando le scadenze) comporta dei costi quali la perdita di reputazione e una maggiore difficoltà a emettere debito in futuro.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI E SITOGRAFIA

BAGLIONI A., BANFI A., DELLI GATTI D., GIARDA P., RANCI P.,
VACIAGO G., VERGA G., *Osservatorio monetario*, 20 febbraio 2008.

BAGNAI A., *La questione irrisolta dell'euro*, *Il sole 24 ore*, 12 maggio 2017.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *La riforma del patto di Stabilità e Crescita*,
in Bollettino Mensile della BCE, n.8, agosto 2005, pp.68-69.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *Rapporto annuale 2005*, Francoforte 2006.

BASSO F., *L'Europa e la crisi del debito sovrano, ecco le tappe dalla Grecia
all'Italia*, *Il corriere*, 6 maggio 2016.

BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., 2014, *Macroeconomia: una
prospettiva europea*, VI ed., Bologna, Il Mulino.

CHIARINI B., *Lezioni di politica economica: debito pubblico, aspettative
razionali, fluttuazioni cicliche*, 2004, Roma, Carocci.

CIAFFI G., DELEIDI M., LEVRERO E., *Fiscal compact, quali sono gli effetti macroeconomici*, *Il fatto quotidiano*, 30 maggio 2019.

DORNBUSCH R., FISHER S., STARTZ R., CANULLO G., PETTENATI P., *Macroeconomia*, McGraw-Hill, XI edizione.

DOVERI F., *Debito pubblico, l'aumento è dato dalla crisi, non dall'austerità*, *Il fatto quotidiano*, 31 maggio 2013.

GIAVAZZI F., *Il ritorno del rischio*, *Il corriere della sera*, 4 agosto 2007.

I cinque criteri di convergenza per stare nell'Unione Monetaria, *La Repubblica*, Roma, 25 novembre 2008.

LOPS V., *C'erano una volta i Pigs: ora i rendimenti dei titoli a 10 anni sono vicini allo zero*, 30 agosto 2019.

MARELLI E., SIGNORELLI M., *Politica economica. Le politiche del nuovo scenario europeo e globale*, 2015, Giappichelli Editore, Torino.

MARRO E., *Li ricordate? I sei grandi "cigni neri" degli ultimi venti anni*, *Il sole 24 ore*, 21 ottobre 2016.

MIELI S., *La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane*, Roma, 4 marzo 2009.

PEREZ R., *La crisi del debito pubblico*, In *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2016, pp. 669-693.

ROLAND D., *Cos'è il Fiscal Compact*, *Il post*, 17 aprile 2014.

STEVE S., *Scritti Vari*, 1997, Ciriect-Franco Angeli, Milano.

TEOBALDELLI D., *Debito pubblico ed equilibrio macroeconomico*, Università degli Studi di Urbino.

.

VISCO I., *La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea*, Ventotene, 1 settembre 2013.

<https://www.europarl.europa.eu/about-parliament/it/in-the-past/the-parliament-and-the-treaties/maastricht-treaty>

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.it.html>

https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/25_years_maastricht.it.html

<https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/eurosistema/unione-economica-e-monetaria/index.html>

https://www.camera.it/cartellecomuni/leg15/RapportoAttivitaCommissioni/testi/05/05_cap01_sch03.htm

<https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/fiscal-compact.html>

https://temi.camera.it/leg17/post/trattato_fiscal_compact.html?tema=temi/le_regole_della_governance_economica_europea

https://www.camera.it/leg17/465?tema=il_patto_di_stabilit_e_crescita

http://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/05/05_cap01.htm

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano>

https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/it/FTU_2.6.8.pdf

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.it.html>