



Università Politecnica delle Marche

Facoltà di Economia “Giorgio Fuà”

Corso di laurea triennale “Economia e Commercio”

La sostenibilità dei debiti pubblici nei paesi europei

The sustainability of public debts in European countries

Relatore:
Prof. Davide Ticchi

Candidato:
Lorenzo Paolini
S1082190

ANNO ACCADEMICO 2019-2020

INDICE

Introduzione.....	3
CAPITOLO 1 – IL MERCATO DEL DEBITO SOVRANO.....	5
1.1 <i>Il debito pubblico e il debito privato</i>	5
1.2 <i>L'immunità sovrana</i>	6
1.3 <i>Le motivazioni dell'esistenza del debito pubblico</i>	7
1.4 <i>Tre diverse linee di pensiero.....</i>	8
CAPITOLO 2 – LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO NEI PAESI DELL'AREA EURO	10
2.1 <i>Vantaggi e rischi della spesa pubblica in deficit</i>	10
2.2 <i>Eurozona: un'unione non ottimale.....</i>	11
2.3 <i>Il meccanismo della svalutazione interna</i>	14
CAPITOLO 3 - LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO IN EUROPA.....	16
3.1 <i>Premessa.....</i>	16
3.2 <i>I rischi.....</i>	17
3.3 <i>Gli squilibri economici</i>	19
3.4 <i>La crisi del 2011</i>	20
3.5 <i>Gli aiuti e le connesse problematiche</i>	22
3.6 <i>Le problematiche di equilibrio quando il debito pubblico è elevato.....</i>	24
CAPITOLO 4 - CORRELAZIONE TRA ELEVATO DEBITO E BASSA CRESCITA ECONOMICA IN EUROPA	27
4.1 <i>L'eccedenza di debito pubblico superiore al 90% del PIL</i>	27
4.2 <i>La rilevanza dei tassi di interesse.....</i>	32
4.3 <i>Il particolare caso del Belgio</i>	33
4.4 <i>Conclusioni.....</i>	34
CAPITOLO 5 - IL RUOLO DEL MES DURANTE LA CRISI	36
5.1 <i>Cos'è il MES – Meccanismo Europeo di Stabilità</i>	36
5.2 <i>I risultati raggiunti dal Mes.....</i>	39
5.3 <i>Gli strumenti di intervento.....</i>	41
5.4 <i>L'assistenza finanziaria durante la crisi pandemica.....</i>	41
5.5 <i>OMT - Outright Monetary Transactions</i>	43
Conclusione.....	45
Bibliografia.....	47

Introduzione

In questa tesi si affrontano diversi temi incentrati sul debito pubblico negli stati europei ma prima di introdurre il lavoro occorre definire cosa si intende con *debito pubblico*.

Il debito pubblico è il termine usato in economia per definire una grandezza “stock”, pari al valore nominale della totalità delle passività della Pubblica Amministrazione di uno stato sovrano.

Il debito pubblico varia di anno in anno in base al saldo di bilancio; se ci sarà un disavanzo (entrate minori delle uscite) questo aumenterà l’entità del debito, mentre un avanzo lo farà diminuire. In altre parole, il debito pubblico è la somma dei precedenti deficit accantonati.

Normalmente per capire meglio l’effettivo peso economico viene analizzato in relazione al PIL del paese, piuttosto che nel suo valore assoluto che non permetterebbe di comprendere se ci sia sostenibilità finanziaria (Dornbusch, Fischer, Startz, Canullo e Pettenati, 2014).

Lo strumento del debito pubblico è in epoca recente il mezzo più utilizzato dagli stati per superare i periodi di difficoltà, quando l’economia presenta problemi, soprattutto di carattere esogeno e inaspettato, come una guerra, una carestia o una pandemia. In questi casi è richiesto un intervento dello stato che grazie alla sottoscrizione di debito cerca di proteggere l’economia da shock che potrebbero danneggiare irreparabilmente il suo funzionamento.

Lo stato da un lato, indebitandosi chiede sul mercato ai proprio cittadini (e agli investitori esteri) di cedergli parte della loro ricchezza, con la promessa di renderla indietro in un periodo futuro, quando si presume che le situazioni di difficoltà siano oramai volte al termine. Gli investitori dall’altro lato decidono di impiegare il loro capitale prestandolo allo stato, perché quest’ultimo se l’operazione si conclude come dovrebbe darà indietro la somma prestata, detta quota capitale, con una ricompensa, cioè la quota interessi.

L'elaborato è composto da cinque capitoli, nel primo si introduce il debito sovrano, facendo una breve comparazione con il debito privato ed esponendo le motivazioni economiche del perché possa esistere un mercato del debito pubblico, riportando successivamente tre diversi filoni di pensiero. Segue il secondo capitolo, in cui si cerca di capire con l'aiuto dei dati se il problema del debito sia da relegare alle economie emergenti oppure se anche altri dovrebbero preoccuparsi, indifferentemente dal livello di sviluppo, quindi anche gli stati europei che fanno parte di una particolare unione monetaria, che come si vedrà risulta essere non ottimale.

Verrà poi analizzata la crisi americana del 2007, che arrivò anche in Europa creando grandi difficoltà nella sostenibilità dei debiti pubblici di alcuni paesi, come Grecia e Italia, oltre a seri problemi economici e finanziari che subirono tutti gli stati.

Il quarto capitolo invece affronta in maniera analitica la storica correlazione che c'è stata tra il debito pubblico di un paese e la sua crescita economica, mettendo in luce i principali eventi di alto indebitamento, mantenuti per lunghi periodi e accaduti negli ultimi due secoli, comparando la crescita economica che è avvenuta in quegli stessi periodi, confrontandola con la crescita dei medesimi paesi in periodi di minore debito.

Infine, all'ultimo capitolo, verrà discusso l'utilizzo del MES, strumento che venne creato ed impiegato dai paesi dell'Unione Europea per contrastare gli effetti negativi della crisi (in Europa fu molto asimmetrica), con lo scopo principale di soccorrere i paesi più in difficoltà. Si esplicherà cosa sia il Mes dal punto di vista giuridico, si analizzeranno i suoi compiti e gli organi che lo compongono, poi a seguire verranno riportati gli strumenti di intervento di cui dispone e quelli che sono già stati impiegati negli ultimi anni per diversi salvataggi nell'eurozona, includendo anche la recente linea di credito pandemica per fronteggiare le spese sanitarie degli stati membri. In ultimo saranno discusse le cosiddette "OMT", strumento di politica monetaria introdotto nel 2012 e fortemente collegato all'organismo Mes.

CAPITOLO 1 – IL MERCATO DEL DEBITO SOVRANO

1.1 Il debito pubblico e il debito privato

Prima di entrare nel dettaglio del debito pubblico dei paesi europei conviene analizzare la tematica del debito pubblico (o sovrano) in un senso di più ampio respiro.

Seguendo Panizza, Sturzenegger e Zettelmeyer (2009) si osserva che l'interesse e la letteratura che tratta questo tema sono aumentati particolarmente negli anni recenti, più precisamente dalla seconda metà degli anni '90 in poi.

Per capire meglio cos'è il debito pubblico, comprenderne la sua sostenibilità e i motivi dell'esistenza, è utile mettere in luce le caratteristiche che lo contraddistinguono dal debito dei soggetti privati, come le obbligazioni societarie. Se comparate, da un mero punto di vista contabile, si presentano uguali. In entrambi i casi c'è un soggetto debitore, ruolo ricoperto dallo stato da un lato e dalla società dall'altro. Mentre come controparte ci sono i creditori, cioè una moltitudine di soggetti (anche di diversa natura) che decidono di cedere la propria ricchezza a coloro che la richiedono e che promettono di renderla indietro, ad una certa data e con un certo incremento derivante dal pagamento degli interessi. Quindi è chiaro che contabilmente l'aspetto di fondo non risulta diverso ma questo non è sufficiente a dire che non ci sono differenze, infatti, nel mondo del debito societario l'obbligo di ripagare i proprio creditori è molto forte perché il creditore può vantare una tutela legale contro il debitore che risulta insolvente, considerato che è sufficiente citarlo in giudizio e il tribunale ordinerà il pagamento, anche a costo di eseguire una liquidazione dei beni.

Questo rende difficile evitare il rimborso visto che la società sarebbe perseguita giuridicamente, ma è un discorso diverso se il debitore è uno stato sovrano, prima divergenza non osservabile se ci si basasse soltanto sull'aspetto contabile.

1.2 L'immunità sovrana

Storicamente gli stati hanno potuto vantarsi della cosiddetta "immunità sovrana" che gli garantisce di non poter essere citati in giudizio senza un loro consenso, perché non ci sarebbe stato l'equo trattamento delle parti, visto che lo stato citato sarebbe giudicato in base al diritto di un altro paese. Con la Guerra Fredda l'interpretazione dell'immunità inizia a cambiare, soprattutto negli USA che non la volevano concedere alle società statali sovietiche, pertanto grazie a nuove leggi il governo americano (e poi anche altri) iniziò a permettere la possibilità di denunciare uno stato straniero se il problema sottostante era di natura commerciale, e dentro questa categoria le sentenze dei tribunali confermarono che l'emissione obbligazionaria vi rientra a pieno titolo, indipendentemente dallo scopo per cui è nata o dalle motivazioni che hanno provocato l'interruzione dei rimborsi.

Riassumendo, non giocò più un ruolo molto importante visti gli sviluppi che ci furono negli stati e la prassi sempre più diffusa di escludere l'immunità con delle apposite clausole contrattuali, rendendo oggi giorno il debito sovrano più simile a quello privato.

Ma se nonostante questo rimangono delle differenze che rendono il mercato del debito privato più sicuro per i creditori che prestano denaro, allora occorre comprendere perché esiste anche un mercato del debito pubblico.

1.3 Le motivazioni dell'esistenza del debito pubblico

Un'ipotesi plausibile sulla sua esistenza, come scrivono Eaton e Gersovitz (1981), potrebbe essere la paura del mancato rinnovo del debito in scadenza che impegna gli stati a rispettare i rimborsi, in quanto il sistema del debito pubblico è quello più utilizzato per non far crollare l'economia di un paese nei periodi recessivi del ciclo economico, perciò la paura di non avere più un accesso al credito è una ragione sufficiente a garantire i flussi di pagamento, ma fino ad un certo livello massimo, che varia in funzione al beneficio del debito per la salvaguardia del PIL.

A questo risultato si possono però muovere due critiche, la prima, anticipata dagli stessi scrittori dell'articolo consiste nell'osservare che nel caso venisse meno il mercato del debito entrambe le parti starebbero generalmente peggio, oltre a ciò nel caso ci fosse un default, il periodo successivo potrebbe essere migliore visto il vantaggio di rinegoziare per intero il contratto.

In secondo luogo, si critica l'idea che l'unico modo di sorreggere l'economia nelle fasi recessive sia il ricorso ai prestiti, poiché si potrebbero stipulare contratti assicurativi o investire parte della ricchezza in eccesso per garantirsi un sostegno nei periodi peggiori, diminuendo la dipendenza dal mercato obbligazionario. Ragionando in assoluto un paese fortemente indebitato potrebbe decidere di non rimborsare il debito stipulando un contratto assicurativo e versando i relativi premi, sostituendo integralmente il sistema del debito pubblico.

Queste obiezioni all'idea che la minaccia di esclusione dal mercato del credito possa da sola rendere impossibile l'esistenza dell'indebitamento pubblico ha aperto la strada a tre filoni di pensiero.

1.4 Tre diverse linee di pensiero

Il primo riguarda le punizioni dirette come conseguenza del mancato rimborso, come le interferenze che potrebbero incorrere con le transazioni di un paese, per quanto riguarda il commercio, i pagamenti e la negazione di credito commerciale, perciò la sola minaccia delle punizioni spinge i debitori a onorare il debito, mentre così non sarebbe se la sanzione danneggiasse anche gli stessi creditori.

La seconda linea di ricerca sostiene invece l'idea originaria che i governanti decidono di ripagare i debiti contratti perché con un default ci sarebbero ripercussioni negative nel mercato del credito, tuttavia i documenti a favore della tesi non si basano sulla minaccia dell'esclusione dal mercato, visto che risulta non plausibile.

Uno scritto a favore della linea di pensiero è quello di Amador (2003) in cui viene preso come esempio uno stato in cui si alterna rapidamente la guida del governo tra le diverse fazioni politiche, in cui il governo, conscio di poter perdere il potere tende a incrementare la spesa pubblica e risparmiare meno, ma al tempo stesso necessita dell'accesso al mercato dei capitali perché conta di ritornare al potere. Questa particolare situazione politico-economica, insieme ad una costante mancanza di liquidità rende insostituibile l'indebitamento rispetto all'alternativa assicurativa che necessiterebbe di versamenti anticipati dei premi, perciò la sola minaccia di interruzione del meccanismo del debito pubblico è sufficiente a garantirne l'esistenza.

Per quanto riguarda la seconda alternativa di investire la ricchezza in eccesso all'estero nei periodi espansivi, viene esclusa perché proprio come gli stati, anche le istituzioni finanziarie che ricevono questo surplus potrebbero non essere in grado di renderlo indietro per inadempienza.

Infine, la terza linea si basa sull'idea che le insolvenze infliggono ampi danni collaterali ai governi degli stati debitori, in quanto c'è un peggioramento della reputazione. L'idea alla base è che esistano due tipi di governi, gli "onesti", cioè color che rimborsano sempre e i governi "normali", che invece

a volte non rimborsano, questa informazione non sempre è conosciuta dai prestatori, visto che servirebbe un rapporto di prestito sufficientemente lungo. Oltre al rapporto con i creditori uno stato ha rapporti anche con altre categorie, come i propri lavoratori. Come gli altri, anch'essi non hanno informazione completa del modello di governo ma ne deducono il tipo in base ai suoi comportamenti. Un eventuale default va a peggiorare la reputazione dello stato nei confronti dei lavoratori, il che fornisce un incentivo affinché sia sempre onorato il debito, perché se da un lato lo stato potrebbe sostituire il debito pubblico con un sistema assicurativo, non preoccupandosi della perdita di reputazione che avverrebbe nei confronti dei creditori, dall'altro se optasse per il default non preserverebbe la buona reputazione che aveva con la categoria dei lavoratori, perché in questo caso non esiste un meccanismo simile al sistema assicurativo che sia in grado di annullare il danno avvenuto.

Quindi ciò che scoraggia gli stati dal default non sono le ripercussioni che si potrebbero avere con i creditori (teoricamente risolvibili) ma quelle che si avrebbero nei rapporti con altre categorie, le quali cambierebbero il loro comportamento dopo un default, rendendo in conclusione il rimborso fondamentale.

CAPITOLO 2 – LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO NEI PAESI DELL'AREA EURO

2.1 Vantaggi e rischi della spesa pubblica in deficit

Al giorno d'oggi ci si interroga spesso, soprattutto in Italia, paese con tassi di indebitamento tra i più elevati nei paesi sviluppati, sulla sostenibilità di un elevato debito. Ci si chiede se valgano le stesse considerazioni nel caso in cui il paese indebitato sia fortemente sviluppato dal punto di vista economico, oppure se sia in via di sviluppo, cioè in quella fase iniziale in cui un paese cresce con elevata rapidità, fase che tutti i paesi attualmente sviluppati hanno attraversato.

Stando alla storia dei paesi economicamente avanzati non sono mai accaduti disavanzi tali da far fallire uno stato, e i problemi finanziari che sono avvenuti non sono riconducibili all'eccesso di debito, ma al fatto di aver incrementato la domanda pubblica senza diminuire quella privata, facendo lievitare la domanda aggregata, che ovviamente porta ad un successivo eccesso rispetto alla relativa offerta. Questo eccesso si tramuta poi in inflazione.

La spesa pubblica però può influenzare lo sviluppo economico in positivo, ma affinché ciò avvenga, le economie che intendono fare deficit per crescere, devono operare con capacità produttiva inutilizzata, perché dare impulsi alla domanda quando c'è la possibilità di produrre di più (quindi di soddisfarla), non si corrono i rischi inflattivi detti prima, ma si riuscirebbe a far uscire un paese da situazioni di stagnazione e sottoccupazione. Può esserci però anche un'altra possibilità, cioè quando nonostante ci siano risorse inutilizzate, sono presenti pure squilibri e rigidità in determinati settori, che non permettono nel breve periodo un'espansione di produzione, causando quindi solo l'innalzamento dei prezzi.

Concludendo, la politica dei disavanzi non necessariamente comporta inflazione, ma è importante che sia valutata in relazione all'ammontare di debito in essere e quello che diventerebbe con queste scelte, perché se diventasse troppo elevato potrebbero iniziare problemi di pressione fiscale.

Per quanto concerne la sostenibilità e il pericolo dell'accrescimento del debito, in presenza di reddito nazionale reale crescente, la politica di disavanzo può essere perseguita senza preoccupazioni eccessive, perciò una condotta finanziaria razionale non per forza coincide con il totale pareggio di bilancio, dato che quest'ultima va valutata di volta in volta nella sua attitudine a risolvere i problemi "reali", come la massimizzazione dell'occupazione e del reddito, la promozione dello sviluppo, l'armonizzazione degli squilibri, eccetera (Teobaldelli, 2018).

2.2 Eurozona: un'unione non ottimale

Ad oggi il debito pubblico di un paese europeo che utilizza l'euro e la sua sostenibilità sono diventati argomenti molto discussi.

Questo interesse per l'argomento ha quindi sollevato molte riflessioni e ha fatto nascere diversi punti di vista tra gli economisti, che hanno iniziato a domandarsi a quali condizioni la sostenibilità del debito possa costituire un vero e reale problema.

Seguendo Teobaldelli (2018) emerge che la questione è rilevante per quei paesi che compongono unioni monetarie "non ottimali", quelle che hanno due caratteristiche:

- La perdita della sovranità sulla propria moneta in cui è denominato il debito pubblico, a seguito dell'ingresso nella moneta comune.
- Squilibri macroeconomici causati dall'unione stessa, che non permettono l'ottimale funzionamento, qualora ci sia bassa mobilità del lavoro e l'assenza di una armonizzazione fiscale.

Per capire meglio il significato e le conseguenze della perdita di sovranità sulla propria moneta, si può seguire l'esempio proposto da De Grawe, che confronta i costi della crisi di liquidità del 2008 tra Spagna, paese membro dell'UEM, e Regno Unito, paese con moneta sovrana.

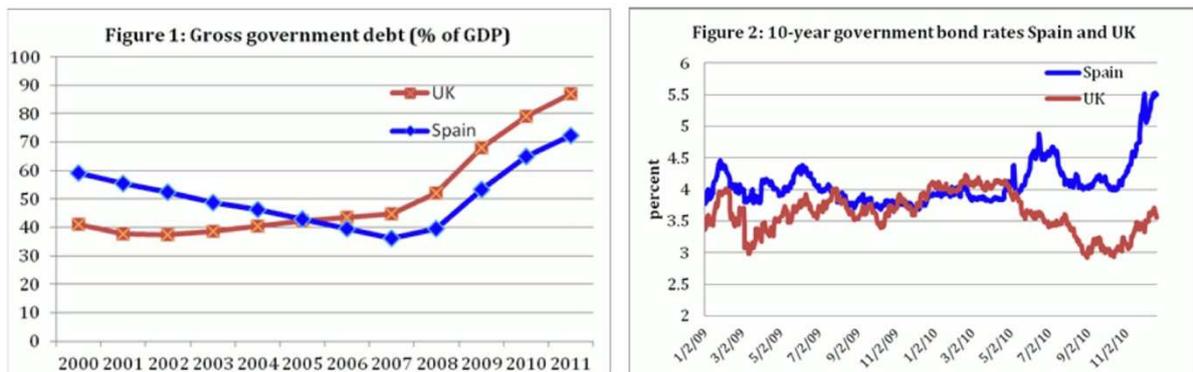


Figure 2.1 e 2.2: Confronto tra il debito pubblico e i tassi di interesse di Spagna e Regno Unito
 Fonte: *Debito pubblico ed equilibrio macroeconomico – Teobaldelli (2018)*

Graficamente si può osservare nella Figura 2.1 che il rapporto di debito precrisi e quello post crisi è circa lo stesso nei due paesi, anche se da dopo il 2005 il Regno Unito è diventato il paese più indebitato dei due, ma con un trend molto simile.

Nei tassi di interesse invece si notano differenze molto più marcate, perché come riportato nella Figura 2.2, a partire dal 2010 la dinamica è diventata divergente. La Spagna ha pagato tassi più alti fino a circa 200 punti base in più e questo spread quantifica il maggiore rischio che il mercato attribuisce al paese con l'Euro, perché non può controllare la sua Banca Centrale direttamente come vorrebbe e la conseguenza è che non può controllare l'euro.

Detto in altre parole, l'eccesso sul rendimento dei titoli spagnoli è un chiaro esempio di paese che emette debito in una valuta "non totalmente propria", e che incorre in costi di servizio del debito molto più alti se sono presenti condizioni di instabilità finanziaria (che erano chiaramente presenti nel periodo della crisi dei mutui subprime e nella successiva crisi del debito sovrano).

Venendo alla seconda caratteristica che dovrebbe avere una unione monetaria per essere definita ottimale, occorre riflettere sulla mobilità del mercato del lavoro e sull'integrazione fiscale.

I fattori della produzione, in particolare il lavoro, dovrebbero avere un'alta mobilità, perché assicurerebbero di riaggiustare eventuali shock negativi dal lato dell'occupazione, infatti, se salisse la disoccupazione in una regione, con lo spostamento di alcuni lavoratori in altre regioni ci sarebbe l'aggiustamento del salario e un successivo ritorno al pieno impiego.

Per quanto concerne l'integrazione fiscale, è anch'esso un elemento importante per assorbire gli shock negativi, perché se un certo territorio dell'unione venisse colpito, coloro che vi operano pagherebbero meno ma riceverebbero le stesse risorse (o addirittura maggiori). Dal punto di vista macroeconomico quindi una spesa pubblica impostata in questo modo funge da stabilizzatore automatico degli shock.

Un esempio reale di unione monetaria virtuosa è rappresentato dagli Stati Uniti, il paese infatti è una federazione di stati che in parte conservano una propria sovranità, in parte l'hanno ceduta ad un governo federale centrale che effettua le sue politiche fiscali comuni e tutti i cinquanta stati utilizzano la stessa moneta, che è il dollaro.

Ci sono importanti differenze strutturali rispetto all'Unione Europea, come la lingua comune, che aiuta a velocizzare la mobilità del lavoro, poi la percentuale di spesa pubblica che avviene a livello comune, negli USA molto più alta rispetto alla UE.

Quindi si può ben dire che gli americani a differenza degli europei sono riusciti nell'intento di creare una unione sovranazionale che possa aiutare realmente i paesi a svilupparsi e a ridurre le differenze e gli squilibri, a differenza del progetto europeo che rimane tutt'ora incompiuto perché non soddisfa nessuno dei due requisiti.

Grazie all'esperienza recente si può anche aggiungere una ulteriore caratteristica che deve essere presente affinché il meccanismo sia virtuoso: il sistema di garanzie dei depositi bancari a livello federale. Durante la crisi l'Irlanda ha effettuato salvataggi bancari che hanno previsto costi coperti con debito pubblico per circa il 40% del PIL, determinando la crisi del debito nel paese. In Grecia e

Portogallo invece è avvenuto l'opposto, ossia che la crisi del debito pubblico generò effetti destabilizzanti sul sistema bancario.

2.3 Il meccanismo della svalutazione interna

Se si è in presenza di una unione non ottimale, in cui non sono presenti tutte e tre le condizioni, i paesi con difficoltà nella sostenibilità del debito possono ricorrere alla svalutazione interna (Teobaldelli, 2018).

Per poter avvenire richiede tre condizioni:

- Elevata flessibilità del lavoro
- Austerità attraverso politiche fiscali restrittive
- Inflazione inferiore rispetto ai paesi dell'unione senza squilibri

Chiaramente questo meccanismo di aggiustamento richiede importanti costi sociali e di conseguenza difficilmente i governi pensano di intraprendere strade che alimentano lo scontento popolare. Oltre a questo, che comunque basterebbe per rappresentare la problematica di attuare la misura, in Italia soltanto negli ultimi anni si registrano tassi di inflazione significativamente più bassi della zona euro, mentre per tutto il periodo precedente il tasso è rimasto di poco superiore o in linea con il resto dell'unione.

Per paesi come l'Italia, il meccanismo risulta essere pericoloso, perché se già il paese ha un alto debito, l'austerità causerebbe riduzioni di PIL, facendo chiaramente aumentare il rapporto del debito con quest'ultimo, mentre se si provasse a combattere l'inflazione già bassa, si rischierebbe di entrare in deflazione, situazione comunque non ottimale.

Concludendo, far parte di una unione non ottimale rischia di essere dannoso per paesi con situazioni finanziarie instabili, perché va a minare alla crescita economica, la variabile più importante affinché un debito sovrano possa essere giudicato dagli investitori come un debito sostenibile.

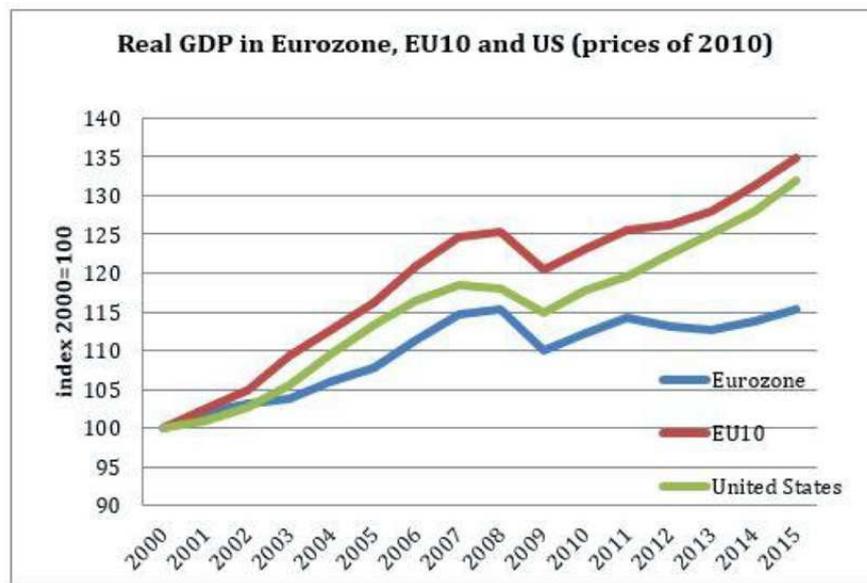


Figura 2.3: PIL reale dei paesi dell'Eurozona, dei 10 paesi dell'Unione Europea che non adottano l'euro e degli Stati Uniti negli ultimi 15 anni
Fonte: *Debito pubblico ed equilibrio macroeconomico – Teobaldelli (2018)*

Nella Figura 2.3 è possibile osservare il trend di crescita del PIL reale tra i paesi appartenenti all'unione monetaria dell'euro, confrontata con un'altra area monetaria, gli USA, e con i primi 10 paesi europei che non hanno adottato la moneta unica.

È evidente che sin dai primi anni 2000 l'eurozona ha sempre registrato crescita inferiori, iniziando nel post-crisi una fase laterale, quando invece America e i paesi europei senza euro hanno ripreso ad avere tassi di crescita reali positivi, in linea con il periodo precedente.

CAPITOLO 3 - LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO IN EUROPA

3.1 Premessa

L'euro è la moneta unica europea che venne introdotta nel 1999 e tre anni dopo, nel 2002, iniziò la circolazione vera e propria. La moneta fu una grande scommessa che i principali paesi europei fecero nell'adottarla e decidendo di creare una unione monetaria che andò allargandosi negli anni a venire, arrivando a contare, attualmente, 19 paesi.

Per Lane (2012) tra le principali sfide che hanno permesso l'avvento dell'euro, c'era la sua capacità di resistere agli improvvisi shock macroeconomici e finanziari. In pratica, avere un'unica moneta significa perdere la possibilità di fare svalutazioni, un meccanismo usato di frequente in alcuni paesi europei prima dell'unione monetaria.

Tra le caratteristiche che fin dall'inizio furono presenti, notiamo la differenza con l'unione monetaria americana che si basa sul sistema del dollaro, perché non avvenne mai l'unione fiscale e bancaria, che permetterebbe di completare il progetto europeo, garantendo armonia nelle politiche economiche, fiscali e monetarie.

Dal lato del debito pubblico quindi ogni stato che compone l'eurozona vanta gran parte della propria sovranità, compresa quella dell'emissione, ciò significa che è necessaria molta responsabilità nelle scelte e connessi a ciò, ci sono purtroppo problemi di free riding.

Per evitare che i paesi compiano scelte non sostenibili, che in una unione significherebbe macchiare la reputazione anche degli altri stati, rendendo possibili gli effetti traboccamento nelle eventuali crisi, con il trattato di Maastricht che istituisce l'euro, si è scelto di porre due limiti (che si sono poi rivelati alquanto arbitrari) su deficit e debito complessivo.

Il trattato afferma che gli stati membri possono fare deficit di bilancio, ma entro un 3% massimo del PIL e rimanendo sotto la soglia del 60% di debito pubblico totale, sempre in rapporto al PIL.

Oltre a queste due regole è anche previsto che non ci siano salvataggi (bailout), quindi se uno stato non riuscisse a restituire i capitali presi, andrebbe in contro al default.

3.2 I rischi

Prima della crisi, durante tutto il decennio degli anni '90, gli Stati Uniti e i paesi che sarebbero in seguito divenuti componenti della UE presentavano situazioni debitorie molto simili, infatti nel 1995 il rapporto debito/PIL ammontava al 60% in America e mediamente il 70% in Europa. La crisi fece innalzare in tutti i paesi questo parametro, ma per gli USA la crescita fu più alta rispetto all'Europa considerata nel complesso, mentre il discorso cambia se si osservano i singoli paesi membri, dato che la crisi colpì i debiti sovrani in maniera molto diversa, come si può vedere nella Figura 3.1, che analizza l'andamento del debito dal 1982 al 2011 di sette paesi europei.

Sono state scelte le quattro principali economie, che sono Germania, Francia, Italia e Spagna. Poi Grecia, Irlanda e Portogallo (e le stesse Italia e Spagna) in quanto paesi più colpiti.

Italia e Grecia già dall'inizio degli anni '80 avevano percentuali al di sopra della soglia del 90%, valore molto più alto del 60% che sarebbe il massimo consentito. Mentre gli altri paesi fortemente colpiti, nel periodo antecedente al 2007 registravano situazioni migliori, infatti, Irlanda, Grecia e Portogallo ebbero importanti riduzioni di debito, arrivando nell'area inferiore al 60%.

Germania e Francia, le due più grandi potenze, avevano tassi stabili attorno al 60%.

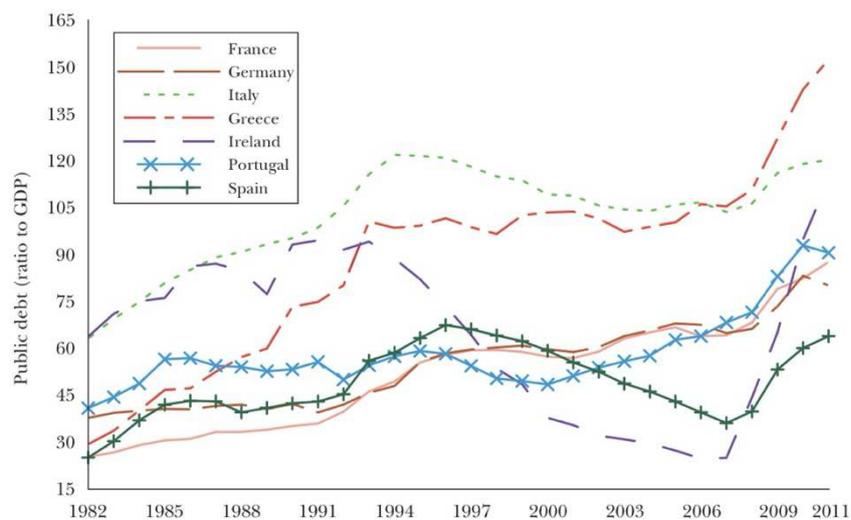
Oltre alla situazione dei debiti, anche osservando gli spreads sui titoli pubblici, come espone la Figura 3.2, si può notare che prima della crisi erano molto contenuti, a riprova del fatto che neppure il mercato considerava reale il rischio di insolvenza e di repentino crollo che potesse colpire l'intero sistema euro. Poi con l'avvento della crisi americana dei mutui subprime, sprofondata in crisi globale

e non soltanto finanziaria, i rendimenti tra i paesi considerati solidi e quelli che presentavano situazioni macroeconomiche complicate, iniziarono a prendere strade opposte. Tra questi ultimi la Grecia fu segnata in modo esemplare, registrando spread altissimi nel 2011, mantenuti mediamente alti anche in seguito.

Tutto questo comportò l'uso di misure restrittive per permettere un aggiustamento macroeconomico dei conti pubblici.

A posteriori il periodo 1999-2007 fu positivo e generò crescita, ma dietro le buone performance ottenute con un ambiente finanziario favorevole, erano mascherate tutta una serie di vulnerabilità macroeconomiche, finanziarie e fiscali che la crisi mise in luce (Lane, 2012).

The Evolution of Public Debt, 1982–2011



Source: Data from IMF Public Debt Database.

Figura 3.1: L'evoluzione del debito pubblico dal 1982 al 2011 in sette paesi europei
Fonte: *The European sovereign debt crisis* – Lane (2012)

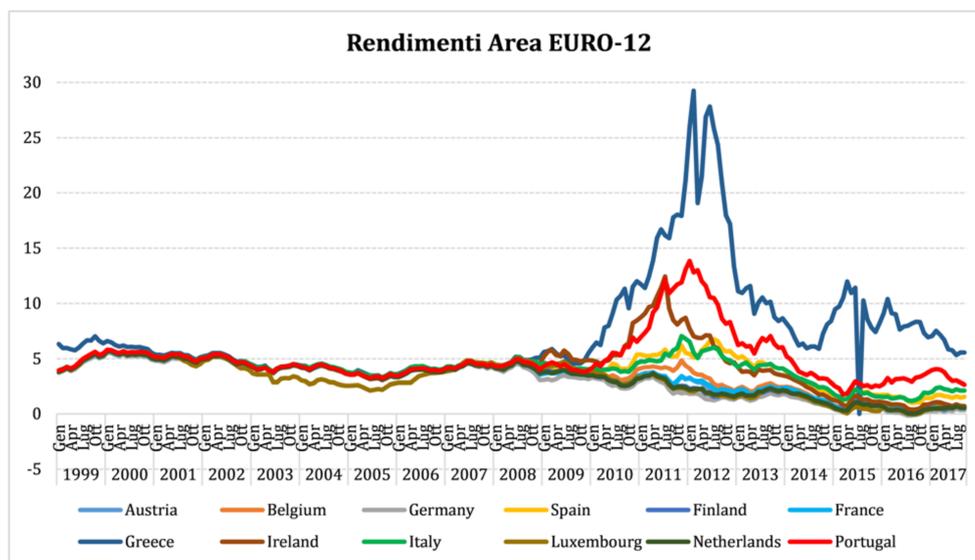


Figura 3.2: Rendimenti nell'area euro in dodici paesi
 Fonte: *Fondazione David Hume* – www.fondazionehume.it

3.3 Gli squilibri economici

Dal punto di vista degli equilibri economici che un paese con i “conti i ordine” dovrebbe avere, rientrano anche quelli finanziari e quelli esterni.

Osservando i prestiti bancari in percentuale sul PIL degli stati, notiamo un notevole crescendo nelle erogazioni dagli ultimi anni '90 al 2007. Normalmente queste espansioni del credito, sono concomitanti a periodi di espansione economica, in cui aumenta notevolmente il prestito al consumo e alla proprietà, ma sono anche dei predittori di periodi meno radiosi.

Secondo lo studio di Lane (2012), anche nel caso della crisi del 2008 andò così, perché fino a poco prima dello scoppio, paesi periferici dell'unione si espansero molto sul lato del credito, dato che le banche erano facilitate, potendo raccogliere fondi anche a livello internazionale, non preoccupandosi più del rischio di cambio, dato che molti paesi adottavano l'euro, moneta quindi al contempo unica negli scambi intra-UEM e forte con le altre valute.

Dal punto di vista della bilancia commerciale, gli squilibri registrati tra i paesi europei non erano significativi negli anni '90 (periodo precedente all'euro). Successivamente dall'introduzione della moneta unica e fino agli albori della crisi, i deficit e i surplus si sono ampliati, facendo registrare da un lato deficit commerciali molto negativi per i paesi più colpiti dalla crisi, e in particolare per Grecia, Portogallo e Spagna, mentre dall'altro la Germania segnò dei surplus importanti di 5,1% per il periodo 2003-2007 e 5,7% per 2008-2011.

3.4 La crisi del 2011

Nell'agosto 2007 inizia la prima fase di un periodo di molteplici crisi, che finì per durare molto a lungo, in America e soprattutto nel Vecchio Continente, dato che con la globalizzazione i mercati economici e finanziari erano sempre più interconnessi. Le banche commerciali europee, furono il trait d'union che portò la crisi in Europa, data l'esposizione nel mercato dei titoli garantiti americani.

Durante i primi anni della crisi finanziaria, fino al 2009, il debito europeo sembrava non aver subito attacchi speculativi, o più in generale perdite di credibilità sulla sua sostenibilità. Per questo l'azione iniziale della BCE si è concentrata sullo shock finanziario e sulle modalità per affrontarlo al meglio, riducendo i tassi di interesse a breve termine per fornire liquidità al mercato, relegando i rischi fiscali, specifici di ogni paese, in secondo piano.

La crisi si è rivelata asimmetrica nella UE (Lane, 2012), facendo cambiare le idee agli investitori, portandoli a rivalutare l'esposizione internazionale dei propri investimenti, causando il rimpatrio di molti capitali. Questa nuova aspettativa negativa sulla sostenibilità dei paesi, si è rivelata l'evento scatenante della crisi del debito sovrano, che investì l'Europa subito dopo quella finanziaria dei mutui subprime.

Con il finire del 2009 inizia la seconda fase, che trova protagonista proprio l'Europa e l'Unione Europea, in cui emerge l'impatto indiretto dell'iniziale crisi finanziaria sulle obbligazioni sovrane, dato che gli investitori ricollegarono il deterioramento bancario a possibili rischi fiscali.

Secondo Lane (2012) In alcuni paesi, alla fine di quell'anno, si registrarono aumenti di deficit pubblico maggiori delle aspettative. In Spagna e Irlanda diminuirono molto rapidamente le entrate fiscali, rendendo necessario il ricorso al debito pubblico in quantità maggiori del previsto. In questi due paesi influì molto la caduta del settore immobiliare, sia dal punto di vista del valore degli immobili, che dalla solidità delle imprese edili, che si sono viste forti cali nelle richieste di lavoro, e storicamente il settore delle costruzioni è sempre stato un forte volano di sviluppo, crescita economica e occupazionale, dato il notevole indotto generato.

Le notizie peggiori arrivarono dalla Grecia, quando nel 2009 il nuovo governo modificò la previsione di deficit pubblico raddoppiandola, dal 6% al 12,7%. Secondo il patto di stabilità e crescita il massimo consentito sarebbe solo il 3%, perciò si intuisce chiaramente la violazione delle regole fiscali imposte a chi decide di adottare l'euro.

Il caso greco fece dubitare gli investitori anche sulla sostenibilità degli altri paesi europei periferici, Italia compresa. Gli spread dei rendimenti passarono dall'essere circa zero a livelli molto alti, conferma inequivocabile del fatto che il progetto UE, fu all'inizio un volano per la stabilità tra paesi, fino a che non emersero i problemi strutturali presenti da tempo.

Le differenze dei rendimenti, dato che i paesi utilizzano la stessa moneta e che i debiti pubblici sono tutti denominati in euro, possono attribuirsi soltanto al rischio di default percepito.

3.5 Gli aiuti e le connesse problematiche

Per far fronte a questa crisi che colpì molti paesi europei, in particolare Grecia, Portogallo e Irlanda, avvennero dei piani di rifinanziamento per salvarli dal probabile default, cercando di rimettere in ordine i bilanci pubblici.

Tuttavia, ci furono problemi nel portare avanti questi programmi di salvataggio, come sottovalutare l'entità degli squilibri e il relativo tempo necessario per l'aggiustamento, che avvenne in modo lento, e questo rese necessaria l'estensione del periodo di rimborso dei prestiti da sette anni e mezzo a 15-30 anni.

Venendo al costo dei salvataggi, occorre ricordare che all'inizio era prevista una penale, 300 punti base in più sul tasso di interesse per i paesi che chiedevano gli aiuti e non rispettavano gli accordi. Serviva ad evitare l'azzardo morale di chi avrebbe potuto prendere i finanziamenti, anche quando non veramente necessari.

Questa pratica, prassi standard per l'FMI fino ad allora, da l'idea che i paesi finanziatori si approfittino dei paesi in difficoltà e proprio per questo problema di immagine furono eliminati dal luglio del 2011. Oltre a questo, renderebbero più difficile il rimborso del prestito, se il costo di quest'ultimo salisse per via della penale.

Principalmente i salvataggi statali furono indirizzati al sistema bancario, dato che è fondamentale nell'economia moderna. Ricapitalizzare una banca con soldi pubblici permette di affrontare meglio la crisi nel settore privato, ma c'è un possibile effetto collaterale nell'operazione, ed è l'elevato debito pubblico che si raggiunge con i salvataggi, se viene portato ad un livello eccessivo finisce per peggiorare la situazione degli intermediari più che migliorarla, dato che le banche normalmente hanno negli attivi ingenti titoli sovrani della nazione in cui operano, perciò una crisi di debito sovrano finisce per aggravare (e non aiutare) quella finanziaria, del settore bancario.

Collegato a questa problematica, c'è da dire che in una unione monetaria il sistema finanziario è molto connesso, ed è necessaria una stabilità generale. Per questo ai governi nazionali arrivano pressioni internazionali per salvare le banche in difficoltà se queste sono di dimensioni rilevanti, perché sarebbe certo il contagio transfrontaliero, se la crisi portasse al fallimento di qualche banca.

Infine, l'ultima problematica è la ristrutturazione del debito, procedura che prevede la modifica delle condizioni originarie di un prestito, con l'obiettivo di alleggerirne l'onere. Il Fondo Monetario Internazionale normalmente era solito richiedere ai creditori di un paese di concordare una riduzione dell'ammontare del debito pubblico, qualora quest'ultimo era stato valutato senza dubbio insostenibile, tuttavia, questo non avvenne durante la crisi nelle operazioni congiunte tra FMI e Commissione Europea.

Il problema della ristrutturazione, oltre a ridurre i patrimoni dei propri cittadini che vantano un credito verso il proprio stato, creando quindi perdite nel settore privato, è quello della paura che può crescere nel mercato del debito, già "nervoso" per via della crisi. Un esempio reale per verificare la veridicità del problema è stata la dichiarazione di Deauville nel 2010, in cui teorizzava proprio la riduzione del debito in essere, e da subito aumentarono gli spread sui tassi di interesse dei paesi in difficoltà come Grecia, Irlanda e Portogallo. (Lane, 2012)

3.6 Le problematiche di equilibrio quando il debito pubblico è elevato

Avere un elevato debito pubblico, come detto più volte, è un problema per gli stati e questo si è chiaramente visto durante la crisi in diversi paesi.

Un paese molto indebitato è vulnerabile agli attacchi speculativi, perché per gli investitori concedere soldi ad un soggetto economico che già ha contratto molti prestiti, fa dubitare se sarà sempre solvibile. Discorso che non deve stupire che venga fatto anche per stati sovrani, i quali sono passibili di fallimento come le imprese private.

Una volta che gli investitori dubitano che uno stato riesca a restituire le somme precedentemente prese, inizieranno a chiedere premi per il rischio sempre maggiori, facendo salire i tassi di interesse e innescando una spirale negativa, perché se tutti gli investitori prestassero soldi soltanto a tassi più elevati, questi finirebbero per aumentare davvero, e se aumentassero renderebbero l'ipotesi di default un evento reale.

Va detto che il sistema funziona anche come spirale positiva, perché se un paese è considerato come solido, con rischio di default basso, i tassi andranno a scendere sempre più, perché tutti vorranno prestare soldi a qualcuno che con ottime probabilità li restituirà senza problemi, perciò un paese sicuro lo diventerà ancora di più.

Per Lane (2012), questi meccanismi sono esacerbati in presenza di unioni monetarie come l'UEM, perché alla più piccola variazione nei fondamentali di un paese membro, si innesca subito una riduzione di domanda nel mercato dei titoli e un contestuale eccesso verso il mercato dei paesi più sicuri. Il risultato di questa fuga di capitali e del relativo afflusso è che i paesi non sicuri lo saranno ancor di meno, quelli solidi lo saranno ancor di più.

L'unione monetaria europea, dalla sua nascita fino a prima della crisi, si è dimostrata volano di sviluppo e stabilità, permettendo che tutti i paesi membri ci guadagnassero a farne parte, ma dalla

crisi in poi sono diventate sempre più frequenti le fughe di capitali dai paesi periferici verso i paesi dell'Europa Settentrionale come la Germania, considerata paese modello per la sua solidità nei conti pubblici.

Si è appurato che ci siano problematiche di equilibrio (molto evidenti nella crisi europea) tra i paesi di un'unione e le soluzioni non sono affatto semplici.

Una strada è quella di avere una sorta di "firewall" contro gli attacchi speculativi, che minano la sostenibilità dei paesi più fragili, e la UE ha cercato di fare qualcosa in proposito, istituendo dapprima il "Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria" e poi il suo successore, il "Meccanismo Europeo di Stabilità" di cui si vedrà meglio al quinto capitolo. Ma la disponibilità di risorse che avevano questi fondi, non era sufficiente per aiutare tutti i paesi colpiti dalla crisi, dato che le risorse furono impiegate nei salvataggi di Grecia, Irlanda e Portogallo e non risultarono pienamente sufficienti per Spagna e Italia.

Ci sono proposte per mettere in campo un fondo, di dimensioni maggiori dell'attuale MES, ciò nonostante attorno a quest'idea ci sono divergenze politiche tra i paesi debitori e quelli creditori, questi ultimi temono di subire delle perdite se si percorresse la strada della solidarietà. In più, se ci fosse un fondo simile, i paesi a rischio rimanderebbero sempre quelle radicali riforme per la messa in ordine dei conti pubblici, dato che sarebbero tutelati da questo fondo che agirebbe come una assicurazione, con gli annessi problemi di azzardo morale.

Queste preoccupazioni di giusto equilibrio sono state attenuate dagli interventi monetari che ha fatto negli anni la BCE, infatti, grazie alle politiche fortemente espansive dopo la crisi ha acquistato molte obbligazioni governative nell'area euro, con lo scopo di ridurre gli eccessivi spread, aiutando i paesi in difficoltà, riducendo i loro rendimenti, grazie alla forte pressione sull'acquisto nel mercato secondario dei titoli.

Le politiche messe in atto sono state sempre all'interno dei limiti del mandato conferito, che si sostanzia con la tenuta del tasso di inflazione ad un livello inferiore ma prossimo al 2%, senza arrivare a monetizzazioni di debito, che farebbero perdere la reputazione antinflazionistica e l'indipendenza di qualsiasi banca centrale rispetto agli stati.

CAPITOLO 4 - CORRELAZIONE TRA ELEVATO DEBITO E BASSA CRESCITA ECONOMICA IN EUROPA

4.1 L'eccedenza di debito pubblico superiore al 90% del PIL

Il debito pubblico è uno strumento utilizzato da tutti gli stati e a volte a dire il vero, abusato. Un paese che ne fa uso, infatti, sta scegliendo di usare delle risorse prese a prestito dall'economia, pensando di restituire il prestito (onorare il debito) in maniera graduale nel futuro, ovviamente pagando un certo tasso di interesse che è il costo del denaro preso a prestito.

Avere un elevato debito pubblico e mantenerlo tale per diverso tempo, potrebbe avere effetti negativi sulla crescita economica, come si può vedere dagli studi svolti da Reinhart e Rogoff (2010). Essi hanno analizzato gli sviluppi del debito nelle principali economie, cercando di dividere le casistiche di rapporto debito/PIL tra i paesi sotto e quelli sopra la soglia del 90%, perché storicamente ci sono stati impatti diversi nei due casi.

Quando il debito supera il 90% nel rapporto con il PIL nominale si rilevano basse crescite rispetto ad altri periodi, che si protraggono per molti anni. I dati confermano questa teoria, nel totale dei 26 episodi identificati, 20 durarono più di un decennio e la correlazione che c'è non sembra sia dovuta a tassi di interesse sul debito elevati, dato che in 11 casi dei 26 analizzati i tassi non sono più elevati rispetto ad altri periodi.

La lunga serie di eccedenze del debito suggerisce che, nonostante possano essere causate da un grande evento come una guerra o una crisi finanziaria, finisce che anche dopo che è terminato l'evento scatenante, l'eccedenza non rientra.

Per quanto riguarda l'intensità della correlazione con la crescita economica, analizzando i casi di eccedenza è possibile affermare che il tasso di crescita medio annuo risulta inferiore dell'1,2% rispetto allo stesso paese nei periodi in cui il rapporto del debito con il PIL sia inferiore al 90%.

I livelli medi annui sono del 2,3% durante i periodi di debito eccezionalmente elevato rispetto al 3,5% in caso contrario.

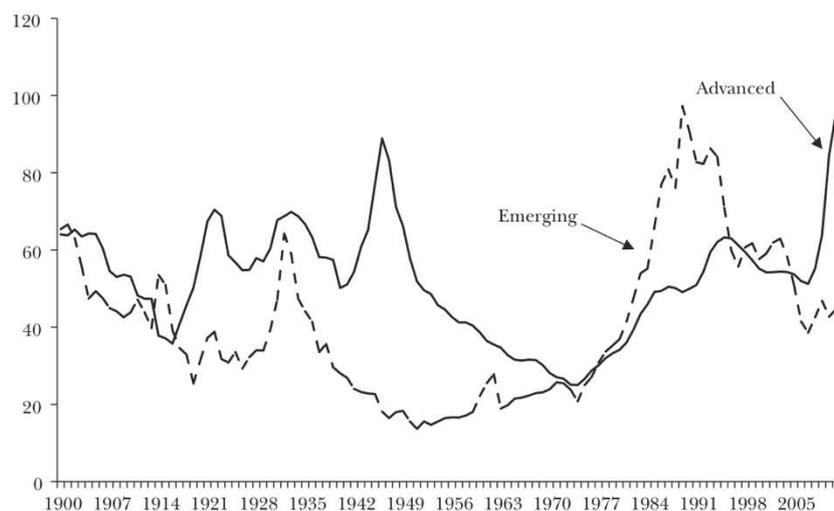
Una differenza che può sembrare non particolarmente rilevante dato che si tratta di poco più dell'1%, ma se si considera che gli eccessi nei 26 episodi studiati sono durati in media 23 anni l'uno, questo fa dedurre una perdita di crescita di PIL pari a circa un quarto alla fine di ogni periodo.

Ci sono correnti di pensiero che affermano sia naturale nel ciclo economico avere una bassa crescita, ma questa tesi si scontra con la durata di questa situazione, dato che la bassa crescita causata dall'elevato debito dura mediamente decenni, ben oltre ogni plausibile frequenza del ciclo economico.

Guardando al dibattito politico, spesso si sostiene che il default sia il principale costo di un paese ad elevato debito. Tuttavia, i paesi in queste situazioni, non subiscono bruschi rialzi nei tassi di interesse reali, o difficoltà nel reperire capitali. A riprova di ciò, in 11 casi sui 26 studiati in cui il debito eccede il 90% nel rapporto con il PIL, i tassi di interesse erano in linea (se non addirittura inferiori) a quelli degli anni con debito basso (inferiore al 90%).

Il risultato è tra l'altro coerente con l'idea dell'economista Barro (1979), egli sosteneva che se uno stato paga sempre per intero, per poter stabilizzare il debito è necessario che vengano aumentate le distorsioni fiscali o che si adegui la spesa pubblica e in entrambi i casi viene alterata la produzione (l'output).

Gross Central Government Debt as Percent of GDP: Advanced and Emerging Market Economies, 1860–2011
(unweighted averages)



Sources: Reinhart and Rogoff (2009) and sources cited therein.

Figura 4.1: Rapporto di debito pubblico in rapporto al PIL nelle economie sviluppate e in via di sviluppo, periodo 1860-211

Fonte: *Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800* – Reinhart, Reinhart and Rogoff (2012)

Come si può notare dalla Figura 4.1 che rappresenta l'andamento medio del rapporto debito pubblico su PIL, nell'ultimo secolo i paesi con economia sviluppata arrivarono al valore soglia del 90%, dopo la Seconda Guerra Mondiale. Dinamica simile avvenne nel 2010 quando venne rotto il precedente massimo per arrivare a livelli ancora superiori. Il 90% va ricordato, non deve essere visto come un valore preciso e puntuale, ma che indicativamente rappresenta la soglia critica, che se superata, suggerisce che i paesi si trovano con un eccesso di debito pubblico.

Vanno inoltre considerati, seppur inferiori alla soglia-90%, i primi due picchi di inizio secolo, rispettivamente causati dalla Grande Guerra e dalla Grande depressione degli anni '30.

Features of Public Debt Overhang Episodes: Advanced Economies, 1800–2011

Country	Sample	Average real GDP growth		Average real interest rates				Share of years above 90%
		Below 90%	Above 90%	Short-term		Long-term		
				Below 90%	Above 90%	Below 90%	Above 90%	
Australia	1852–2011	4.0	3.5	1.7	-0.4	3.2	1.6	6.1
Belgium	1836–2011	2.5	2.7	2.5	2.4	2.9	3.6	20.5
Canada	1871–2011	3.6	3.2	0.6	2.4	2.3	4.5	10.6
France	1880–2011	3.2	1.9	0.7	2.1	2.1	2.5	28.0
Greece	1848–2011	4.7	3.0	-1.8	4.7	-6.0	12.5	56.1
Ireland	1924–2011	3.4	2.5	-0.6	6.1	2.3	6.5	15.5
Italy	1861–2011	3.9	1.1	0.4	4.1	2.2	4.3	48.0
Japan	1872–2011	4.2	0.8	2.1	0.3	2.7	1.4	12.1
Netherlands	1816–2011	3.3	2.1	2.4	3.1	3.4	4.3	45.6
New Zealand	1861–2011	4.8	3.1	1.9	2.7	2.1	3.0	48.0
Spain	1850–2011	2.9	2.1	2.18	2.52	2.39	9.05	18.6
United Kingdom	1830–2011	2.1	1.8	2.42	2.57	2.74	3.68	45.3
United States	1791–2011	3.6	-1.0	1.75	-4.45	3.72	-2.73	3.2

Memorandum items:

Countries where debt/GDP exceeded 90% for 1 to 4 years (not meeting the debt overhang criteria)

Austria	1880–2011
Finland	1914–2011
Iceland	1908–2011
Portugal	1850–2011

Countries where debt/GDP did not exceed 90% in any year over the sample

Denmark	1880–2011
Germany	1880–2011
Norway	1880–2011
Sweden	1719–2011
Switzerland	1880–2011

Note: For Belgium, real rate averages exclude 1926, when inflation hit an all-time peak of 40 percent and real ex-post interest rates were about -34 percent.

Tabella 4.1: Episodi di eccesso di debito nelle economie avanzate, periodo 1800-2011

Fonte: *Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800 – Reinhart, Reinhart and Rogoff (2012)*

Nella Tabella 4.1 è possibile osservare tutti i casi di eccedenze di debito che risultano superiori a cinque anni consecutivi in 22 paesi sviluppati, in un arco temporale molto ampio.

Ci sono quattro paesi che non hanno mai avuto periodi di debito alto che siano stati superiori ad un quinquennio e addirittura, paesi che non hanno mai raggiunto il valore soglia per tutto il periodo considerato.

È chiaro che i tassi di crescita sono, per tutti i paesi studiati (con esclusione del Belgio durante la ricostruzione postbellica), più alti quando non sono presenti eccessi di debito, come si può notare dalla terza e quarta colonna della tabella. Questo dato è importante perché rimarca ancora una volta la correlazione negativa tra debito e crescita.

Nella colonna finale è riportata la percentuale di tempo in cui il singolo paese ha avuto il debito pubblico sopra la soglia, in questo caso i dati sono molto variegati, perché si va da percentuali molto basse come l'Australia, gli Stati Uniti, Canada e Giappone, a percentuali tendenti alla metà, come Italia, Paesi Bassi, Nuova Zelanda e Grecia, che addirittura è il primo paese con il 56,1%.

Dal punto di vista della durata e del numero degli episodi, Grecia e Italia contano elevate percentuali e ben quattro episodi diversi nell'arco temporale che parte dal 1800 fino al 2011. Tuttavia, quello che sorprende maggiormente, sono le alte percentuali di durata degli eccessi del Regno Unito e dei Paesi Bassi, dato che furono due potenze mondiali. Rispetto ai paesi precedenti ebbero pochi casi, rispettivamente due e tre casi, ma con durate molto elevate. Il Regno Unito arrivò ad avere eccessi consecutivi per ben 48 anni dal 1917 al 1964.

Guardando agli episodi di alto debito in epoca recente, si ebbero i casi di Belgio, Canada, Irlanda, Grecia, Italia e Giappone che furono colpiti in tempo di pace. Di questi paesi fu "abbastanza" rapido il rientro di Canada e Irlanda che impiegarono circa una decade ciascuno, mentre fu più complicato per il Giappone, poiché la causa scatenante fu una crisi bancaria iniziata nel 1991, oltre al collasso delle attività economiche e del settore immobiliare iniziato precedentemente.

Infine, gli eccessi di debito di Grecia e Italia (mai rientrati sotto la soglia) sono da alcuni economisti attribuiti all'ingresso nella moneta unica avvenuto con l'Euro. Entrambi i paesi utilizzavano un'alta inflazione per la gestione del rapporto debito/PIL, dato che mantenere un elevato tasso inflattivo permette di accrescere il PIL nominale, facendo apparire il rapporto del debito minore. Questa tecnica non fu più possibile utilizzarla durante gli anni precedenti all'ingresso nell'Euro-sistema, perché tra i vari requisiti richiesti c'era anche quello di controllare l'inflazione e contenerla a livelli accettabili.

4.2 La rilevanza dei tassi di interesse

Oltre all'importante correlazione economica che c'è tra debito e crescita, ce n'è un'altra che non può essere trascurata, cioè il rapporto del debito pubblico con i tassi di interesse reali su di esso.

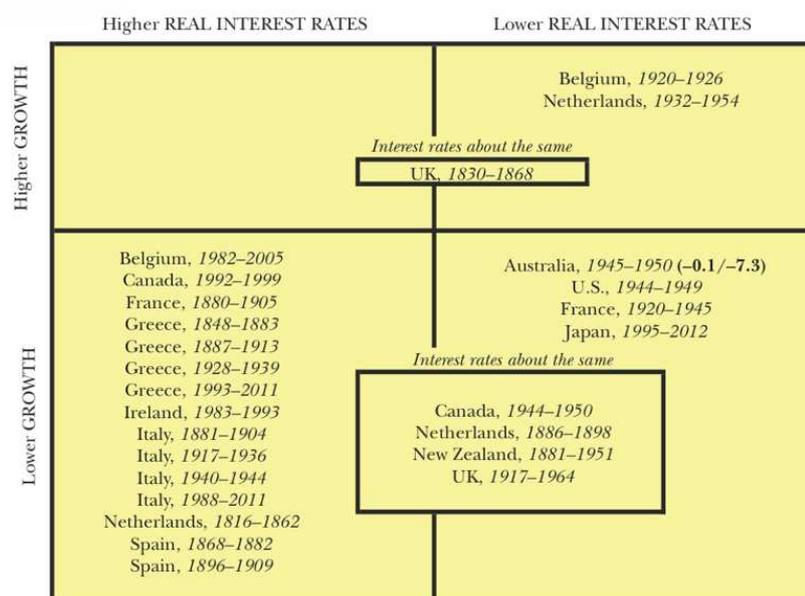
Come abbiamo ricordato precedentemente, il tasso di interesse è il costo del denaro, il costo che lo stato dovrà pagare (oltre alla restituzione della quota capitale) agli investitori che decidono di prestare risorse.

Livelli alti di debito, mettono in discussione se sarà veramente possibile per lo stato poter rispettare l'impegno fino alla fine, cioè corrispondendo nei tempi pattuiti, capitale ed interessi. Questa preoccupazione, che si accresce con l'aumentare del debito, porta a premi per il rischio più elevati, cioè tassi di interesse maggiori, che a loro volta si ripercuotono negativamente su investimenti, consumo di beni durevoli e qualsiasi altro settore sensibile agli interessi, come l'immobiliare.

Questa correlazione è osservabile nella Tabella a matrice 4.2, che mostra tutti i casi studio di alto debito. Seguendo Reinhart e Rogoff (2012), la maggior parte degli episodi (15 su 26) sono classificabili come bassa crescita con alti tassi di interesse, alti nel senso di maggiori rispetto ai relativi periodi in cui non vi era eccesso di debito pubblico.

Nella prima riga della matrice sono rappresentati tutti i casi di alta crescita, tra questi non sono presenti concreti casi in cui gli stati corrispondevano elevati interessi ai prestatori. Mentre nella seconda riga, che rappresenta al contrario bassa crescita, sono presenti 23 casi su 26, ciò conferma nuovamente il fatto che ci sia un collegamento inverso tra la crescita e il debito.

Growth and Real Interest Rate Outcomes for 26 High-Debt Episodes in Advanced Economies, 1800–2011



Source: Authors' calculations based on data sources listed in the Data Appendix.

Tabella 4.2: *Relazione tra crescita economica e tassi di interesse reali nelle economie avanzate, periodo 1800-2011*

Fonte: *Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800 – Reinhart, Reinhart and Rogoff (2012)*

4.3 Il particolare caso del Belgio

È chiaro il collegamento storico che c'è stato dal 1800 ad oggi, per quanto riguarda i tassi di interesse medi e la crescita economica, va però menzionato un caso d'eccellenza e d'eccezione: quello del Belgio dopo la Prima Guerra Mondiale.

Il paese ebbe un debito pubblico che superò il 90% di PIL dal 1920 al 1926 e contestualmente ci fu un boom per la ricostruzione nel periodo interbellico, con livelli di crescita economica che arrivarono al 6,2%, quindi ben 3,7% sopra la media dei periodi senza alto debito, che si attestavano a circa 2,5%.

Oltre a questo, il paese dal punto di vista delle casse pubbliche fu avvantaggiato dall'elevata inflazione presente, che permise al governo belga di pagare tassi di interesse reali negativi, del meno 8% (Reinhart e Rogoff, 2012).

4.4 Conclusioni

Si possono trarre alcune conclusioni dall'importante studio di Reinhart e Rogoff (2012). La prima è che una volta superata la durata di cinque anni di debito pubblico superiore al 90% del PIL, nella grande maggioranza dei casi, essi sono durati ben più di cinque anni, perché una volta superata questa soglia di riferimento, è molto probabile che la situazione si protrae dieci anni o più, salvo che la causa dell'innalzamento del debito sia una guerra, perché una volta finita, decadono gli effetti.

La seconda conclusione è che la correlazione dell'alto debito e la crescita economica è molto rilevante, mentre quella tra debito e tassi di interesse non sembra particolarmente elevata, dato che soltanto in 15 casi sui 26 analizzati ci sono stati alti tassi di interesse insieme all'elevato debito.

Da ultimo, le analisi confermano che il debito alto riduce mediamente la crescita di circa l'1% annuo, comportando un importante calo di produzione se la situazione continua per molto. Collegato a questo, si evince anche che queste riduzioni di crescita non possono essere causa del normale andamento del ciclo economico e delle sue recessioni, data la durata decennale della bassa crescita.

Venendo al periodo attuale, a causa del susseguirsi di svariate crisi durante il primo ventennio dell'ultimo secolo, il mondo avanzato è entrato in un'era di alto debito pubblico. Il livello nei principali paesi sviluppati, supera la soglia simbolo presa come riferimento, e pertanto, ci si interroga se questo possa costituire un problema di sostenibilità e di crescita economica, visto che storicamente i dati non fanno sorgere dubbi sugli effetti che porta un alto debito per gli stati.

Ciò non toglie che la situazione possa non essere così problematica, dati i rapidissimi cambiamenti che avvengono nella società moderna, nel senso che i nuovi sviluppi nella tecnologia e la crescente globalizzazione, potrebbero in futuro generare una importante crescita, così notevole da garantire piena sostenibilità del debito e la sua riduzione relativa in rapporto ad un PIL, che in questo scenario ottimistico, si ipotizza essere più elevato.

Se non avvenisse tutto ciò, il debito nelle più importanti economie continuerebbe a rimanere molto alto, e potrebbero esserci conseguenze almeno pari a quelle osservate nei 26 episodi storici, focus di tutto lo studio.

CAPITOLO 5 - IL RUOLO DEL MES DURANTE LA CRISI

5.1 Cos'è il MES – Meccanismo Europeo di Stabilità

Mes è l'acronimo di Meccanismo Europeo di Stabilità, soprannominato "fondo Salva-Stati". Giuridicamente è una organizzazione internazionale composta da 19 paesi, detti azionisti Mes. L'ente ha sede in Lussemburgo ed è nato nel marzo del 2011, con le turbolenze finanziarie derivanti dal crollo dei mutui subprime americani ed è successivamente tornato un argomento economico molto discusso durante la recente crisi sanitaria (ed economica) del Covid-19 (Gagliarducci, 2020).

Il Mes è il successore dell'iniziale Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria e del Meccanismo Europeo di Stabilizzazione Finanziaria, due programmi di finanziamento temporanei che furono sostituiti poi dal Mes. Entrambi non possono più varare nuovi prestiti ma rimangono ancora come entità legali per tutti i prestiti che hanno già contratto con i paesi, fino alla loro conclusione.

Dal punto di vista del profilo istituzionale l'organismo è regolato da un trattato internazionale che però non rientra nel perimetro d'azione della UE, mentre la sua amministrazione è divisa in tre distinti organi: il più importante è il *Board of Governors* che è composto dai ministri delle finanze degli stati membri del Mes, c'è poi il *Board of Directors* dove invece si trovano membri di alta competenza economica e finanziaria, nominati dal Board of Governors. Infine, il *Direttore Generale*, sempre nominato da quest'ultimo organo con un mandato di cinque anni. Tutte le decisioni importanti, che hanno quindi una elevata rilevanza, vengono prese dal Board of Governors, compresa anche la decisione in merito ad una richiesta di adesione all'organismo da parte di un nuovo paese.

L'obiettivo del Mes è quello di dare sostegno ai paesi membri che sono in difficoltà, per cercare di scongiurare possibili default, quindi l'assistenza fornita è di carattere finanziario, dato che è un fondo, con un certo capitale sottoscritto che ammonta a 704 miliardi di euro e un capitale realmente versato dagli stati che è notevolmente inferiore, 80,5 miliardi, che permettono al Mes di raccogliere risorse dal mercato, emettendo titoli obbligazionari. Mentre il capitale sottoscritto è il massimo che può essere richiesto ai membri in caso di insolvenza di un paese debitore, visto che la caratteristica principale del funzionamento dell'organo è proprio la solidarietà reciproca dei suoi componenti.

Il capitale del Mes è suddiviso in quote, seguendo la logica di ripartizione del capitale della BCE, dove la quota posseduta da un singolo stato è proporzionale al peso economico di quest'ultimo. L'Italia possiede il 17,79% del capitale che la fa essere il terzo paese per dimensione, dopo Germania e Francia (Cascavilla e Galli, 2020).

Gli strumenti a disposizione sono molteplici, alcuni dei quali dalla nascita ad oggi mai utilizzati, come gli acquisti sul mercato primario e su quello secondario, la ricapitalizzazione diretta delle istituzioni e le linee di credito precauzionali, mentre sono già stati erogati prestiti nell'ambito di programmi di riaggiustamento macroeconomico, per i paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano, come Irlanda, Portogallo, Grecia e Cipro. Sono paesi con la necessità di nuovi finanziamenti e che hanno perso l'accesso ai mercati o che i finanziatori richiedono costi talmente alti da avere impatti negativi sulla sostenibilità dei conti pubblici.

Infine, sono stati attivati dalla Spagna i prestiti per ricapitalizzazione bancaria indiretta, in quelle casistiche di crisi in cui il settore bancario è alla radice della crisi, con l'obiettivo di preservare la stabilità finanziaria in tutta l'area.

L'assistenza finanziaria concessa dal Mes è ad esclusivo utilizzo dei paesi che realmente ne hanno bisogno, che hanno problemi di raccolta di risorse tramite l'emissione di titoli, in più, oltre ad aiutare il paese membro in difficoltà che richiede linee di credito, si salvaguarda la stabilità finanziaria

dell'intera area euro, dato che essendo fortemente interconnessa, dei possibili effetti contagio sarebbero molto gravi.

Il vantaggio di accedere ai prestiti Mes è il loro basso costo, perché per gli stati che sono in difficoltà, il mercato richiederebbe premi per il rischio (sotto forma di tassi di interesse) più elevati rispetto agli altri paesi, questo farebbe aggravare ancora di più una situazione già di per sé non facile, mentre il Mes riesce a prestare a tassi che attualmente oscillano tra lo 0% e l'1%, anche per scadenze di lungo termine. L'organismo ha la possibilità di effettuare prestiti così bassi grazie alle obbligazioni emesse in solido, perché se gli stati che richiedono linee di credito fossero in futuro insolventi, gli altri membri hanno l'obbligo di onorare comunque il debito, questo fa ben sperare gli investitori che non ci saranno problemi di mancata restituzione dei capitali prestati.

Un possibile elemento negativo del Mes potrebbe essere il fatto che l'organismo è un creditore "privilegiato" rispetto agli altri (come il FMI), nel senso che tutti (banche, fondi comuni, famiglie, eccetera) sono subordinati ad esso. Questo potrebbe creare possibili aumenti di premi per il rischio da parte degli altri investitori che vedranno crescere il rischio di insolvenza nel caso in cui vengano erogati prestiti Mes. Certo è che la problematica potrebbe non sussistere affatto se l'ammontare del credito privilegiato detenuto dal Mes è irrilevante sul piano quantitativo rispetto al debito pubblico totale.

5.2 I risultati raggiunti dal Mes

Il FESF e il suo successore Mes hanno erogato prestiti per un totale di 254,5 miliardi nel sessennio 2010-2016 a cinque paesi membri, permettendo loro di evitare possibili default e rendendo i paesi più attrezzati per la crescita economica. In più, hanno alleggerito il peso del debito pubblico, dato che gli oneri richiesti sono sempre stati molto bassi. Il risparmio stimato dagli interventi ammonta a 17,3 miliardi per i cinque paesi che hanno aderito ai programmi, grazie ad un tasso medio dello 0,76% (dato aggiornato al 1° trimestre 2020).

Tolti gli interventi che fece il FESF, passati poi in gestione al Mes, i primi interventi di quest'ultimo furono in Spagna nel 2012, a Cipro nel 2013, invece nel 2015 la Grecia ha ricevuto il terzo programma di assistenza.

Tutti i programmi andarono a buon fine, come si evince dalla Figura 5.1, i paesi fecero progressi e riuscirono a tornare ad un normale accesso al mercato dei titoli, grazie ad una migliore credibilità nei confronti degli investitori.

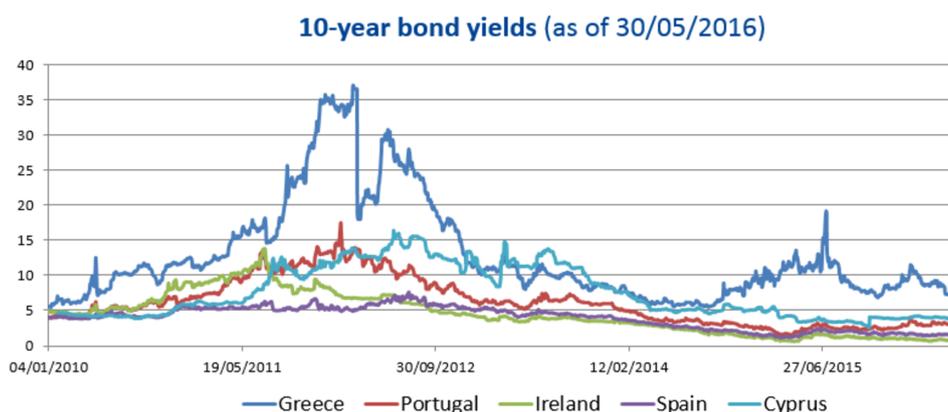


Figura 5.1: Rendimenti obbligazionari decennali, a partire dal 30 maggio 2016
Fonte: European Stability Mechanism – www.esm.europa.eu

Altri dati importanti, che danno un'idea della grandezza dell'organismo e dei suoi interventi (in essere e disponibili) sono la residua capacità di prestito, che sul totale ammissibile di 500 miliardi,

ammonta a 410 e corrisponde all'82%. Oppure che il 53,6% dell'attuale debito pubblico greco è detenuto dal Mes, a dimostrazione dell'importante intervento che ci fu nel paese, permettendogli di evitare situazioni ancora più gravi di quelle che altrimenti avrebbe vissuto.

Concludendo, è importante notare l'effetto benefico che i prestiti hanno avuto sui bilanci pubblici, come riportato nella Tabella 5.1, dove vengono mostrati i risparmi dal 2011 in valore assoluto e in percentuale del PIL e si può notare chiaramente l'ingente risparmio della Grecia, che si attesta al 7% sul PIL.

Impact on Budgets

	In € billion	As % of GDP
Ireland	0.8	0.2
Greece	13	7
Spain	1.6	0.1
Cyprus	0.4	1.9
Portugal	1.5	0.7

Note: Calculated by comparing the effective interest rate payments on EFSF/ESM loans with the interest payments that these countries would have paid had they covered their financing needs in the market. The yields on 10-year bonds are taken as a proxy long-term market rate.

Tabella 5.1: *Impatto sui bilanci pubblici in miliardi di euro e in percentuale sul PIL*

Fonte: *European Stability Mechanism* – www.esm.europa.eu

5.3 Gli strumenti di intervento

Seguendo Cascavilla e Galli (2020a), si comprende che i principali strumenti a disposizione del Mes sono i prestiti ai paesi in difficoltà che ne fanno richiesta e le “linee di credito precauzionali”. Per quanto riguarda i prestiti come spiegato dall’articolo 16 del Trattato sono necessari aggiustamenti macroeconomici da parte degli stati per poterne usufruire. La procedura inizia dallo stato che ne fa richiesta e l’approvazione (se sussiste) viene decisa dal Consiglio dei Governatori, sebbene sia il Consiglio di Amministrazione che valuta le modalità di applicazione.

Le linee di credito, disciplinate dall’articolo 14 sono divise in due: la linea precauzionale (PCCL – Precautionary Conditioned Credit Line) e una linea rafforzata (ECCL – Enhanced Conditions Credit Line). La differenza è che la PCCL richiede una condizionalità più attenuata della ECCL, ma in ogni caso le condizionalità sono un elemento di fondamentale importanza, perché nonostante i problemi finanziari, per via della loro presenza i paesi membri potrebbero non richiedere gli aiuti finanziari al Mes. Per quanto riguarda l’accesso alle OMT, di cui si parlerò meglio in seguito, tutti gli aiuti ne garantiscono l’accesso, comprese le linee di credito precauzionali.

5.4 L’assistenza finanziaria durante la crisi pandemica

Il Mes fu il primo strumento di intervento che venne messo a disposizione degli stati durante la crisi pandemica da Covid-19, grazie ad una nuova linea di credito, studiata proprio per fronteggiare le problematiche economiche causate dal virus. L’intervento si sostanzia in un aiuto finanziario mirato a sostenere le spese sanitarie dirette ed indirette che gli stati più in difficoltà si trovano a fare, permettendo di ridurre i costi dell’indebitamento, visti i bassi tassi che il Mes riesce a garantire.

Con la creazione di questa nuova linea l'Europa si è dimostrata pronta a reagire con strumenti di assistenza visto che le trattative sono durate solo due mesi.

Durante la redazione di questa tesi ancora nessun paese ha dichiarato di partecipare al programma di intervento, visto che la scelta è libera e l'iter inizia con l'approvazione del Parlamento nazionale degli stati.

La particolarità del prestito per spese sanitarie è l'assenza sostanzialmente totale di condizionalità che potrebbero far desistere gli stati dall'accettare un aiuto, considerato che le condizionalità limiterebbero la libertà di scelta delle future politiche economiche da adottare. L'unica condizione, se così la si vuole chiamare consiste nello spendere le risorse ricevute per progetti che vertano sulla sanità, escludendo quindi tutti gli altri settori.

Analizzando la linea di credito dal punto di vista tecnico emerge che il budget a disposizione degli stati sarà pari a 240 miliardi in totale, con il limite massimo del 2% del PIL per paese.

Sul lato dei costi, come riporta Bufacchi (2020), il prestito pandemico, se avesse una durata settenaria avrebbe addirittura un tasso negativo, il che ridurrebbe significativamente l'onere del debito di paesi con ridotti spazi di manovra fiscale, come l'Italia, poiché indebitarsi ad un tasso negativo significherebbe, come commenta il direttore finanziario (CFO) del Mes Kalin Anev Janse che gli stati saranno pagati per indebitarsi, riducendo la pressione fiscale e rendendo molto conveniente scegliere un prestito Mes piuttosto che le obbligazioni governative.

Il costo di raccolta calcolato dal CFO del Mes per una emissione a sette anni è -0,21%, mentre aumenta leggermente il decennale con un tasso di -0,05%, poi devono essere sommate le commissioni una tantum di 0,25% e un margine annuale dello 0,10%. Svolti i calcoli il costo della linea pandemica per i paesi che si finanziano a tassi maggiori del Mes potrebbe essere di 0,08% per dieci anni e negativo, prossimo allo zero per sette, -0,07% come si può vedere nella Tabella 5.2.

Analizzando il risparmio in valore assoluto si comprende meglio il vantaggio che garantisce l'aiuto, in quanto la riduzione dei costi per gli stati più indebitati che decidono di accettare, può arrivare anche a sei miliardi nel corso dei dieci anni della durata del prestito.

Ultimo aspetto positivo che non deve essere trascurato è il fattore tempo, nel senso di quanto impiega il Mes a raccogliere dai mercati finanziari l'importo richiesto da uno stato membro e prestarlo. Si stima che potrebbero essere sufficienti circa sette mesi, dato che sono previste tranches del 15% al mese dell'importo totale concordato.



Tabella 5.2: Tasso di interesse Mes per prestito a sette anni
 Fonte: Bufacchi (2020), Il Sole 24 Ore

5.5 OMT - Outright Monetary Transactions

Collegate al Mes e alla tematica del debito pubblico ci sono le OMT, sinonimo di Outright Monetary Transactions, che sono uno strumento di politica monetaria in mano alla BCE.

Furono istituite nel 2012 dal consiglio direttivo sotto la presidenza Draghi e da allora non furono mai realmente impiegate, in quanto bastò la loro rivelazione ai mercati per convincere gli investitori e ridurre le speculazioni contro la tenuta del sistema euro che stavano avvenendo.

Il programma OMT rientra tra le misure monetarie non convenzionali, si sostanzia in un aiuto per i paesi della zona euro potenzialmente illimitato, perché il paese che ne fa richiesta ottiene un importante acquisto di titoli da parte della banca centrale, che non terrà più conto della “capital key” dello stato richiedente, ma avrà la possibilità di derogare a questa regola.

Per poter richiedere questo aiuto, tuttavia, i paesi che si trovano in difficoltà dovranno accettare un programma aiuti del Mes, per poter creare un piano di rientro dagli squilibri.

Perciò questo aiuto potenzialmente infinito non risulta privo di condizionalità, dato che andrà trovato un accordo all’interno del board del Mes, e oltre a ciò, nel caso in cui non venissero rispettate le condizioni sottoscritte dal paese richiedente, il Consiglio Direttivo della banca centrale potrà cessare il sostegno del programma OMT (Battaglia, 2020).

Concludendo, non sembra essere fondamentale un “full macroeconomic adjustment programme” per poter beneficiare dell’intervento monetario delle OMT, visto che sul sito ufficiale della BCE è riportato sia sufficiente un programma precauzionale, come l’ECCL visto precedentemente. Tuttavia, è però necessario che a monte sia presente un intervento del Mes, anche solo precauzionale, visto che la sentenza della Corte di Giustizia Europea del 2015 (Case C-62/14, 16 giugno 2015) oltre a definire le OMT coerenti con i Trattati, afferma che non può essere del tutto assente. (Cascavilla e Galli, 2020b).

Conclusione

L'obiettivo di questa tesi era quello di fare una analisi tecnica e storica sui debiti pubblici dei paesi europei, in particolare sul loro grado di sostenibilità, che ovviamente risulta essere indispensabile per qualsiasi paese.

L'argomento trattato risulta essere un problema di attualità molto discusso, per via del susseguirsi delle molteplici crisi, che da dopo il 2008 sembrano essere diventate una consolidata normalità, soprattutto nell'Unione Europea. Peraltro, questa tendenza è confermata anche dalla recente crisi economica (e sanitaria) arrivata in tutto il mondo con la pandemia del Covid-19, che come le precedenti ha riportato il tema della sostenibilità dei debiti sovrani, in cima alla classifica delle discussioni politiche ed economiche.

Le conclusioni che si possono trarre da questo scritto sono il livello di importanza del debito pubblico, non soltanto per gli stati che da poco hanno intrapreso la via dello sviluppo economico, ma pure per quelli sviluppati, se risultano essere parte di unioni monetarie non ottimali, come l'attuale Eurozona.

In secondo luogo, si è visto che qualora il debito fosse elevato (sopra una certa soglia nel rapporto con il PIL), si verificarono periodi di bassa crescita economica, che statisticamente rappresentano quasi la totalità degli eventi studiati. La tesi è ampiamente confermata dagli ultimi dieci anni, lasso di tempo che mediamente ha riportato una crescita molto lieve in Europa, con medie di debito ben al di sopra del 90% per molti paesi, che è il limite preso a riferimento in questo studio.

La terza conclusione scaturisce dall'analisi della crisi iniziata nel 2008, che ha segnato un cambio epocale nel giudizio del progetto europeo rispetto a prima, quando erano lapalissiani per tutti i benefici per gli stati membri della UE.

Questo porta a riflettere sulla futura sostenibilità dei debiti pubblici in riferimento ad una integrazione sempre più incerta, sulle difficoltà politiche che sono aumentate verso questa strada, sui possibili risvolti economici che deriverebbero dal fallimento del progetto e dalla successiva uscita di alcuni paesi membri dall'unione.

Infine, si è esaminato il Mes, cercando di inquadrare la sua capacità finanziaria al servizio dei suoi membri, sia utilizzata che ancora disponibile. Si sono poi riportati i numeri salienti degli interventi già fatti in cinque paesi e i collegati risultati raggiunti, in termini di risparmio per la quota interessi, dato il vantaggio economico che c'è con l'accesso al Mes, rispetto al normale mercato delle obbligazioni sovrane.

È stata analizzata la linea di credito pandemica, il nuovo strumento che permette agli stati richiedenti di beneficiare di un sostegno finanziario pari a massimo il 2% del proprio PIL, sfruttando un interesse particolarmente vantaggioso per molti paesi in difficoltà e avendo il beneficio dell'assenza (di fatto) di condizionalità.

Collegate al Mes sono state studiate in ultimo le OMT, uno strumento di politica monetaria in mano alla BCE, che permette (anche se ancora mai impiegato) di realizzare un aggiustamento macroeconomico per i paesi in forte difficoltà, senza preoccuparsi di reperire nuova finanza, dato che la banca centrale derogherebbe al rispetto delle quote di partecipazione al suo capitale, negli acquisti dei titoli di stato.

Bibliografia

- Amador M. (2003), "A Political Economy Model of Sovereign Debt Repayment".
- Barro R. (1979), "On the Determination of the Public Debt", *Journal of Political Economy*.
- Battaglia A. (2020), "Che cos'è l'arma finale della BCE creata da Mario Draghi", *Wall Street Italia*.
- Bufacchi I. (2020), "Mes, il prestito pandemico è a costo «negativo» per il contribuente", *Il Sole 24 Ore*.
- Cascavilla A., Galli G. (2020a), "Il MES: cos'è e come potrebbe essere utilizzato nell'attuale emergenza", *Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani*.
- Cascavilla A. e Galli G. (2020b), "Q&A sul MES", *Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani*.
- Dornbusch R., Fischer S., Startz R., Canullo G. e Pettenati P. (2014), "macroeconomia", McGraw Hill Education, XI edizione.
- Eaton J., Gersovitz M. (1981), "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis", *Review of Economic Studies*, 48(2), pp. 289-309.
- Gagliarducci C. (2020), "Cos'è il fondo salva-stati, come funziona e perché se ne parla tanto", *Money*.
- Lane P. R. (2012), "The European Sovereign Debt Crisis", *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), pp. 49-68.
- Panizza U., Sturzenegger F. e Zettelmeyer J. (2009), "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default", *Journal of Economic Literature*, 47(3), pp. 651-698.
- Reinhart C. M., Reinhart V. R. e Rogoff K. S. (2012), "Public Debt Overhangs: Advanced Economy Episodes Since 1800", *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), pp. 69-86.
- Teobaldelli D. (2018), "Debito Pubblico e Stabilità Macroeconomica", *ECONOMIA, POLITICA E CULTURA NELL'ITALIA DEL XX SECOLO. Attualità del pensiero critico di Sergio Steve*, eds. Stefano Gorini, Ernesto Longobardi, Giuseppe Vitaletti. Franco Angeli, 2018.
- Wright M. L. J. (2002), "Reputations and Sovereign Debt", *Unpublished*.
- Meccanismo Europeo di Stabilità (www.esm.europa.eu) - sezioni History – Facts – Budgets.