

UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in "ECONOMIA E COMMERCIO"

"LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO PUBBLICO E LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI EUROPEI: ANALISI TEORICA E IL CASO ITALIANO"

"PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY AND THE EUROPEAN SOVEREIGN DEBT CRISIS: THEORETICAL ANALYSIS AND THE ITALIAN CASE"

Relatore:
Prof. Davide Ticchi

Rapporto Finale di:
Matteo Mosca

Anno Accademico 2025/2026

INDICE

INTRODUZIONE ……1

CAPITOLO 1: FONDAMENTI TEORICI SUL DEBITO PUBBLICO E SULLA SUA SOSTENIBILITÀ

1.1 - I CONCETTI DI DEBITO E DEFICIT PUBBLICO ….……..…..…2

1.2 - ALTRE GRANDEZZE ATTINENTI ALLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO ..…….……3

1. *Il disavanzo (o saldo) primario*
2. *Il rapporto Debito/PIL*
3. *Tasso d'interesse e tasso di crescita*

1.3 - IL SIGNIFICATO DI DEBITO SOSTENIBILE…….…..…..….4

1. *Liquidità e Solvibilità*
2. *La condizione di Domar e il vincolo di bilancio*
3. *Il finanziamento monetario e lo SFA*
4. *Le condizioni di sostenibilità del debito pubblico*
5. *Gli effetti dell'inflazione sulla sostenibilità del debito*
6. *Disavanzo operativo e scenari di stabilità del rapporto Debito/PIL*

1.4 - LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO SECONDO L'UE….……..…….13

1. *I criteri di Maastricht*
2. *Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) e le recenti riforme*

1.5 - I "VERI" PARAMETRI PER UN DEBITO SOSTENIBILE…….…..16

1. *L'arbitrarietà delle soglie numeriche e i limiti degli indicatori tradizionali*
2. *D_t e il caso del Giappone, altri parametri da tenere in considerazione*
3. *Lo studio di Reinhart e Rogoff e le conseguenti critiche*
4. *La natura endogena delle variabili macroeconomiche*
5. *Alternative al consolidamento tradizionale e fragilità dei conti pubblici*

<u>CAPITOLO 2</u>: LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI DEL 2011: ORIGINI, MECCANISMI DI TRASMISSIONE ED EFFETTI NELL'EUROZONA

2.1 - DALLA CRISI FINANZIARIA GLOBALE ALLA CRISI DEI DEBITI SOVRANI EUROPEI ……21

2.2 - I FATTORI DETERMINANTI DELLA CRISI E LA DINAMICA DEL CASO GRECO……..……..……..……22

1. *I fattori determinanti*
2. *La dinamica del caso Greco*

2.3 - L'AMPLIAMENTO DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO E LA TRASMISSIONE ALL'ECONOMIA ITALIANA……..……24

1. *La crescita dello SPREAD*
2. *La trasmissione dello shock all'economia Italiana*

2.4 - LE RISPOSTE ISTITUZIONALI ED EUROPEE: LE MISURE DI STABILIZZAZIONE FINANZIARIA E DI BILANCIO ……..……26

1. *I meccanismi di gestione della crisi (ESM)*
2. *Le azioni non convenzionali della BCE - "Whatever it takes"*
3. *Dal "Whatever it takes" al Quantitative Easing: la stabilizzazione strutturale dei mercati sovrani*

<u>CAPITOLO 3</u>: POLITICHE DI CONSOLIDAMENTO FISCALE, DINAMICA DEL DEBITO E VARIABILI STRUTTURALI IN ITALIA

3.1 - LE MANOVRE POLITICO-FINANZIARIE E L'AZIONE DEL GOVERNO MONTI ……..…….29

1. *La lettera della BCE (agosto 2011) e la caduta del Governo Berlusconi IV*
2. *Le manovre di emergenza del governo Monti*

3.2 - L'IMPATTO DELLE POLITICHE DI CONSOLIDAMENTO SULLA TRAIETTORIA DEL RAPPORTO DEBITO/PIL ……..……..…..31

1. *Un'introduzione all'analisi*
2. *Un'analisi empirica del caso Italiano (2008-2015)*

3.3 - I VINCOLI STRUTTURALI DEL SISTEMA ECONOMICO NAZIONALE ……..……...……36

3.4 - LEZIONI DALLA CRISI ED ELEMENTI PER L'ANALISI DELLE RIFORME FISCALI ……..38

CONCLUSIONE ……40

BIBLIOGRAFIA ……42

INDICE DELLE FIGURE

1.1 - *Simulazioni dell'effetto di uno shock inflattivo su debito e deficit italiani* ……..12

1.2-5 - *Dinamica e stabilità del rapporto debito/PIL (i 4 scenari)* ……..12

1.6 - *Struttura del debito pubblico per settore di detenzione in Europa (2025)*…….18

2.1 - *Il circolo vizioso tra rischio sovrano e sistema bancario (Diabolic Loop)* …….25

3.1 - *Evoluzione dello Spread BTP-Bund a 10 anni (1999-2026)* ……30

INDICE DELLE TABELLE

1.1 - *Debito pubblico in rapporto al PIL: area dell'euro e UE (1998 - 2022)* ……15

3.1 - *Scomposizione della dinamica del rapporto Debito/PIL in Italia (2008-2015)* ..35

3.2 - *Sintesi degli Ambiti di Vulnerabilità Strutturale e Impatto sulla Sostenibilità del Debito per l'economia italiana* ……..37

INTRODUZIONE

L’analisi della sostenibilità del debito pubblico costituisce uno dei temi centrali nel dibattito di finanza pubblica e politica economica, assumendo contorni particolarmente complessi all'interno dell’architettura istituzionale dell’Unione Economica e Monetaria. Il presente lavoro si propone di esaminare i meccanismi teorici ed empirici che governano la dinamica del rapporto debito/PIL, rivolgendo un’attenzione specifica alla crisi dei debiti sovrani del 2011 e al successivo impatto delle politiche di consolidamento fiscale attuate in Italia. L'ipotesi di fondo dell'elaborato è che la sostenibilità dei conti pubblici non possa essere valutata e perseguita esclusivamente attraverso il rispetto passivo di parametri contabili rigidi; al contrario, essa richiede una comprensione delle interazioni tra il costo del finanziamento, il tasso di crescita nominale e reale dell'economia e l'efficacia delle riforme strutturali destinate a sostenere lo sviluppo dell'economia reale.

La trattazione si articola lungo tre capitoli principali. Il primo capitolo definisce l'impalcatura teorica del lavoro: analizza la distinzione tra grandezze di stock e di flusso, formalizza la condizione di stabilità di Domar e definisce il vincolo di bilancio intertemporale dello Stato. Inoltre, esamina la cornice regolamentare europea, valutando i limiti delle soglie numeriche tradizionali alla luce di casi emblematici come quello giapponese e delle evidenze della letteratura sugli effetti di soglia dell’indebitamento. Il Capitolo 2 ricostruisce la genesi, le cause e i canali di trasmissione della crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona. L'attenzione si concentra sugli squilibri macroeconomici interni all'area euro, sulla propagazione dello shock sistemico a partire dal caso greco e sulla trasmissione della tensione finanziaria all'Italia attraverso l'impennata dello *spread*. Il capitolo ripercorre infine le risposte istituzionali europee, evidenziando il ruolo determinante assunto dalla BCE, dal *"Whatever it takes”* fino al lancio del *Quantitative Easing*. Il Capitolo 3 sposta invece l'analisi sul piano delle politiche di bilancio adottate dall'Italia nel biennio 2011-2013, a partire dal quadro tracciato dalla lettera inviata dalla BCE nell'agosto 2011 e dall'insediamento del Governo Monti. Attraverso lo studio dei dati empirici, il capitolo evidenzia l'insorgere del "paradosso del rientro". La trattazione si chiude con un esame dei vincoli strutturali del sistema economico nazionale e con una riflessione sulle prospettive di riforma della *governance* fiscale europea.

CAPITOLO 1

FONDAMENTI TEORICI SUL DEBITO PUBBLICO E SULLA SUA SOSTENIBILITÀ

1.1 - I CONCETTI DI DEBITO E DEFICIT PUBBLICO

Come per un qualsiasi soggetto privato, ad esempio una famiglia o un'impresa, anche per uno stato fare debito ha lo stesso significato: trovare qualcuno che finanzi la sua spesa. Prima di iniziare a discutere dell'argomento è opportuno definire cosa effettivamente siano il debito pubblico di uno Stato e tutte le altre grandezze che aiutano la comprensione della sua sostenibilità. Il debito pubblico si configura, nella sua accezione più ampia, come l'insieme delle passività finanziarie contratte dall'intero perimetro delle amministrazioni pubbliche. Non si limita dunque alle sole obbligazioni dello Stato centrale, ma si estende capillarmente alle aziende statali autonome, agli enti locali e alle istituzioni pubbliche di assistenza e previdenza. Sotto il profilo strutturale e della liquidità, questa massa finanziaria si biforca in due categorie strategiche: il debito fluttuante e il debito consolidato. Il primo, di natura prevalentemente amministrativa e con scadenze inferiori all'anno, risponde a temporanei disallineamenti nei flussi di tesoreria. Il secondo, al contrario, si sostanzia in impegni a lungo termine o a tempo indeterminato, strutturati per finanziare investimenti e fabbisogni strutturali che eccedono le ordinarie capacità del bilancio pubblico. Nella Procedura dei Disavanzi Eccessivi (PDE) il debito pubblico è definito come il totale consolidato delle passività finanziarie lorde delle amministrazioni pubbliche (PA) in essere al 31 dicembre di ciascun anno, valutate al valore nominale di emissione (Trattato UE e Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 3605 del 1993). In questo elaborato si indicherà lo stock di debito con: B_t.

Il debito pubblico è dunque una grandezza stock, proprio questa sua caratteristica lo differenzia dal deficit (o disavanzo) pubblico**,** che si configura invece come un fenomeno contabile di natura dinamica, esso si manifesta quando, all'interno di un determinato esercizio finanziario, i flussi in uscita della PA superano le risorse in entrata. Il polo delle entrate è alimentato dai prelievi tributari e dalle componenti extra tributarie, ovvero i corrispettivi corrisposti dai cittadini per la fruizione di beni

e servizi pubblici. Sul fronte opposto, la spesa pubblica è generata da due macro-componenti: da un lato, gli investimenti, gli acquisti e l'erogazione dei servizi essenziali dello Stato sociale; dall'altro, la componente passiva rappresentata dagli oneri finanziari necessari alla remunerazione e al servizio del debito pubblico preesistente: ovvero gli interessi sul debito già contratto. In questo elaborato si indicherà il deficit con: $\boldsymbol{d_t}$. Dunque d_t indica quanto il governo si indebita nell'anno t, infatti ogni anno lo Stato contrae debito non solo per finanziare quella parte di spesa pubblica che non riesce a coprire con la tassazione (disavanzo primario), ma anche per pagare gli interessi sul debito contratto negli anni precedenti.

1.2 - ALTRE GRANDEZZE ATTINENTI ALLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

1.2.1 ***-*** *Il disavanzo (o saldo) primario*

Secondo il glossario e la documentazione ufficiale del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), il disavanzo (o saldo) primario rappresenta la differenza algebrica tra le entrate totali e le spese totali della PA, al netto degli interessi passivi pagati sul debito pubblico. Avanzo primario: si verifica quando le entrate pubbliche superano le spese aggregate, escludendo il costo del debito (Entrate > Spese al netto degli interessi). Disavanzo primario: si verifica quando le spese pubbliche al netto degli interessi superano le entrate complessive dello Stato (Spese al netto degli interessi > Entrate). In questo elaborato si indicherà il disavanzo primario con: ***dp***.

1.2.2 - Il rapporto Debito/PIL

Secondo la documentazione e i glossari ufficiali del MEF, il rapporto Debito/PIL è l'indicatore fondamentale di finanza pubblica che esprime la consistenza totale dello stock di debito pubblico (B_t) accumulato da un Paese in relazione alla sua capacità complessiva di produzione di ricchezza annuale (PIL). Il debito pubblico (B_t) rappresenta il valore nominale delle passività lorde consolidate del settore delle PA (amministrazioni centrali, enti locali e istituti previdenziali), aggregate al lordo delle attività finanziarie possedute dallo Stato. È formato principalmente dai titoli di Stato emessi sia sul mercato interno sia su quello estero (come BOT, BTP, CCTeu, CTZ) e dall'indebitamento a breve termine o verso le autorità monetarie. Il prodotto Interno Lordo (PIL) corrisponde al valore totale dei beni e servizi finali prodotti

nell'economia in un dato intervallo temporale (valutato a prezzi di mercato o in termini nominali). In questo elaborato si indicherà il rapporto Debito/PIL con: $\boldsymbol{D_t}$.

1.2.3 - Tasso d'interesse e tasso di crescita

Il tasso di interesse sul debito pubblico rappresenta, secondo Banca d'Italia, l'onere finanziario che lo Stato deve sostenere per disporre temporaneamente delle risorse capitali necessarie a coprire il proprio fabbisogno, remunerando gli investitori che rinunciano alla liquidità immediata acquistando titoli di Stato. La grandezza è espressa in termini percentuali con cadenza annuale. Per uno Stato, il tasso di interesse nominale richiesto dai mercati finanziari sui titoli di nuova emissione si articola in tre componenti fondamentali. La prima è il tasso di interesse reale di equilibrio: esso rappresenta il rendimento di base del capitale, determinato dal bilanciamento tra l'offerta di risparmio nazionale e la domanda complessiva di investimenti. Questo equilibrio di fondo è condizionato dal tasso di crescita dell'economia, dalla produttività, dalle scelte di consumo delle famiglie e dai trend demografici. La seconda componente è il compenso per l'inflazione attesa, il quale costituisce la quota necessaria a tutelare il potere d'acquisto delle somme prestate allo Stato contro la svalutazione monetaria nel corso della vita del titolo. La terza è il premio per il rischio, si tratta di una componente specifica che riflette l'affidabilità creditizia dello Stato e la percezione del rischio di insolvibilità o di liquidità da parte dei creditori, unitamente alla durata temporale dell'emissione. In questo elaborato si indicherà il tasso d'interesse con: $\boldsymbol{i}$.

Il tasso di crescita misura invece la variazione percentuale (in un determinato intervallo temporale, di solito un anno) di una grandezza economica o finanziaria, come il PIL, i depositi bancari o gli aggregati monetari. In questo elaborato si indicherà il tasso di crescita con: $\boldsymbol{g}$.

1.3 - IL SIGNIFICATO DI DEBITO SOSTENIBILE

1.3.1 - Liquidità e Solvibilità

La causa primaria delle instabilità e delle crisi finanziarie non risiede nell'esistenza dello stock di debito in sé, bensì nella sua sostenibilità. Per essere definito sostenibile, il debito pubblico deve soddisfare due requisiti fondamentali ma

concettualmente distinti: liquidità e solvibilità. La prima rappresenta la capacità dello Stato di reperire tempestivamente le risorse finanziarie necessarie per far fronte a tutte le uscite di breve periodo (spesa pubblica e servizio del debito, ovvero il pagamento di quote capitale e interessi in scadenza). La solvibilità invece attiene alla dimensione di medio-lungo periodo e si sostanzia nel rispetto del vincolo di bilancio intertemporale del governo. Un Paese è solvibile se il valore attuale netto dei suoi futuri avanzi primari attesi è sufficiente a coprire lo stock di debito esistente, garantendone la restituzione ai creditori.

La relazione tra questi due requisiti è complessa e non simmetrica. Sebbene la solvibilità sia la condizione imprescindibile per la stabilità di lungo termine e per il mantenimento della credibilità sui mercati, essa non garantisce automaticamente l'accesso alla liquidità. Un Paese teoricamente solvibile può trovarsi esposto a improvvise crisi di liquidità qualora i mercati rifiutino di rifinanziare i suoi titoli in scadenza. Questa distinzione assume una rilevanza cruciale nell'Eurozona, dove l'architettura istituzionale e il divieto di finanziamento monetario sancito dai trattati europei impediscono agli Stati membri di contare su un intervento automatico o incondizionato della Banca Centrale Europea (BCE) in qualità di prestatore di ultima istanza. In tale contesto, l'accesso al sostegno di liquidità della BCE, attraverso strumenti (in seguito esaminati) come le *Outright Monetary Transactions* (OMT) o il *Transmission Protection Instrument* (TPI), non è un automatismo derivante dalla solvibilità, ma è subordinato a rigide condizioni e alla valutazione della sostenibilità complessiva del debito.

1.3.2 - La condizione di Domar e il vincolo di bilancio

Per misurare la sostenibilità del debito pubblico di uno Stato non si tiene conto dello stock di debito in termini assoluti, ma già dalla metà del ‘900 si parla di sostenibilità in termini di: rapporto Debito/PIL (D_t). In questo senso è fondamentale comprendere la “definizione di Domar”: *il debito pubblico può ritenersi sostenibile solo se la sua consistenza, rapportata al PIL, tende a diminuire nel tempo, o almeno a non superare una certa soglia critica, quella in corrispondenza della quale il tasso di interesse sui titoli di Stato eccede il tasso di crescita dell’economia*. Una delle cause dell’insostenibilità del debito è sicuramente la crescita costante del D_t e quindi l’incapacità di far diminuire o mantenere costante questo rapporto. Riguardo l’entità

di un limite soglia di questo rapporto la discussione è ancora aperta: ci si chiede dunque se esista un livello intorno al quale occorra stabilizzarsi oppure basta che il suddetto rapporto non cresca, indipendentemente dalla sua consistenza percentuale. Prima di cercare di rispondere a quest'ultima domanda occorre capire come far in modo che questo rapporto non cresca, per questo è necessario introdurre con una spiegazione il già citato "vincolo di bilancio intertemporale" del governo, il quale si configura come una semplice identità contabile.

$$d_t = \underbrace{i B_{t-1}}_{\text{Spesa per Interessi}} + \underbrace{(G_t - T_t)}_{\text{Disavanzo Primario}}$$

In questa formula: d_t = disavanzo (o deficit); B_{t-1} = stock di debito pubblico alla fine dell'anno t-1; i = tasso d'interesse nominale; G_t = spesa pubblica di beni e servizi nell'anno t; T_t = imposte al netto dei trasferimenti nell'anno t. Se il Disavanzo Primario è un numero negativo, allora è detto avanzo primario ($-dp_t$).

Il tasso d'interesse *i,* come detto in precedenza, rappresenta un fattore determinante per la crescita del debito e di conseguenza per la sua sostenibilità. Questo aspetto merita di essere messo già ora in evidenza poiché sarà fondamentale per capire il meccanismo della crisi dei debiti sovrani; un'obbligazione statale (o titolo di Stato) è definita dal MEF nel seguente modo *"I titoli di Stato sono obbligazioni emesse periodicamente con lo scopo di finanziare il debito pubblico e avere il denaro sufficiente a svolgere le sue attività".* Dunque il prezzo delle obbligazioni sottosta ai meccanismi e alle regole del mercato ed è determinato secondo la regola generale della domanda e dell'offerta. In termini macroeconomici, qualora l'offerta di titoli di Stato sul mercato secondario superi la domanda da parte degli investitori, si innesca una pressione al ribasso sui prezzi dei titoli stessi. Poiché il prezzo di mercato di un'obbligazione e il suo rendimento a scadenza sono legati da una relazione inversa, la flessione delle quotazioni sui mercati secondari determina un incremento del rendimento di mercato richiesto dagli investitori. Di conseguenza, per collocare con successo le nuove emissioni sul mercato primario, lo Stato è costretto ad adeguarsi a tali condizioni marginali, offrendo tassi nominali all'emissione più elevati. In questo contesto, occorre tuttavia distinguere chiaramente il rendimento di mercato registrato dai titoli di nuova emissione dal costo medio del debito (ossia il tasso d'interesse implicito *i*) effettivamente pagato dallo Stato sull'intero stock di passività esistente.

Poiché lo stock di debito pubblico è composto da titoli con scadenze differenziate e una vita media pluriennale, l'impatto dell'aumento dei tassi sulle nuove aste si trasla solo gradualmente sul bilancio pubblico con il progressivo rinnovo dei titoli in scadenza. È proprio questo costo medio implicito riferito al totale dello stock ereditato dal passato a costituire la grandezza analitica rilevante per la legge di movimento del D_t e per la determinazione dello *snowball effect*. In altre parole, se ad esempio l'offerta sale e la domanda scende, il prezzo diminuisce e il tasso d'interesse che lo Stato dovrà pagare aumenterà, dunque sarà maggiore l'ammontare di nuovo debito.

1.3.3 - Il finanziamento monetario e lo SFA

Per esprimere il debito in termini assoluti possiamo usare a questo punto la seguente formula:

$$B_t = d_t + B_{t-1} = (1+i)B_{t-1} + dp_t$$

L'ammontare del debito nell'anno attuale è dato dal deficit sommato alla quantità di debito risultante nell'anno precedente. A questa formula è possibile aggiungere un'ultima parte: $-\Delta M$. Da un punto di vista teorico, il termine $-\Delta M$ rappresenta la quota di fabbisogno coperta tramite creazione diretta di moneta da parte della banca centrale (monetizzazione del deficit), la quale consente di finanziare la spesa pubblica senza ricorrere all'emissione di nuovi titoli di debito. Tuttavia, nell'architettura istituzionale dell'Unione Europea, l'Articolo 123 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) sancisce in modo assoluto il divieto di finanziamento monetario, precludendo agli Stati membri la possibilità di ricorrere alla variabile $-\Delta M$ per coprire i propri disavanzi. Nonostante ciò, come verrà esaminato in seguito, durante la crisi dei debiti sovrani e le successive emergenze macroeconomiche, la BCE ha introdotto programmi straordinari di acquisto di titoli sul mercato secondario (quali le OMT, il *Quantitative Easing* e il PEPP) fornendo un sostegno indiretto alla stabilità dei mercati dei debiti sovrani.

Il finanziamento monetario va distinto dallo *Stock-Flow Adjustment* (SFA). Secondo i criteri contabili ufficiali di Eurostat, l'aggiustamento stock-flussi esprime la discrepanza contabile tra la variazione annua dello stock di debito (B_t) e

l'indebitamento netto di bilancio (d_t). Lo SFA raccoglie le operazioni di natura finanziaria che modificano il debito lordo senza transitare dal conto economico (d_t), esse sono riassumibili in tre macro-categorie: variazione netta di attività finanziarie come oscillazioni dei depositi di tesoreria, erogazione di crediti o entrate da privatizzazioni; effetti di valutazione come riallineamenti del valore nominale del debito in valuta estera dovuti al tasso di cambio; discrepanze temporali e statistiche come disallineamenti tra il principio di cassa e quello di competenza economica.

1.3.4 - Le condizioni di sostenibilità del debito pubblico

Per comprendere la sostenibilità del debito pubblico è necessario parlare di quest'ultimo in proporzione al PIL, si esprime ora il vincolo di bilancio in termini relativi dividendo la precedente formula (B_t) per Y_t (il PIL al tempo t). Si ha dunque: $D_t = B_t/Y_t$, con $Y_t = (1+g)Y_{t-1}$.

Si ottiene, effettuando gli opportuni calcoli e le opportune semplificazioni, la seguente equazione: l'equazione di moto del rapporto debito/PIL.

$$D_t = \frac{(1+i)}{(1+g)} D_{t-1} + \frac{dp_t}{Y_t}$$

Sulla base di questa equazione, per valutare la sostenibilità di un debito pubblico si prendono in esame due principali e distinte dimensioni: una dimensione teorica di lungo periodo e una dimensione operativa di breve-medio periodo. Un debito pubblico si definisce teoricamente sostenibile nel lungo periodo se rispetta il vincolo di bilancio intertemporale dello Stato, questo implica che il valore attuale netto dei futuri avanzi primari sia sufficiente a coprire lo stock di debito iniziale, escludendo l'adozione di schemi di rimborso all'infinito tramite nuovo indebitamento. In termini analitici, la sostenibilità richiede che il D_t non segua una traiettoria divergente o esplosiva nel tempo. Invece nel breve periodo la condizione per cui la variazione annua del rapporto debito/PIL risulta nulla o negativa rappresenta un requisito di stabilizzazione (o di aggiustamento fiscale di breve periodo). Possiamo formulare questa seconda circostanza come $D_t \leq D_{t-1}$. Quindi, con gli opportuni calcoli, si ottiene:

$$-dp_t \geq (i-g)B_{t-1}$$

In altri termini, l'avanzo primario ($-dp_t$) deve essere sufficiente a coprire la quota dell'onere per interessi non riassorbita dalla crescita del PIL. Qualora il tasso di interesse nominale superi il tasso di crescita nominale $(i > g)$, la stabilizzazione del rapporto richiede necessariamente un avanzo primario positivo; al contrario, se il tasso di crescita eccede il tasso di interesse $(g > i)$, la dinamica del D_t tende a ridursi spontaneamente, consentendo al bilancio pubblico di tollerare un moderato disavanzo primario senza compromettere la stabilità dello stock.

In conclusione si può dunque affermare che considerare quest'ultima condizione come un criterio assoluto di sostenibilità sarebbe tuttavia un'ipotesi troppo restrittiva: un Paese può registrare temporanei incrementi del D_t (ad es. durante fasi di recessione o crisi sistemiche) senza per questo compromettere la propria sostenibilità di lungo periodo, a patto che il percorso sia riassorbito da futuri avanzi primari o da una ripresa del tasso di crescita g.

1.3.5 - Gli effetti dell'inflazione sulla sostenibilità del debito

L'inflazione gioca un ruolo di primaria importanza nella dinamica di sostenibilità della finanza pubblica. Sebbene in un modello teorico ideale l'inflazione possa risultare neutrale sul rapporto Debito/PIL, la realtà dei mercati finanziari smentisce questa neutralità. In via teorica, l'inflazione non eserciterebbe alcun effetto sulla riduzione del D_t solo al verificarsi di tre condizioni concomitanti: l'indicizzazione totale dell'intero stock di debito all'inflazione effettiva; una struttura per scadenza esclusivamente a breve termine, tale da consentire il rinnovo del debito allo stesso ritmo delle variazioni dei prezzi; la perfetta capacità previsionale degli investitori nel determinare tassi d'interesse nominali che incorporino istantaneamente l'inflazione futura. Nella realtà economica tali ipotesi non si verificano mai simultaneamente. Di conseguenza, un'inflazione inattesa (π_t) esercita un impatto favorevole sulla sostenibilità, riducendo il D_t qualora il debito sia prevalentemente nominale, a tasso fisso e a medio-lungo termine. In questo scenario, i tassi di interesse nominali fissati al momento dell'emissione non si adeguano immediatamente al nuovo livello generale dei prezzi, determinando un alleggerimento del carico reale del debito ereditato dal passato.

Per analizzare questo meccanismo occorre passare dalla formulazione nominale a quella in termini reali dividendo la formula precedente per l'indice generale dei prezzi (P_t). Le due nuove grandezze in gioco sono ora il tasso d'interesse reale r e il tasso di crescita reale del PIL g_R. Definite entrambe tramite la relazione con il tasso d'inflazione π_t : $\boldsymbol{r_t} = i_t - \pi_t$ e $\boldsymbol{g_{R,t}} = g_t - \pi_t$. Sostituendo le seguenti grandezze reali nella condizione di stabilizzazione del debito (formula precedente) e effettuando delle semplificazioni, ne otteniamo la seguente versione approssimata (adatta quando i valori dei tassi sono contenuti): $-dp_t \geq (r_t - g_{R,t})B_{t-1}$. A fronte di uno shock inflazionistico inatteso, la crescita nominale del PIL aumenta immediatamente per l'effetto prezzo, mentre il tasso medio sul debito si adegua solo gradualmente con il rinnovo delle scadenze. Avviene così una temporanea flessione del tasso reale sul debito preesistente, riducendo il differenziale e alleggerendo l'avanzo primario richiesto per stabilizzare o ridurre lo stock di debito. Sebbene le evidenze storiche dimostrino che l'inflazione inattesa contribuisca al consolidamento e alla stabilizzazione del debito nelle fasi d'impatto iniziali, tale effetto positivo tende gradualmente a esaurirsi e a invertirsi nel tempo. Con il progressivo rinnovo dei titoli in scadenza, i mercati finanziari incorporano le nuove aspettative inflazionistiche richiedendo tassi d'interesse nominali i più elevati; questo nuovo adeguamento dei rendimenti verso l'alto genera un incremento strutturale del costo delle nuove emissioni, che si traduce in un maggior peso degli interessi passivi sul bilancio dello Stato e in un azzeramento del vantaggio fiscale iniziale. Il grafico *(Fig. 1.1)* dell'Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani illustra proprio questa dinamica nel caso dell'Italia: lo shock inflativo contribuisce a ridurre il D_t nelle fasi iniziali, ma spinge gradualmente al rialzo il d_t a causa del maggior peso della spesa per interessi.

1.3.6 - Disavanzo operativo e scenari di stabilità del rapporto Debito/PIL

Per ovviare alle distorsioni contabili causate dai picchi inflazionistici, la letteratura di finanza pubblica suggerisce l'adozione del disavanzo operativo, ovvero del saldo di bilancio depurato dalla quota di spesa per interessi che compensa i creditori per l'erosione del potere d'acquisto. Il disavanzo operativo esprime quindi la reale postura fiscale del governo, evitando di scambiare l'incremento puramente nominale della spesa per interessi (causato dall'inflazione) per un peggioramento strutturale dei

conti pubblici. Tale impostazione analitica trova un solido fondamento teorico nei lavori pionieristici di Tanzi e Blejer (1987) per il Fondo Monetario Internazionale, trovando poi continuità nei contributi di Barro (1979) e Blanchard (1990) relativi alla corretta misurazione del vincolo di bilancio dello Stato in termini reali. La condizione di stabilizzazione del debito in termini reali si formalizza come: $-dp_t \geq (r_t - g_{R,t})\, B_{t-1}$.

Sulla base di tale relazione, l'avanzo primario minimo necessario che lo Stato deve garantire per stabilizzare o ridurre il rapporto Debito/PIL è strettamente vincolato dal differenziale reale: se $g_R > r$ il differenziale è favorevole, in questo scenario lo Stato può permettersi di mantenere un disavanzo primario senza compromettere la stabilità del debito. Invece nel caso in cui $g_R < r$ il differenziale è sfavorevole, per evitare una traiettoria esplosiva del debito, lo Stato è obbligato a generare un avanzo primario sufficientemente elevato. Dal punto di vista analitico si possono individuare 4 scenari graficamente rappresentabili che esprimono la dinamica del debito:

A. Disavanzo primario e $g_R > r$ (condizione di Domar), *(Fig. 1.2)*: con inclinazione minore di 1 e intercetta positiva, la crescita reale superiore al tasso di interesse reale neutralizza il disavanzo primario. Qualsiasi sia il debito di partenza, D_t converge spontaneamente verso un valore stazionario di equilibrio.
B. Disavanzo primario e $g_R < r$, *(Fig. 1.3)*: con inclinazione maggiore di 1 e intercetta positiva, l'effetto combinato del disavanzo e di un costo del debito superiore alla crescita innesca una dinamica instabile. Indipendentemente dal livello iniziale, D_t segue una traiettoria divergente ed esplosiva.
C. Avanzo primario e $g_R < r$, *(Fig. 1.4)*: con inclinazione maggiore di 1 e intercetta negativa, il sistema presenta instabilità. La traiettoria dipende dalla soglia dell'avanzo: se il surplus è sufficientemente elevato supera il costo del debito e lo riduce, altrimenti prevale l'effetto "palla di neve" *(snowball effect)* innescando una dinamica esplosiva.
D. Avanzo primario e $g_R > r$, *(Fig. 1.5)*: con inclinazione minore di 1 e intercetta negativa, rappresenta la condizione di massima stabilità del sistema. La crescita superiore al tasso reale unita all'avanzo primario garantisce che, da

qualsiasi livello di partenza, D_t converga rapidamente verso uno stato stazionario sostenibile.

Fig. 1.1: *Simulazioni dell'effetto di uno shock inflativo su debito e deficit italiani.*

Fonte: Elaborazione OCPI su dati DEF 2021 e MEF.

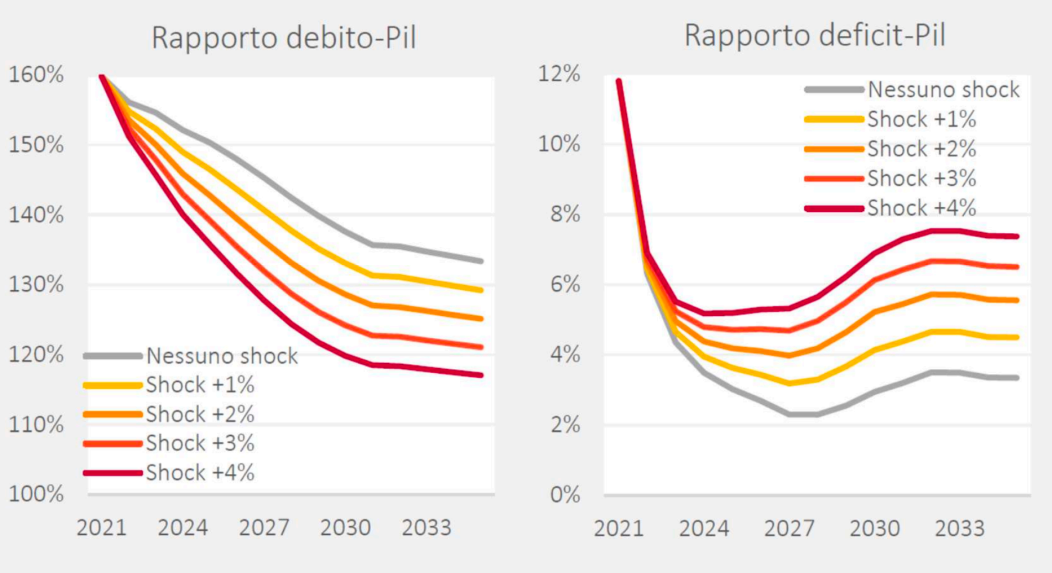


Fig. 1.2-5: *Dinamica e stabilità del rapporto debito/PIL (i 4 scenari).*

Fonte: Adattato da Blanchard O., Amighini A., Giavazzi F., Macroeconomia (2020).

fig. 1.2

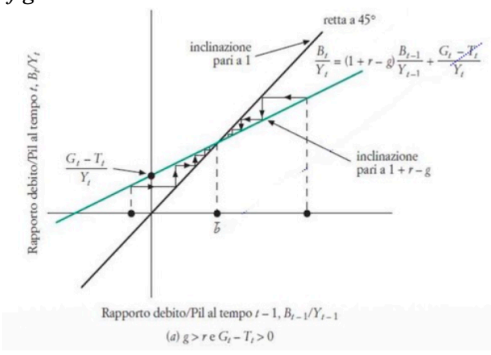


fig. 1.3

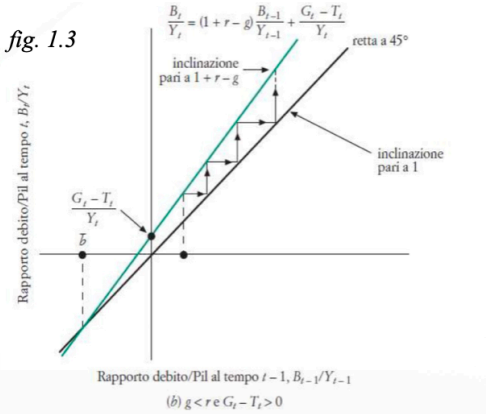


fig. 1.4

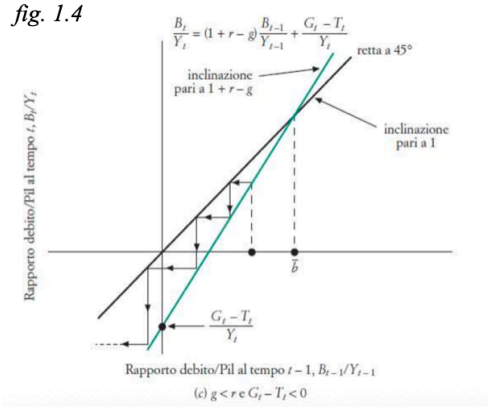
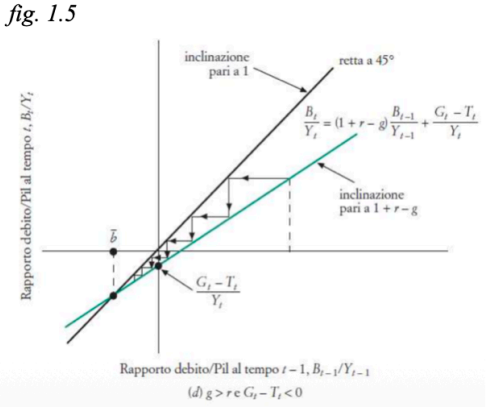


fig. 1.5



1.4 - LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO SECONDO L'UNIONE EUROPEA

1.4.1 - I criteri di Maastricht

In Europa (EU) la sostenibilità del debito e la disciplina fiscale degli Stati membri sono normate secondo le regole dettate dai trattati sul funzionamento dell'unione europea (TFUE). In particolare il Trattato sull'Unione Europea, denominato Trattato di Maastricht dal nome della cittadina olandese in cui fu sottoscritto nel febbraio 1992, istituisce l'Unione Europea, con questo ha anche stabilito i fondamenti dell'unione economica monetaria (UEM). Oltre a criteri di convergenza per entrare a far parte dell'UEM, fissa appunto requisiti di finanza pubblica (o disciplina fiscale) che gli Stati membri devono rispettare anche una volta entrati nell'unione. Il trattato impone dei parametri per la sostenibilità del debito degli stati membri, oggi l'articolo che norma ciò è l'art.126 del TFUE ai paragrafi 1 e 2. Il testo stabilisce che: *gli Stati membri devono evitare disavanzi pubblici eccessivi; la commissione europea sorveglia la situazione di bilancio e l'entità del debito pubblico negli Stati membri, al fine di individuare errori rilevanti*. Per fare questo si basa su due criteri principali: il rapporto tra il disavanzo pubblico e il PIL non deve superare il 3% e il rapporto tra il debito pubblico e il PIL non deve superare il 60%. (Questi due valori di riferimento sono stati scelti arbitrariamente). Eccezioni a tali valori sono ammesse solo se il disavanzo è temporaneo, in riduzione, o se il debito si sta avvicinando al valore di riferimento a un ritmo adeguato.

Negli anni 2000, l'introduzione dell'Euro ha reso il rispetto dei cd. criteri di convergenza pressoché automatico. Al contrario, i vincoli di finanza pubblica si sono rivelati complessi da mantenere, esponendosi a problemi di "*moral hazard*" e rivelandosi spesso troppo ambiziosi per i diversi contesti macroeconomici nazionali. Ciò ha determinato un incremento delle procedure per deficit eccessivo: articolate in avvertimento, raccomandazione e sanzione; e l'applicazione delle clausole di deroga previste dal Patto di Stabilità e Crescita in caso di forti contrazioni del PIL.

1.4.2 - Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) e le recenti riforme

L'esplosione della crisi finanziaria del 2008-2009 e la successiva crisi dei debiti sovrani dell'area euro (2010-2011) hanno mostrato i limiti strutturali dell'originale PSC. Le riforme immediatamente successive a tali eventi, pur rafforzando i

meccanismi di vigilanza preventiva e correttiva, avevano mantenuto inalterati i parametri numerici di fondo e l'impostazione per cui la disciplina di bilancio restava un dovere essenzialmente individuale di ciascuno Stato membro. L'architettura della governance fiscale e finanziaria dell'UE ha tuttavia conosciuto un'evoluzione sostanziale, superando l'impostazione tradizionale sotto due profili fondamentali. In primo luogo ha compiuto un salto di qualità con il definitivo superamento del paradigma di un'UE priva di debito sovranazionale strutturale: l'emissione di titoli di Stato europei a sostegno dei programmi SURE e soprattutto NextGenerationEU (NGEU) ha infatti segnato una svolta storica per volume e finalità operative, per la prima volta la Commissione Europea è intervenuta sui mercati dei capitali con emissioni congiunte di grande scala, garantite dal bilancio dell'UE e destinate non solo a concedere prestiti, ma anche a erogare trasferimenti a fondo perduto per finanziare riforme e investimenti strategici all'interno dei Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza (PNRR) degli Stati membri. In secondo luogo, con la Riforma della Governance Economica approvata nell'aprile 2024 da Parlamento Europeo e Consiglio, il quadro normativo è stato strutturalmente rinnovato. Pur confermando i parametri di riferimento fissati a Maastricht sul disavanzo e sul debito, la disciplina definisce un approccio differenziato (*country-tailored*) e fondato sulla sostenibilità di medio periodo, articolandosi su due bracci principali: preventivo e correttivo. Il braccio preventivo implica che la Commissione elabori una traiettoria di riferimento guidata dall'Analisi di Sostenibilità del Debito (DSA) per gli Stati che superino le soglie di Maastricht; su questa base, i singoli governi presentano piani strutturali nazionali di bilancio di durata quadriennale o quinquennale, estendibili a 7 anni a fronte di impegni di investimento strategico. Il perno operativo dell'intero sistema diventa l'indicatore della spesa netta, che sostituisce il saldo strutturale ed esclude dalla spesa aggregata: la spesa per interessi, l'effetto delle misure discrezionali sulle entrate, la spesa per programmi dell'Unione interamente finanziata da fondi UE, il cofinanziamento nazionale dei programmi finanziati dall'Unione, le componenti cicliche della spesa per sussidi di disoccupazione e le misure una tantum o temporanee. Invece il braccio correttivo (*Excessive Deficit Procedure* - EDP), formalizzato nella Procedura per Disavanzi Eccessivi (Regolamento UE 2024/1264; Commissione Europea, 2024), individua le modalità d'intervento al verificarsi di violazioni dei parametri di bilancio o di deviazioni dai piani concordati. In caso di

superamento della soglia del disavanzo del 3% del PIL, la normativa impone una correzione minima del saldo strutturale pari ad almeno lo 0,5% annuo del PIL. Parallelamente, per gli Stati con un rapporto debito/PIL superiore al 60%, l'avvio della procedura si lega al rispetto della traiettoria di spesa netta. Gli scostamenti da tale percorso vengono registrati all'interno di un conto di controllo gestito dalla Commissione (Regolamento UE 2024/1263); il raggiungimento di deviazioni superiori allo 0,3% del PIL su base annua o allo 0,6% in termini cumulati è uno degli elementi sulla base dei quali viene avviata la valutazione per l'apertura della relativa procedura, vincolando poi lo Stato al rientro verso la traiettoria concordata.

Come illustrato nella tabella *(Tab. 1.1)*, l'evoluzione del D_t nei Paesi dell'area euro e dell'Unione Europea nel periodo 1998-2022 evidenzia chiaramente gli impatti delle grandi crisi sistemiche. Si notino, in particolare, i marcati incrementi registrati tra il 2009 e il 2012 a cavallo della crisi dei debiti sovrani europei, con l'Italia che passa dal 116,6% al 126,5%, e il successivo picco del 2021 causato dall'emergenza pandemica.

Tab. 1.1: *Debito pubblico in rapporto al PIL: area dell'euro e UE (1998-2022).*

Fonte**:** R. Dornbusch, S. Fischer, R. Startz, *Macroeconomia*, XIII ed., Milano, McGraw-Hill, 2024, Cap. 10 (adattato da database AMECO, 2023).

Paese	1998	2009	2012	2016	2018	2019	2021	2022
Austria	63.9	79.9	81.9	82.8	74.1	70.6	82.3	78.4
Belgio	119.2	100.2	104.8	105.0	99.9	97.6	109.1	105.1
Cipro	55.7	54.3	80.1	103.2	98.6	90.8	101.2	86.5
Estonia	5.9	7.2	9.8	10.0	8.2	8.5	17.6	18.4
Finlandia	46.8	44.1	57.7	68.0	64.8	64.9	72.6	73.0
Francia	61.3	83.0	90.6	98.0	97.8	97.4	112.9	111.6
Germania	59.5	73.2	80.7	69.0	61.9	59.6	69.3	66.3
Grecia	97.4	126.7	162.0	180.5	186.4	180.6	194.6	171.3
Irlanda	51.4	61.8	119.6	74.3	63.0	57.0	55.4	44.7
Italia	114.1	116.6	126.5	134.8	134.4	134.1	149.9	144.4
Lettonia	9.0	37.0	42.4	40.3	37.0	36.5	43.7	40.8
Lituania	16.5	28.0	39.7	39.7	33.7	35.8	43.7	38.4
Lussemburgo	9.1	15.3	20.9	19.6	20.9	22.4	24.5	24.6
Malta	50.7	66.3	66.6	54.7	43.7	40.3	55.1	53.4
Paesi Bassi	62.8	56.8	66.2	61.9	52.4	48.5	52.5	51.0
Portogallo	55.6	87.8	129.0	131.5	121.5	116.6	125.4	113.9
Slovacchia	33.9	36.4	51.7	52.3	49.4	48.0	61.0	57.8
Slovenia	22.7	34.5	53.6	78.5	70.3	65.4	74.5	69.9
Spagna	62.3	53.3	90.0	102.7	100.4	98.2	118.3	113.2
Area euro	72.4	80.1	92.9	92.5	88.1	85.9	97.2	93.1
Bulgaria	67.5	13.7	16.6	29.1	22.1	20.0	23.9	22.9
Croazia	22.6	48.2	69.2	79.7	73.2	71.0	78.4	68.4
Danimarca	61.8	40.2	44.9	37.2	34.0	33.7	36.7	30.1
Polonia	38.4	49.8	54.8	54.5	48.7	45.7	53.6	49.1
Cechia	14.0	33.4	44.2	36.6	32.1	30.0	42.0	44.1
Romania	16.8	21.8	35.4	37.9	34.5	35.1	48.6	47.3
Svezia	65.8	40.7	37.5	42.3	39.5	35.5	36.5	33.0
Ungheria	60.5	78.0	78.2	74.9	69.1	65.3	76.6	73.3
Unione Europea	70.1	75.7	86.7	86.2	81.5	79.3	89.5	85.3

1.5 - I "VERI" PARAMETRI PER UN DEBITO SOSTENIBILE

1.5.1 - L'arbitrarietà delle soglie numeriche e i limiti degli indicatori tradizionali

Sebbene l'obiettivo della sostenibilità del debito sia ampiamente condiviso, le opinioni divergono sulle strategie da adottare. I parametri di Maastricht non sono assoluti, ma sono valori fissati arbitrariamente dalla politica, difatti la validità concettuale e operativa dei parametri stabiliti dai trattati europei rimane oggetto di un profondo dibattito teorico. Si discute principalmente su due punti. Il primo è l'arbitrarietà delle soglie numeriche, infatti il limite del 60% nel D_t manca di una solida giustificazione teorica univoca. Il secondo sono i limiti degli indicatori tradizionali: i soli saldi di debito e deficit non riflettono appieno il reale rischio di insolvibilità di un Paese. Una valutazione esaustiva della vulnerabilità finanziaria richiede di considerare ulteriori variabili strutturali, tra queste figura il debito privato, la cui evoluzione incide direttamente sulla stabilità complessiva del sistema bancario e finanziario; debito lordo e debito netto: il debito netto non è altro che la differenza tra il debito lordo e le attività finanziare pubbliche, ovvero le attività finanziarie liquide e negoziabili detenute dal settore pubblico (come riserve valutarie, depositi di tesoreria, titoli detenuti dallo Stato, crediti esigibili e quote societarie). Infatti la presenza di un consistente patrimonio pubblico riduce la vulnerabilità complessiva dello Stato. Altre variabili sono inoltre la capacità di prelievo fiscale, ovvero il livello del gettito altera la percezione di rischio, offrendo interpretazioni opposte sulla capacità di reazione a shock finanziari; e la posizione finanziaria netta sull'estero, infatti un'elevata quota di debito detenuta da creditori esteri accentua la fragilità del Paese rispetto alle fluttuazioni dei mercati internazionali. L'immagine *(Fig. 1.6)* seguente offre una visione complessiva di chi sono i principali detentori del debito pubblico nei vari Paesi dell'Eurozona.

1.5.2 - D_t e il caso del Giappone, altri parametri da tenere in considerazione

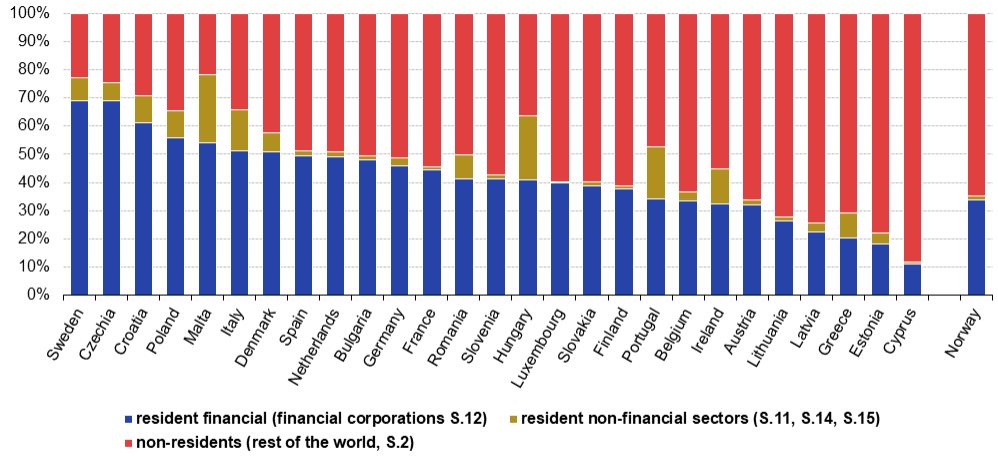
Non è sufficiente un D_t difforme dalle soglie di Maastricht per decretare l'insostenibilità delle finanze pubbliche; contano in modo determinante la struttura del passivo e le variabili di contesto macroeconomico. L'esperienza empirica mostra come alcuni Paesi mantengano un debito sostenibile (privo di crisi di insolvibilità o impennate dei tassi) pur violando ampiamente i parametri europei. L'esempio

paradigmatico è il Giappone, il cui D_t lordo si attesta su livelli superiori al 230% (IMF, 2024). Nonostante ciò, la sostenibilità del debito nipponico si regge su una combinazione favorevole di fattori strutturali e istituzionali, sintetizzabili in quattro pilastri principali. Il primo è il ruolo istituzionale della Bank of Japan, la quale pur avendo avviato a partire dal marzo 2024 un graduale processo di normalizzazione monetaria, detiene tuttora circa la metà dei titoli di Stato in circolazione (Bank of Japan, 2024). La rilevante presenza della banca centrale sul mercato secondario continua a esercitare una funzione di calmiere sui rendimenti a lungo termine, contenendo l'onere medio per interessi a carico del bilancio pubblico. Il secondo riguarda il credito estero netto e posizione finanziaria, infatti lo Stato si conferma stabilmente tra i principali creditori netti su scala globale in termini di *Net International Investment Position* (Ministry of Finance Japan, 2024), un fattore di forza macroeconomica che garantisce un solido cuscinetto di protezione contro eventuali tensioni sui mercati finanziari internazionali. Il terzo riguarda il patrimonio pubblico e debito netto, infatti l'ampia dotazione di asset e attività finanziarie direttamente o indirettamente riconducibili al settore pubblico riduce l'esposizione reale del Paese, portando il rapporto debito/PIL netto a livelli significativamente inferiori rispetto al dato lordo, attestandosi attorno al 140-150% del PIL (OECD, 2024). Infine è rilevante la prevalenza della detenzione domestica: la quota preponderante dello stock complessivo è storicamente detenuta da risparmiatori, investitori istituzionali e intermediari finanziari residenti, unitamente alla banca centrale (Bank of Japan, 2024). Questa elevata componente interna attenua, pur senza annullarlo del tutto, il rischio di repentine fughe di capitale e riduce la vulnerabilità dell'emittente sovrano ad attacchi speculativi di matrice estera.

Prendendo ora in considerazione quest'ultimo pilastro e rivolgendo di nuovo lo sguardo all'Europa, il grafico *(Fig. 1.6)* evidenzia una marcata eterogeneità nella struttura dei detentori del debito: paesi come Cipro, Estonia, Grecia e Lettonia presentano la quota più elevata di debito in mano a non residenti (in rosso), risultando teoricamente più esposti alla volatilità dei mercati internazionali. Invece Svezia, Cechia e Croazia mostrano una dominante presenza del settore finanziario domestico (in blu). L'Italia registra una composizione bilanciata, con oltre il 50% detenuto dal settore finanziario residente e una quota significativa detenuta da

famiglie e imprese nazionali (in oro), elemento che contribuisce a stabilizzare la domanda di titoli di Stato.

Fig. 1.6: *Struttura del debito pubblico per settore di detenzione in Europa (2025).*
Fonte: Eurostat, General government gross debt by sector of debt holder.



1.5.3 - Lo studio di Reinhart e Rogoff e le conseguenti critiche

I dati di finanza pubblica mostrano come i Paesi con il maggiore livello di debito nominale lordo siano spesso tra le principali economie mondiali. Gli USA e la Cina figurano al vertice di questa classifica, registrando rispettivamente circa 38,3 trilioni e 18,7 trilioni di dollari di passività pubbliche complessive (IMF, 2024). Tale evidenza conferma come l'ammontare assoluto del debito non costituisca un indicatore esaustivo di fragilità, dovendo essere necessariamente valutato in rapporto al PIL, alle prospettive di crescita e alla struttura complessiva dell'economia. Il nocciolo della sostenibilità risiede nella capacità del disavanzo di generare sviluppo economico reale, suggerendo una distinzione di natura economica tra due tipologie di deficit: "buono": destinato al finanziamento di investimenti pubblici ad alto rendimento marginale capaci di espandere la capacità produttiva e migliorare nel tempo la sostenibilità fiscale; "cattivo": utilizzato per coprire spesa corrente o trasferimenti improduttivi, i quali generano passività permanenti senza incrementare il PIL potenziale. Nel tentativo di verificare l'esistenza di un valore critico oltre il quale l'indebitamento possa ostacolare lo sviluppo economico, un filone della letteratura ha cercato di individuare empiricamente eventuali effetti non lineari. Il punto di svolta di questo dibattito è rappresentato dal lavoro di Reinhart e Rogoff (2010), i quali ipotizzarono che un D_t superiore alla soglia del 90% fosse associato a

una netta decelerazione della crescita *(g)*. Pur non costituendo un modello teorico causale, tale evidenza empirica esercitò una notevole influenza nel dibattito politico e nelle scelte di consolidamento fiscale dell'Eurozona nella fase post-crisi. Il contributo di Reinhart e Rogoff è stato tuttavia oggetto di severe critiche metodologiche (Herndon, Ash e Pollin, 2014), che ne hanno evidenziato errori di calcolo, selezioni arbitrarie dei dati e pesature improprie nei dati panel. I successivi sviluppi della letteratura specialistica (tra cui Checherita e Rother, 2012; Kumar e Woo, 2010; Baum, Checherita-Westphal e Rother, 2013; Bella e Di Sanzo, 2013) hanno offerto un quadro decisamente più eterogeneo e sfaccettato. Sebbene diversi studi a soglia suggeriscano che in presenza di livelli di indebitamento elevati la relazione tra debito e crescita tenda a diventare negativa, la dottrina concorda sul fatto che non sia possibile identificare un valore soglia unico o valido per tutti i Paesi. Uno dei nodi centrali del dibattito riguarda i problemi di endogeneità e causalità inversa: risulta estremamente complesso isolare se sia l'accumulo di debito a deprimere la crescita o se, al contrario, siano le fasi di prolungata stagnazione economica a far salire passivamente il D_t al denominatore. Inoltre, anche le stime quantitative più puntuali presenti in letteratura, come quella ipotizzata da Cecchetti, Mohanty e Zampolli (2011), secondo cui un incremento di 10 punti del rapporto debito/PIL oltre determinate soglie potrebbe ridurre la crescita potenziale di circa 0,1-0,2 punti percentuali (fino a stime estreme di 0,7 punti in specifici contesti) vanno interpretate con grande cautela. Si tratta infatti di correlazioni empiriche condizionate dai singoli campioni d'analisi e caratterizzate da un'elevata variabilità a seconda delle istituzioni di mercato, della moneta di emissione e della struttura del debito di ciascun Paese.

1.5.4 - La natura endogena delle variabili macroeconomiche

L'individuazione di un target rigido per il D_t è resa complessa dalla natura endogena delle variabili macroeconomiche. L'accumulo di nuovo disavanzo altera l'equilibrio generale determinando due effetti simultanei: spinge al rialzo r e rallenta g_R, peggiorando il contesto di solvibilità dello Stato. Analizzando i canali di trasmissione della politica fiscale nell'UEM, lo studio di Riccardo Faini (*"Fiscal Policy and Interest Rates in Europe"*, 2006) dimostra empiricamente come l'espansione del deficit in un singolo Paese membro generi un doppio effetto sui tassi: da un lato incrementa lo spread specifico di quel Paese per il maggior rischio di credito

percepito; dall'altro produce un rilevante effetto di *spillover* (quantitativamente più significativo del primo), alzando il livello generale dei tassi d'interesse dell'intera area euro. Tale evidenza fornisce la fondamentale giustificazione teorica per l'adozione di regole di bilancio comuni (come il PSC), necessarie a evitare che l'indisciplina fiscale di un singolo Stato scarichi esternalità negative sul costo del finanziamento degli altri Paesi partner. Per valutare la sostenibilità e l'impatto di tali dinamiche, la letteratura ricorre a due indicatori analitici fondamentali: MFC e MCF. Il Costo Fiscale Marginale del Debito (MFC), che misura le risorse necessarie a stabilizzare il D_t a fronte di un euro in più di deficit; quando MFC > 1, l'aumento dei tassi d'interesse (Faini, 2006) e il calo della crescita dovuto agli effetti di soglia (Bella e Di Sanzo, 2013) impongono uno sforzo di rientro futuro più che proporzionale rispetto al disavanzo iniziale. Il Costo Marginale dei Fondi Pubblici (MCF) misura la perdita di efficienza economica causata dal prelievo fiscale. Applicando il modello EUROMOD al sistema italiano, Figari, Gandullia e Lezzi (2018) evidenziano un MCF > 1 calcolato sia sulla decisione di lavorare sia sul numero di ore lavorate. Ciò dimostra che coprire il debito con nuove tasse genera elevati costi indiretti, disincentivando l'occupazione.

1.5.5 - Alternative al consolidamento tradizionale e fragilità dei conti pubblici

Qualora un livello di debito elevato imponga la generazione di avanzi primari ampi e prolungati, l'adozione di politiche fiscali restrittive rischia di soffocare la crescita potenziale. Le opzioni alternative al consolidamento tradizionale presentano tuttavia severe criticità e precisi vincoli normativi: la monetizzazione del debito genera forti rischi inflazionistici ed è espressamente vietata nell'Eurozona, come visto in precedenza; la vendita di asset pubblici (SFA) trova un limite nella ridotta liquidità del patrimonio statale e nella complessità delle valutazioni di mercato; la ristrutturazione del debito (o default) comprometterebbe la credibilità creditizia dello Stato, innescando fughe di capitali e instabilità finanziaria sistemica. La crisi dei debiti sovrani che ha colpito l'Eurozona nel 2011 ha evidenziato con drammatica chiarezza queste fragilità strutturali. Tali avvenimenti hanno dimostrato la rapidità con cui possono incrinarsi gli equilibri macroeconomici, la fiducia degli investitori e i presupposti analitici sui quali si era fino ad allora fondata la valutazione di sostenibilità delle finanze pubbliche nei singoli Stati membri.

CAPITOLO 2

LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI DEL 2011: ORIGINI, MECCANISMI DI TRASMISSIONE E IMPATTO SULL'EUROZONA

2.1 - DALLA CRISI FINANZIARIA GLOBALE ALLA CRISI DEI DEBITI SOVRANI EUROPEI

La crisi dei debiti sovrani che ha travolto l'Eurozona a partire dal 2010-2011 rappresenta la manifestazione delle vulnerabilità strutturali dell'UEM sotto la spinta dello shock finanziario globale originatosi negli Stati Uniti nel biennio 2007-2008 con la *Global Financial Crisis* (GFC). La trasmissione del panico finanziario causato dai mutui *subprime* al settore bancario europeo ha innescato una severa contrazione del credito e una profonda recessione reale nell'area dell'euro. Elemento centrale del meccanismo di trasmissione sono gli *Asset-Backed Securities* (ABS): si tratta di titoli finanziari emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione. Attraverso una società veicolo, crediti non liquidi capaci di generare flussi di cassa (es. mutui, prestiti o leasing) vengono "impacchettati" e trasformati in obbligazioni negoziabili sul mercato. Nella crisi del 2007-2008, l'esposizione degli istituti europei agli ABS statunitensi, che incorporavano mutui ad alto rischio (*subprime*), ha trasferito l'insolvenza dei debitori americani nei bilanci delle banche europee, determinando massicce svalutazioni e il congelamento della liquidità interbancaria.

Come emerso dall'analisi teorica nel precedente capitolo, l'andamento del debito pubblico non può essere valutato unicamente guardando ai dati aggregati. Infatti alla vigilia della crisi (1999-2007), l'Eurozona mostrava nel suo complesso un rapporto debito/PIL sostenibile e comparabile a quello statunitense *(Tab. 1.1)*. Tuttavia, al suo interno si accumulavano profondi squilibri macroeconomici di natura privata e commerciale. L'azzeramento dei premi per il rischio sovrano dopo l'adozione della moneta unica ha alimentato ingenti flussi di capitale dai Paesi del "centro" (Germania, Paesi Bassi) verso la "periferia" (Spagna, Irlanda, Grecia, Portogallo e Italia - cd. PIIGS). In Paesi come la Spagna e l'Irlanda, questi flussi non sono andati a finanziare la spesa pubblica, bensì l'indebitamento del settore privato e bolle nel settore immobiliare; ciò è stato la causa di una forte pressione creditizia e di bolle speculative. Inoltre i differenziali d'inflazione e la diversa dinamica del costo unitario

del lavoro hanno generato un forte apprezzamento del tasso di cambio reale nei Paesi periferici, conducendo a sistematici disavanzi nei saldi con l'estero e a un continuo accumulo di debito estero netto, questo ha portato a una divergenza di competitività e disavanzi con l'estero. Con lo scoppio della crisi finanziaria del 2008, i governi europei sono dovuti intervenire massicciamente a sostegno dei rispettivi sistemi bancari per prevenirne il collasso sistemico. Questo processo di socializzazione delle perdite private, unito al funzionamento degli stabilizzatori automatici e al calo del PIL, ha trasformato repentinamente la crisi di liquidità privata in una conclamata crisi della finanza pubblica.

2.2 - I FATTORI DETERMINANTI DELLA CRISI E LA DINAMICA DEL CASO GRECO

2.2.1 - I fattori determinanti

Nel quadro della dinamica del debito analizzata nel Capitolo 1, la condizione di sostenibilità e stabilità del rapporto debito/PIL richiede il rispetto della seguente disuguaglianza: $-dp_t \geq (r_t - g_{R,t})\, B_{t-1}$.

Si ricorda che affinché la ΔD_t non sia positiva, lo Stato deve generare un avanzo primario almeno pari al differenziale tra tasso d'interesse reale e tasso di crescita reale, ponderato sul debito pregresso. Nell'Eurozona del post 2008, la concomitante esplosione del costo dell'indebitamento e il crollo della crescita reale e dell'inflazione, in presenza di un deterioramento dei saldi primari, hanno reso impossibile il soddisfacimento di tale condizione innescando una dinamica divergente e instabile del debito nei Paesi periferici. I mercati finanziari riprezzarono istantaneamente il rischio, estendendo la percezione di vulnerabilità agli altri Paesi dell'Eurozona accomunati da elevati debiti e fragilità esterne. Sotto il profilo analitico, la crisi ha evidenziato le criticità dell'architettura dell'UEM. In particolare due aspetti: l'assenza di un prestatore di ultima istanza e l'impossibilità di svalutazione nominale. Come evidenziato dalla letteratura (De Grauwe, 2011; Aguiar e Amador, 2013), i Paesi dell'area euro emettono debito in una moneta su cui non mantengono il controllo della banca centrale nazionale. Privi di una garanzia esplicita di riacquisto del debito da parte della BCE in caso di panico, tali Paesi sono rimasti vulnerabili a crisi di liquidità che, alimentate da profezie auto-avveranti ed

equilibri multipli, sono sfociate in vere e proprie crisi di insolvenza. Inoltre l'assenza della leva del cambio nominale, tipico meccanismo di assorbimento degli shock asimmetrici nelle aree monetarie ottimali, ha costretto i Paesi membri ad affidarsi unicamente a processi di "svalutazione interna" (compressione di prezzi e salari). Ciò ha amplificato gli effetti recessivi sul PIL nominale *(g)*, acuendo il D_t anziché ridurlo.

2.2.2 - La dinamica del caso Greco

La combinazione tra le fragilità strutturali dell'UEM e l'instabilità dell'equazione del debito ha trovato il suo elemento d'innesco nella crisi greca dell'ottobre 2009. Il neoeletto governo Papandreou rivelò che il disavanzo pubblico per il 2009 non si attestava al 6,0% del PIL, come stimato in precedenza, ma superava il 12,7% (dato successivamente rivisto al rialzo fino al 15,4% da Eurostat). Il disvelamento di gravi e prolungate irregolarità contabili e la conseguente perdita di credibilità delle statistiche ufficiali, sommati a uno stock di debito pubblico strutturalmente superiore al 120% del PIL *(Tab. 1.1)*, provocarono l'immediato azzeramento della fiducia degli investitori e delle agenzie di rating (es. Standard & Poor's, Moody's) nella sostenibilità finanziaria di Atene. I mercati reagirono immediatamente, così i rendimenti dei titoli di Stato greci raggiunsero livelli insostenibili, precludendo al Paese la possibilità di rifinanziarsi autonomamente sui mercati dei capitali e trasformando una grave criticità di bilancio in una crisi di liquidità e insolvenza. Poiché la Grecia, in quanto membro dell'Eurozona, non disponeva né di una banca centrale nazionale in grado di agire da prestatore di ultima istanza sui propri titoli di Stato, né della leva della svalutazione monetaria per assorbire lo shock, l'unica via d'accesso alla liquidità fu la richiesta di assistenza finanziaria internazionale. (De Grauwe, 2011). Nel maggio 2010 venne approvato il primo programma di salvataggio da 110 miliardi di euro erogato dalla cd. "Troika" (Commissione Europea, BCE, FMI), subordinato all'attuazione di severe misure di austerità fiscale e riforme strutturali orientate alla svalutazione interna. Tuttavia, l'impatto fortemente recessivo dei tagli alla spesa e dei prelievi fiscali sul PIL nominale (g), unitamente all'assenza di un meccanismo europeo di risoluzione delle crisi di debito sovrano, generò un drammatico peggioramento del D_t (Panizza et al., 2009; Lane, 2012). L'incapacità delle istituzioni europee di contenere tempestivamente il dissesto greco

favorì il fenomeno del contagio finanziario: i mercati finanziari estesero il riprezzamento del rischio e le speculazioni sugli equilibri multipli agli altri Paesi periferici (PIIGS), innescando la fase più acuta della crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona.

2.3 - L'AMPLIAMENTO DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO E LA TRASMISSIONE ALL'ECONOMIA ITALIANA

2.3.1 - La crescita dello SPREAD

Nel corso del 2011, la crisi di fiducia si è manifestata in Italia attraverso un'eccezionale divaricazione dei tassi d'interesse sui titoli di Stato decennali rispetto al Bund tedesco, ciò portò lo *spread* ai massimi storici. Nel linguaggio finanziario e macroeconomico si parla di *spread* ("differenziale") per indicare una misura dello scarto di rendimento tra due titoli di Stato a pari scadenza, solitamente decennale. Nell'Eurozona, il rendimento del *Bund* tedesco viene assunto come valore di riferimento (*benchmark*) a "rischio zero", data la storica solidità creditizia della Germania. Lo *spread* si esprime in punti base dove 1 punto base equivale a 0,01 punti percentuali; es. uno *spread* di 100 punti base indica un differenziale di rendimento del 1,00%). Un suo ampliamento significa che i mercati percepiscono un rischio maggiore nell'acquistare il debito di un determinato Paese e richiedono un tasso d'interesse più alto per compensare tale incertezza.

Nel novembre 2011, lo *spread* BTP-Bund in Italia superò la soglia dei 550 punti base. Tali differenziali incorporavano non soltanto il rischio d'insolvenza dello Stato (*default risk*), ma anche un marcato rischio di ridenominazione (*redenomination risk*), legato alla speculazione sul possibile irreversibile dissolvimento dell'area euro. Il rischio d'insolvenza è la probabilità stimata dai mercati che uno Stato non sia in grado di onorare i propri impegni finanziari, ovvero il rimborso del capitale o il pagamento degli interessi sui titoli emessi; come evidenziato dalla letteratura (Borensztein e Panizza, 2009), questo rischio genera gravi ripercussioni sull'economia reale, tra cui la perdita di accesso al mercato dei capitali, la contrazione del credito bancario e la perdita di reputazione finanziaria. Invece il rischio di ridenominazione è il timore speculativo che un Paese lasci l'Eurozona e converta i propri titoli di Stato, originariamente emessi in euro, in una nuova valuta

nazionale svalutata. Questo rischio è emerso con forza durante la crisi a causa dei timori sulla potenziale dissoluzione dell'Unione Monetaria (De Grauwe, 2011; Lane, 2012). Guardando al profilo giuridico, la possibilità di ridenominare un titolo dipende dalla giurisdizione che lo regola. Come si vedrà successivamente questo rischio è stato poi ridotto significativamente dalla BCE nel 2012 con l'annuncio delle OMT.

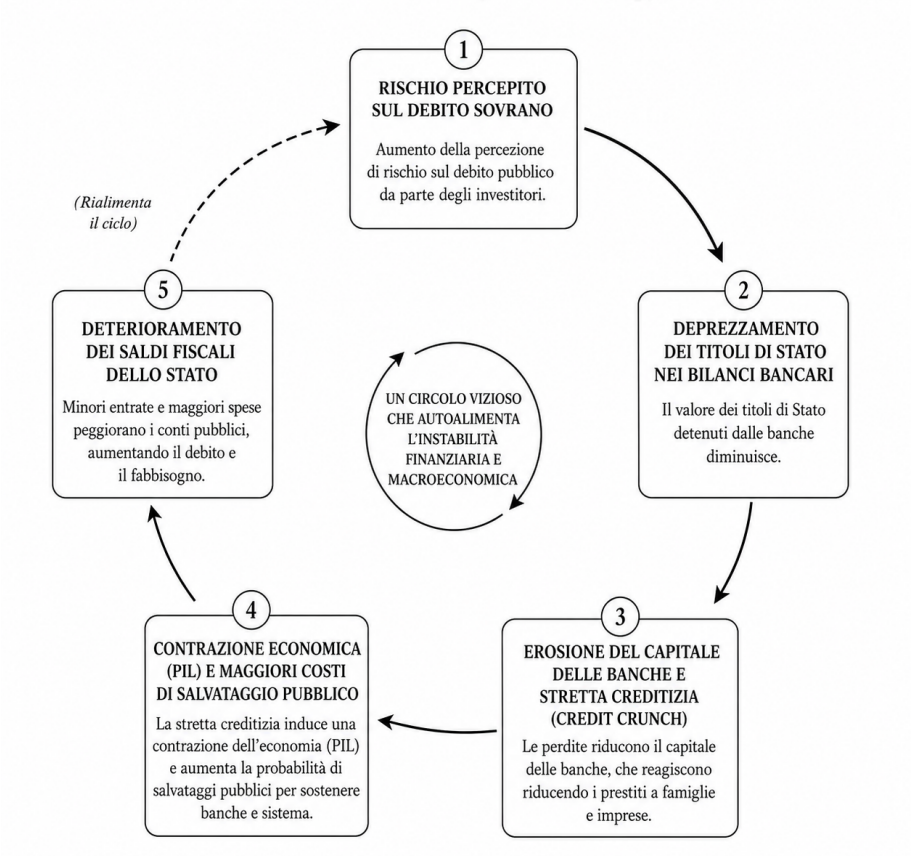
2.3.2 - La trasmissione dello shock all'economia Italiana

La trasmissione dello shock finanziario all'economia reale italiana è avvenuta attraverso tre principali canali interconnessi:

- il circolo vizioso banche-sovrano (*diabolic loop*): gli istituti di credito italiani detenevano consistenti quote di titoli del debito pubblico nazionale nei propri bilanci (*home bias*). Il crollo del valore di mercato dei BTP ha deprezzato l'attivo delle banche, erodendo i requisiti di capitale e precludendo loro l'accesso alla liquidità sui mercati internazionali *(Fig. 2.1);*

Fig. 2.1*: *Il circolo vizioso tra rischio sovrano e sistema bancario nell'Eurozona (Diabolic Loop).

Fonte: Elaborazione propria basata su Mody e Sandri (2012) e Shambaugh (2012).



- la stretta creditizia (*credit crunch*): il rincaro e il prosciugamento della raccolta bancaria si sono scaricati sui tassi d'interesse praticati a famiglie e imprese. Il drastico calo dell'erogazione del credito ha paralizzato gli investimenti produttivi e la domanda interna;
- retroazione fiscale restrittiva: per contrastare l'aumento della spesa per interessi e rassicurare i mercati, l'Italia ha introdotto severe manovre di consolidamento fiscale (aumenti di tassazione e tagli alla spesa). Come discusso nel Capitolo 1 in merito all'endogeneità delle variabili macroeconomiche, gli elevati moltiplicatori fiscali in fase recessiva hanno contribuito alla contrazione del PIL *(g)*, impedendo un'efficace riduzione del D_t a breve termine.

2.4 - LE RISPOSTE ISTITUZIONALI ED EUROPEE: LE MISURE DI STABILIZZAZIONE FINANZIARIA E DI BILANCIO

2.4.1 - I meccanismi di gestione della crisi (ESM)

A fronte del concreto rischio di contagio e di disgregazione dell'UEM, le istituzioni europee hanno progressivamente integrato gli strumenti di gestione delle crisi e il quadro regolamentare della governance fiscale. In assenza di strumenti previsti originariamente dai Trattati, sono stati istituiti dai Paesi dell'Eurozona meccanismi temporanei di soccorso come il *European Financial Stability Facility* (EFSF) e il *European Financial Stabilisation Mechanism* (EFSM), sfociati nel 2012 nella creazione del meccanismo permanente *European Stability Mechanism* - ESM (cd. fondo salva-Stati), tutto ciò per garantire stabilità finanziaria dell'UEM a fronte di gravi crisi di liquidità o insolvenza dei Paesi membri. L'ESM si concretizza in primo luogo in una raccolta fondi sul mercato: esso emette obbligazioni, garantite dal capitale fornito dai Paesi dell'Eurozona, sui mercati finanziari in modo da prestare liquidità a tassi agevolati agli Stati che non riescono più a collocare i propri titoli a costi sostenibili. Si regge inoltre su una rigida condizionalità, infatti l'ottenimento dei prestiti impone allo Stato firmatario la sottoscrizione di un Protocollo d'Intesa, vincolandolo a severi tagli alla spesa (rigore fiscale) e riforme strutturali monitorate da Commissione Europea, BCE e FMI. (cd. Troika). L'ESM è costituito anche da una pluralità di strumenti di soccorso: oltre ai prestiti diretti, l'ESM può acquistare titoli di Stato sul mercato, concedere linee di credito precauzionali e finanziare la

ricapitalizzazione delle banche per spezzare il *diabolic loop* (*Fig. 2.1)*. Infine fondamentale l'accoppiamento con la BCE: la richiesta di intervento all'EFSF/ESM costituisce la condizione formale e indispensabile affinché la BCE possa attivare lo scudo anti-*spread* delle OMT (nel paragrafo sg.), autorizzando l'acquisto illimitato di titoli di Stato a breve termine sul mercato secondario.

2.4.2 - Le azioni non convenzionali della BCE - "Whatever it takes"

L'intervento della BCE nell'assumere di fatto il ruolo di prestatore di ultima istanza sul mercato dei titoli pubblici è stato di primaria rilevanza, ciò si è realizzato tramite varie azioni dell'istituzione monetaria; in primo luogo il *Securities Markets Programme* (SMP), è stato attivato nel 2010 per ripristinare il canale di trasmissione della politica monetaria tramite l'acquisto diretto di titoli sovrani sul mercato secondario. In secondo luogo si è intervenuto mediante operazioni di Rifinanziamento a lungo termine (LTRO), infatti tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012, hanno iniettato oltre 1.000 miliardi di euro di liquidità triennale nel sistema bancario europeo a tassi minimi, allentando la stretta di liquidità degli istituti di credito. Infine le OMT, annunciate nell'estate 2012 in seguito al discorso del Presidente della BCE Mario Draghi (*"Whatever it takes"*), hanno previsto acquisti illimitati sul mercato secondario dei titoli di Stato a breve termine dei Paesi sottoposti a programma ESM/EFSF. Infatti una condizione necessaria per l'attivazione delle OMT è proprio la presenza di una rigorosa ed effettiva condizionalità associata a un appropriato programma EFSF/ESM. La sola presenza di questo impegno ha ridotto ampiamente il rischio di ridenominazione e riassorbito rapidamente gli *spread* speculativi, ripristinando la fiducia nei mercati finanziari.

2.4.3 - Dal "Whatever it takes" al Quantitative Easing: la stabilizzazione strutturale dei mercati sovrani

Sotto la spinta della crisi, la cornice regolamentare del PSC (*par. 1.4.2*) è stata ulteriormente inasprita con vari provvedimenti. Si ricordano innanzitutto six-Pack (2011) e two-Pack (2013), essi hanno introdotto sanzioni più automatiche nel PSC e istituito la *Macroeconomic Imbalance Procedure* (MIP) per la prevenzione degli squilibri macroeconomici ed esterni. Segue poi il Fiscal Compact (2012) che ha formalizzato l'obbligo del pareggio di bilancio strutturale a livello costituzionale e

introdotto la regola vincolante di riduzione dell'eccedenza del debito/PIL oltre la soglia del 60% nella misura di 1/20 all'anno. Infine l'Unione Bancaria (2012-2014), questa avviata mediante il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) presso la BCE e il Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM), con l'obiettivo prioritario di interrompere il *diabolic loop (Fig. 2.1)* tra finanza pubblica e stabilità del settore bancario.

L'evoluzione delle misure non convenzionali della BCE ha trovato la sua massima espressione nell'avvio del *Public Sector Purchase Programme* (PSPP), comunemente noto come Quantitative Easing (QE), annunciato nel gennaio 2015. A differenza degli interventi precedenti (SMP e OMT), mirati e condizionati a singoli Paesi in emergenza finanziaria, il QE si è configurato come un programma sistemico e continuo di acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario, ripartito tra tutti i Paesi dell'Eurozona in base alla quota di partecipazione al capitale della BCE. L'impatto del QE si è articolato innanzitutto in un abbattimento strutturale dei tassi d'interesse: infatti l'acquisto massiccio di titoli pubblici ha schiacciato i rendimenti riducendo significativamente il costo del finanziamento per i Paesi ad alto debito come l'Italia. Inoltre il QE ha segnato un allentamento delle condizioni di credito, questo immettendo liquidità permanente nel circuito bancario, stimolando la ripresa dell'erogazione del credito a famiglie e imprese e favorendo il riassorbimento del *credit crunch*. Infine questo provvedimento ha reso possibile l'ancoraggio delle aspettative d'inflazione: ha contrastato i rischi di deflazione, sostenendo la crescita del PIL nominale e contribuendo a ripristinare condizioni favorevoli nell'equazione di sostenibilità del debito pubblico.

In conclusione, se la dichiarazione *"Whatever it takes"* e lo scudo delle OMT avevano ridotto significativamente il rischio di ridenominazione monetaria, è stato l'avvio del QE a contribuire a realizzare per i Paesi dell'Eurozona una prolungata fase di stabilità finanziaria e di bassi tassi d'interesse, ridefinendo il ruolo della BCE nella gestione dell'equilibrio macroeconomico dell'Unione.

CAPITOLO 3

POLITICHE DI CONSOLIDAMENTO FISCALE, DINAMICA DEL DEBITO E VARIABILI STRUTTURALI IN ITALIA

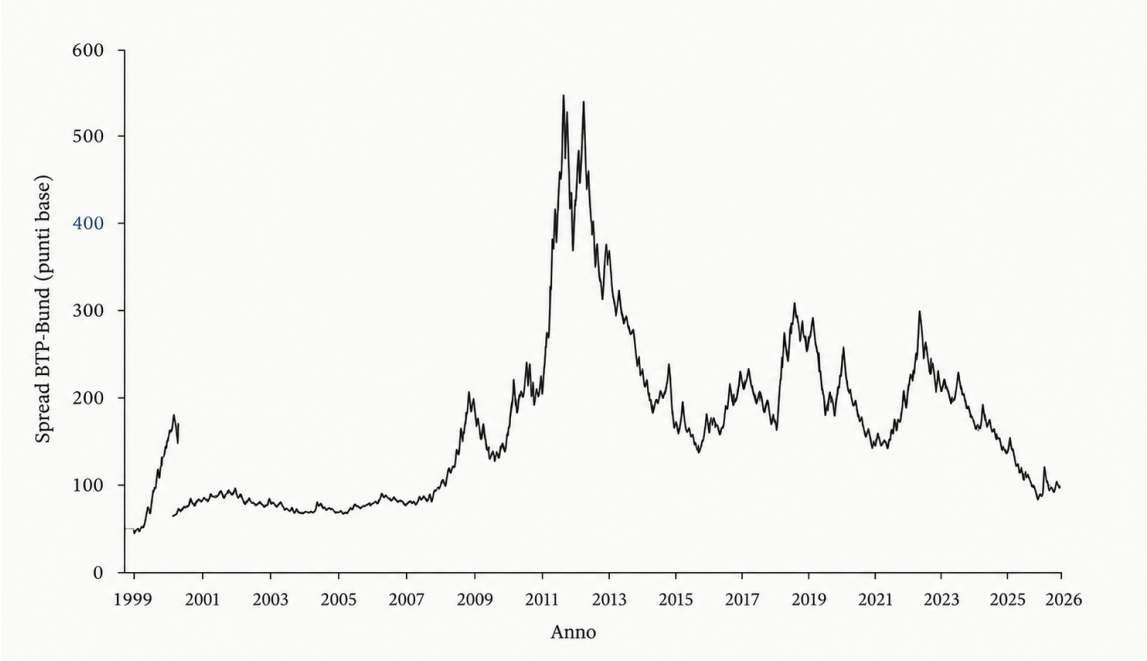
3.1 - LE MANOVRE POLITICO-FINANZIARIE E L'AZIONE DEL GOVERNO MONTI

3.1.1 - La lettera della BCE (agosto 2011) e la caduta del Governo Berlusconi IV

Nel corso del secondo semestre del 2011, la crisi dei debiti sovrani nell'Eurozona raggiunse il suo apice in Italia, trasformando la pressione sui mercati finanziari in un'emergenza politico-istituzionale. L'eccezionale impennata dello *spread* tra BTP e Bund decennali *(Fig. 3.1),* arrivato a superare la soglia critica dei 550 punti base nel novembre 2011, con tassi d'interesse sui titoli pubblici oltre il 7%, segnalava l'imminente rischio di insostenibilità del costo del debito e la perdita di accesso al mercato dei capitali. Il punto di svolta nelle dinamiche istituzionali fu segnato dalla lettera riservata inviata il 5 agosto 2011 dal Presidente uscente della BCE, Jean-Claude Trichet, e dal Presidente eletto, Mario Draghi, al Primo Ministro italiano Silvio Berlusconi. Nel documento, la BCE sottolineò con severità la necessità di un'azione d'emergenza immediata da parte delle autorità italiane per *"ristabilire la fiducia degli investitori"* e rafforzare la reputazione dello Stato nei mercati finanziari. La lettera sollecitava l'adozione urgente di una rigorosa agenda articolata innanzitutto su riforme strutturali per la crescita e la competitività, tra cui la piena liberalizzazione dei servizi pubblici locali e delle professioni (anche tramite privatizzazioni su larga scala), la riforma della contrattazione collettiva aziendale, e la revisione delle norme su assunzioni e licenziamenti affiancata da politiche attive per il mercato del lavoro. Altro punto fondamentale dell'agenda era l'accelerazione e inasprimento del risanamento di bilancio tramite l'anticipazione del pareggio di bilancio dal 2014 al 2013 intervenendo con tagli alla spesa, con un ulteriore innalzamento dei requisiti d'accesso alle pensioni di anzianità e con la riduzione dei costi del pubblico impiego, insieme all'introduzione della regola del pareggio di bilancio in Costituzione. (Oggi art. 81 Cost.). Infine si chiedeva l'efficienza della PA e la revisione degli enti locali attraverso l'uso sistematico di indicatori di performance (in sanità, giustizia e istruzione) e la soppressione o fusione degli strati

amministrativi intermedi (come le Province). L'impossibilità da parte del Governo Berlusconi IV di attuare integralmente e con rapidità l'agenda di misure pretesa dalle istituzioni europee, sommata alla perdita della maggioranza parlamentare, fece precipitare la crisi politica. Nel novembre 2011, prendendo atto dell'incontenibile pressione dello *spread* ***(****Fig. 3.1)*, il primo ministro rassegnò le dimissioni.

Fig. 3.1**:** *Evoluzione dello Spread BTP-Bund a 10 anni (1999-2026).*
Fonte: Elaborazione propria su dati TradingView (2026).



3.1.2 - Le manovre di emergenza del governo Monti

Per attenuare il rischio di insolvenza e prevenire l'attivazione di un programma di assistenza finanziaria condizionata da parte delle istituzioni europee e del FMI, l'allora Presidente della Repubblica Giorgio Napolitano affidò l'incarico di formare un esecutivo tecnico al senatore a vita Mario Monti. L'azione del nuovo governo recepì sostanzialmente molte delle indicazioni contenute nella lettera della BCE, traducendole in un ampio pacchetto di interventi legislativi, tra cui figurano in particolare il cd. decreto "Salva Italia" e la riforma del sistema pensionistico. Il d.l. 6 dicembre 2011, n. 201 (cd. decreto "Salva Italia") operò un incisivo consolidamento fiscale sbilanciato prevalentemente sul lato delle entrate, ripristinando la tassazione sulla prima casa tramite l'IMU, incrementando le aliquote IVA e le accise sui carburanti, e introducendo misure volte ad inasprire la tracciabilità dei pagamenti e il

contrasto all'evasione. Parallelamente, la riorganizzazione del sistema previdenziale (cd. Riforma Fornero) intervenne sulla spesa pubblica di lungo periodo tramite la generalizzazione del metodo di calcolo contributivo pro-rata (con il definitivo abbandono del sistema retributivo puro), il rapido innalzamento dei requisiti anagrafici per il pensionamento e l'indicizzazione automatica degli stessi alla speranza di vita. Sebbene l'adozione di tali provvedimenti abbia fornito un segnale di disciplina fiscale accrescendo la credibilità dell'esecutivo presso i mercati e le cancellerie europee, la concentrazione degli interventi di risanamento in un contesto già segnato da restrizione del credito è associata ad alcuni effetti recessivi. Come evidenziato da un'ampia letteratura economica (tra cui De Grauwe, 2011; Blanchard e Leigh, 2013; Lane, 2012), la concomitanza tra contrazione della domanda pubblica, aumento della pressione fiscale e fragilità del sistema bancario ha contribuito ad accentuare la fase recessiva dell'economia italiana nel biennio 2012-2013, mostrando come in fasi di grave contrazione economica l'impatto dei consolidamenti fiscali sul PIL reale tenda a risultare particolarmente marcato.

3.2 - L'IMPATTO DELLE POLITICHE DI CONSOLIDAMENTO SULLA TRAIETTORIA DEL RAPPORTO DEBITO/PIL

3.2.1 - Un'introduzione all'analisi

L'esperienza storica dell'economia italiana fornisce una rilevante dimostrazione empirica delle difficoltà strutturali connesse al raggiungimento di un contesto favorevole secondo lo schema di Domar, definito in termini nominali dalla condizione $g > i$. Tale relazione rappresenta una circostanza particolarmente virtuosa nella quale lo *snowball effect* contribuisce autonomamente alla riduzione del D_t; tuttavia, essa non costituisce una condizione strettamente necessaria per la stabilizzazione, poiché anche in presenza di un differenziale sfavorevole $(i > g)$ il rapporto può essere stabilizzato o ridotto attraverso il conseguimento di un avanzo primario sufficientemente elevato. A partire dagli anni Novanta, sotto la spinta del processo di convergenza verso l'UEM e dell'adeguamento ai parametri vincolanti stabiliti dal Trattato di Maastricht, l'Italia ha registrato per gran parte del periodo avanzi primari, sebbene con alcune eccezioni nelle fasi di crisi. Nel periodo 2008-2015 considerato nella *Tab. 3.1*, il saldo primario risulta positivo in tutti gli

anni ad eccezione del 2009; nonostante ciò, la traiettoria del D_t ha manifestato una marcata rigidità verso il basso, collocando l'Italia nel quadro teorico descritto come "caso C" dell'equazione di sostenibilità analizzata nel primo capitolo (*fig. 1.4*). Tale dinamica prolungata evidenzia empiricamente la natura del cd. "paradosso del rientro", o paradosso dell'austerità fiscale. L'obbligo di generare ampi e continui avanzi di bilancio al netto degli oneri finanziari impone una severa contrazione delle risorse destinate agli investimenti pubblici in capitale fisico, infrastrutture, capitale umano e ricerca. Quando tali manovre restrittive operano in contesti congiunturali avversi, caratterizzati da una drastica contrazione dell'erogazione del credito e da moltiplicatori fiscali superiori all'unità, l'effetto depressivo sulla domanda aggregata trascina il tasso di crescita del PIL nominale *(g)* verso valori negativi o prossimi allo zero. Di conseguenza, il tentativo di ridurre il debito pubblico agendo esclusivamente sul numeratore dell'indicatore viene neutralizzato dal deterioramento del denominatore. Il persistere di un differenziale sfavorevole tra il costo delle passività e il ritmo di sviluppo dell'economia reale *(i - g > 0)* finisce così per innescare l'effetto "palla di neve" *(snowball effect)* il quale erode i margini di manovra fiscale ed espande lo stock complessivo delle passività.

3.2.2 - Un'analisi empirica del caso Italiano (2008-2015)

Al fine di validare concretamente l'impalcatura teorica sviluppata nel Capitolo 1 e comprenderne il riscontro nei dati contabili durante la crisi dei debiti sovrani, si procede con la scomposizione della variazione annua del rapporto debito/PIL (ΔD_t) *(Tab. 3.1)* rilevata nel periodo compreso tra il 2008 e il 2015 nelle sue determinanti analitiche fondamentali: $\Delta D_t \simeq -s_t + Snow_t + \mathrm{SFA_t}$. Nell'equazione riportata: $\boldsymbol{s_t}$ rappresenta l'avanzo primario espresso in rapporto al PIL: $s_t = -dp_t/Y$; il segno negativo $(-s_t)$ evidenzia algebricamente il contributo dell'avanzo primario alla variazione negativa del rapporto debito/PIL ($\Delta D_t < 0$); $\boldsymbol{Snow_t}$ identifica la componente dello *snowball effect* guidata dal differenziale tra tasso di interesse e tasso di crescita; $\mathbf{SFA_t}$ misura l'aggiustamento stock-flussi (*Stock-Flow Adjustment*).

Per garantire il massimo rigore metodologico e l'accuratezza della riclassificazione empirica, le grandezze inserite nell'analisi sono state derivate e calcolate a partire dalle banche dati ufficiali del MEF, della Banca d'Italia e delle serie storiche

elaborate dall'Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI). Il costo medio del debito i_t, definito anche come tasso di interesse implicito sul debito pubblico, rappresenta l'onere finanziario medio ponderato che lo Stato sostiene per servire l'intero stock di passività accumulate e ancora in essere. A differenza dei rendimenti lordi rilevati sui titoli di nuova emissione nelle singole aste periodiche, i quali reagiscono istantaneamente alle fluttuazioni marginali dei tassi di mercato e dello *spread*, il tasso implicito misura la spesa per interessi effettivamente liquidata in rapporto all'ammontare delle passività ereditate dal passato. La sua formalizzazione analitica è espressa dalla relazione: $i_t = J_t/B_{t-1}$, dove $\boldsymbol{J_t}$ indica la spesa totale per interessi passivi sostenuta nell'anno t. Nel 2008, a fronte di una spesa per interessi pari a 80.542 milioni di euro e uno stock di debito al 31 dicembre 2007 pari a 1.677.725 milioni di euro, (OCPI, 2026) il costo medio del debito risulta pari al 4,80%: i_{2008} = (80542/1677725) = 0,048 = 4,8%. Lo $Snow_t$ quantifica l'impatto meccanico ed auto-alimentante esercitato sul D_t dal divario tra il costo delle risorse e la velocità di espansione dell'economia aggregata: $Snow_t = ((i_t - g_t) / (1+g_t))D_{t-1}$. Qualora si prenda in esame il 2009 per illustrare il funzionamento in una fase di contrazione economica, a fronte di un costo medio del debito i_{2009} = 4,01%, una contrazione del PIL nominale g_{2009} = -3,63% e un D_t di partenza D_{2008}= 105,8%, il differenziale ponderato (4,01% - (-3,63%)) / (1 - 0,0363) = 7,92% genera uno *snowball effect* pari a (0,0792)(105,79%) = +8,38% del PIL. L'aggiustamento stock-flussi (SFA_t), visto nel capitolo 1, nel 2009 ha contribuito ad incrementare il rapporto D_t nella misura del +1,2%. Si ricorda che $SFA_t = \Delta D_t + s_t - Snow_t$.

Dall'esame analitico dei dati riassunti nella tabella *(Tab. 3.1)* emerge chiaramente come l'evoluzione dell'indebitamento italiano lungo il periodo 2008-2015 sia stata scandita da quattro fasi contabili distinte. La prima fase coincide con l'esplosione della crisi finanziaria internazionale (GFC) nel biennio 2008-2009; nel 2009, il brusco crollo dell'attività economica e della ricchezza prodotta ha spinto la crescita nominale g a un valore negativo del -3,6%, con un costo medio delle passività preesistenti rimasto ancorato al 4,01% lo *snowball effect* si è dilatato in modo straordinario raggiungendo un impatto pari al +8,4% del PIL. Nonostante la presenza di un lieve disavanzo primario (s_t = -0,7%), la combinazione tra la spinta dell'effetto palla di neve e i volumi dello SFA (+1,2%) ha provocato una ΔD_t di oltre

dieci punti percentuali in dodici mesi, determinando l'innalzamento dell'indicatore D_t dal 105,8% del 2008 al 116,1% del 2009. La seconda fase descrive il manifestarsi concreto del paradosso del rientro a seguito delle severe misure introdotte dall'esecutivo guidato da Mario Monti tra il 2012 e il 2013: in questo biennio l'Italia ha attuato uno sforzo fiscale di notevole portata, registrando avanzi primari sostanziosi e pari al +2,1% del PIL nel 2012 e al +1,9% nel 2013. Nel dato biennio, caratterizzato contemporaneamente da un forte consolidamento fiscale, *credit crunch* e contrazione dell'attività economica si è registrata una flessione del PIL nominale del -1,5% nel 2012 e del -0,7% nel 2013. La terza fase riflette la dominanza quantitativa dello *snowball effect* rispetto all'azione del saldo primario: durante il biennio 2012-2013, le accresciute tensioni sui mercati finanziari e i picchi storici registrati dallo *spread* dei BTP rispetto ai titoli tedeschi si sono traslati sulla spesa per interessi, mantenendo il costo medio complessivo del debito a livelli elevati; la concomitanza di un tasso implicito elevato e di un prodotto nominale in contrazione ha generato un differenziale *(i - g)* fortemente penalizzante, traducendosi in un effetto palla di neve medio (2012-2013) superiore al +6,2% del PIL all'anno. Sommando algebricamente i tre fattori per l'anno 2012, secondo la formula

$$\Delta D_{2012} \simeq -s_t + Snow_t + \mathrm{SFA_t} = 6{,}8\%,$$

si evidenzia come l'impatto recessivo indotto sul denominatore abbia ampiamente vanificato la contrazione del numeratore ottenuta mediante le manovre di bilancio. L'avanzo primario di oltre due punti di PIL non è stato sufficiente a contenere la traiettoria dello stock, che è progressivamente salito dal 119,1% del 2011 fino al 131,8% del 2013. Questo evidenzia il meccanismo per cui, in presenza di tassi d'interesse nettamente superiori alla crescita, lo stock di debito pubblico cresce in modo cumulativo ed autonomo, guidato dalla componente finanziaria accumulata piuttosto che dalle decisioni correnti di spesa del governo. La quarta ed ultima fase segna infine il raggiungimento della stabilizzazione dell'indicatore tra il 2014 e il 2015, periodo in cui il D_t ha toccato il picco del 134,8% per poi iniziare a calare. Questo arresto è stato determinato dalla progressiva riduzione dello *snowball effect*, sceso gradualmente fino al +1,9% del PIL nel 2015. Inoltre la flessione del costo medio degli interessi sul debito, resa possibile dall'avvio dei programmi di acquisto di titoli condotti dalla BCE e dalla distensione dello *spread*, unita al progressivo

consolidamento della crescita nominale (+1,7%), ha ripristinato un contesto macroeconomico in cui gli avanzi primari di bilancio sono tornati ad essere sufficienti a contenere la dinamica dell'indebitamento.

Tab. 3.1: *Scomposizione della dinamica del rapporto Debito/PIL in Italia (2008-2015)*
Fonte: Elaborazione dell'autore su dati del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), della Banca d'Italia e dell'Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (OCPI).

t	D_t	ΔD_t	s_t	$Snow_t$	SFA_t	g	i
2008	105,8%	-	2,3%	-	-	1,4%	4,80%
2009	116,1%	10,3%	-0,7%	8,4%	1,2%	-3,6%	4,01%
2010	118,7%	2,6%	0,1%	1,9%	0,8%	2,1%	3,78%
2011	119,1%	0,4%	1,1%	1,8%	-0,3%	2,4%	3,97%
2012	125,9%	6,8%	2,1%	6,9%	2,0%	-1,5%	4,22%
2013	131,8%	5,9%	1,9%	5,7%	2,1%	-0,7%	3,79%
2014	134,8%	3,0%	1,7%	3,4%	1,3%	0,9%	3,52%
2015	134,7%	-0,1%	1,6%	1,9%	-0,4%	1,7%	3,09%

Nota: La variabile s_t esprime l'Avanzo Primario in percentuale del PIL (con segno positivo in presenza di surplus primario e segno negativo in caso di deficit primario).

La disaggregazione empirica dei dati per il periodo 2008-2015 offre una conferma dell'impalcatura teorica analizzata nel primo capitolo. La politica economica non può fare affidamento su strategie di risanamento basate esclusivamente sull'accumulo di avanzi primari per mezzo di manovre restrittive. In assenza di uno scudo monetario efficace in grado di stabilizzare il costo del finanziamento *(i)* e di interventi strutturali capaci di sostenere la crescita potenziale dell'economia reale *(g)*, i tentativi di consolidamento fiscale rischiano di risultare controproducenti, determinando l'incremento di quegli stessi indicatori di indebitamento che si intendeva stabilizzare.

3.3 - I VINCOLI STRUTTURALI DEL SISTEMA ECONOMICO NAZIONALE

Al di là degli shock dell'economia globale e delle dinamiche speculative legate allo *spread,* la traiettoria del debito pubblico italiano risente di vincoli di natura strutturale che sono un ostacolo a una stabile riduzione del rapporto Debito/PIL. Questi vincoli sono presentati in modo schematico nella seguente tabella. *(Tab. 3.2)* Le fragilità strutturali evidenziate di seguito confermano la tesi dell'elaborato in merito ai limiti intrinseci di un approccio alla governance fiscale basato unicamente su soglie numeriche rigide e arbitrarie, come i parametri del 3% per il rapporto deficit/PIL e del 60% per il D_t previsti dal PSC, soprattutto inizialmente. (*par. 1.4.1*). Si può concludere che in assenza di riforme incisive capaci di agire sulle determinanti della crescita potenziale g_R (es. l'innalzamento della produttività e il contrasto al declino demografico) la mera osservanza di vincoli contabili rischia di rivelarsi controproducente. Se il consolidamento fiscale viene ottenuto sacrificando gli investimenti pubblici, la capacità produttiva del Paese viene compromessa in modo irrimediabile. La sostenibilità del debito di lungo periodo non può prescindere da una riqualificazione della composizione del bilancio pubblico che guardi non solo alla quantità del saldo primario, ma soprattutto alla qualità delle entrate e delle uscite fiscali, orientandole verso la crescita potenziale e la resilienza del sistema economico nazionale.

Tab. 3.2: *Sintesi degli Ambiti di Vulnerabilità Strutturale e Impatto sulla Sostenibilità del Debito per l'economia italiana.*

Fonte: Elaborazione propria su dati e rilevazioni di ISTAT (2023), Banca d'Italia (2023), OECD (2023) e MEF (2023).

Ambiti di vulnerabilità strutturale	Meccanismo economico di impatto	Conseguenza sulla sostenibilità
Dinamica della produttività	Stagnazione della produttività dei fattori da oltre due decenni. (Banca d'Italia, 2023)	Limita la crescita potenziale del PIL reale, comprimendo il denominatore del rapporto debito/PIL. (OECD, 2023)
Struttura demografica e trend invecchiamento	Denatalità e aumento dell'indice di dipendenza degli anziani. (ISTAT, 2023)	Genera pressioni automatiche sulla spesa sanitaria e assistenziale, vincolando la spesa primaria.
Composizione e distorsioni del prelievo fiscale	Elevato cuneo fiscale sul lavoro ed evasione fiscale diffusa. (OECD, 2023; MEF, 2023)	Disincentiva la partecipazione al lavoro e altera il MFC della raccolta tributaria.
Bassa propensione agli investimenti pubblici	Tagli concentrati sugli investimenti in conto capitale durante i consolidamenti. (Vitaletti, 2016)	Deteriora il capitale infrastrutturale e le prospettive di sviluppo di lungo periodo.

3.4 - LEZIONI DALLA CRISI ED ELEMENTI PER L'ANALISI DELLE RIFORME FISCALI

L'esperienza della crisi dei debiti sovrani del 2011 e la complessa fase di stabilizzazione successiva hanno fornito una forte evidenza empirica, questa ha sollecitato un profondo ripensamento dei modelli teorici di gestione della finanza pubblica all'interno di un'unione monetaria incompleta. Le dinamiche osservate nel caso italiano consentono quindi di trarre tre lezioni fondamentali per l'analisi della sostenibilità del debito e della governance fiscale europea. Innanzitutto sono emersi i limiti e l'inadeguatezza dei consolidamenti puramente restrittivi, infatti un approccio basato su correzioni di bilancio repressive, fortemente sbilanciate dal lato dell'inasprimento fiscale e concentrate nel breve periodo, è stato spesso controproducente. In contesti caratterizzati da crisi di liquidità con tassi d'interesse già prossimi allo *zero lower bound* e il razionamento del credito bancario (*credit crunch*), i moltiplicatori fiscali spesso assumono valori significativamente superiori all'unità (Auerbach e Gorodnichenko, 2012; Blanchard e Leigh, 2013); di conseguenza, una manovra di drastica riduzione del disavanzo genera una contrazione più che proporzionale della domanda aggregata e del PIL nominale, l'effetto recessivo indotto al denominatore del D_t finisce così per neutralizzare la riduzione del disavanzo ottenuta al numeratore, provocando l'apparente paradosso di un aumento del rapporto di indebitamento proprio a seguito delle politiche di *austerity*. In secondo luogo è evidente la centralità e l'insostituibilità del ruolo della Banca Centrale: la crisi ha dimostrato che all'interno di un'unione monetaria priva di un'autorità fiscale centrale, i debiti sovrani nazionali rimangono vulnerabili a crisi di liquidità e ad attacchi speculativi slegati dai soli fondamentali economici. Il contenimento dei tassi d'interesse e l'eliminazione del premio per il rischio di ridenominazione monetaria richiedono la presenza attiva di un prestatore di ultima istanza sul mercato dei titoli di Stato. Tale funzione è stata progressivamente assunta dalla BCE: dapprima sul piano strategico con l'annuncio delle OMT e successivamente sul piano operativo con l'avvio del QE. Senza uno scudo monetario in grado di garantire la stabilità del mercato secondario, qualsiasi sforzo di risanamento fiscale rischia di essere vanificato dall'impennata dei rendimenti. Infine è emersa la necessità di re-orientare la politica di bilancio verso la crescita, infatti la

sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio-lungo periodo non può essere perseguita solo sul lato del contenimento passivo del deficit, ma richiede l'espansione attiva del tasso di crescita del PIL reale (g_R). Il ricorso sistematico a manovre d'emergenza basate sull'aumento della pressione fiscale e sui tagli agli investimenti pubblici in conto capitale compromette il capitale infrastrutturale, l'innovazione e la produttività totale dei fattori; ne deriva la necessità di sostituire l'approccio contabile con una strategia di bilancio qualitativa, capace di preservare e stimolare la spesa pubblica per investimenti ad alto moltiplicatore (es. infrastrutture, transizione tecnologica, capitale umano) e di ridurre le distorsioni del prelievo fiscale.

Tutte queste evidenze hanno alimentato il dibattito sulla riforma del PSC. Il superamento dei vincoli contabili rigidi e uniformi, come le regole arbitrarie del 3% e del 60% (*par. 1.4.1*), appare imprescindibile per evitare l'insorgere di politiche pro-cicliche durante le fasi di contrazione economica. Il nuovo quadro di governance europea (*par. 1.4.2*) si orienta infatti verso l'adozione di piani fiscali e strutturali di medio termine personalizzati per ciascun Paese. L'obiettivo primario consiste nel coniugare la traiettoria di rientro dal debito con il sostegno alla crescita potenziale, garantendo che il rigore di bilancio non soffochi i fattori propulsivi dello sviluppo economico.

CONCLUSIONE

Le evidenze emerse da questo lavoro offrono un quadro sulle dinamiche che regolano la sostenibilità della finanza pubblica, mettendo in luce i limiti concettuali ed empirici delle strategie di risanamento incentrate in via esclusiva sul rigore di bilancio di breve periodo e sulla contrazione della spesa. Una prima indicazione fondamentale riguarda l'inadeguatezza di una governance fiscale fondata principalmente su parametri numerici rigidi e uniformi, come i vincoli del 3% sul disavanzo e del 60% sul debito sanciti a Maastricht. Come evidenziato dal confronto con l'esperienza giapponese e dall'analisi della natura endogena delle variabili macroeconomiche, la solvibilità di un Paese non è riconducibile alla sola dimensione quantitativa del debito lordo: essa dipende in modo decisivo dalla composizione dei detentori delle passività, dalla presenza di uno scudo monetario credibile e, soprattutto, dalla capacità del sistema di generare un tasso di crescita *(g)* sistematicamente superiore al costo medio delle risorse prese a prestito *(i)*. In secondo luogo, la ricostruzione della crisi del biennio 2011-2013 dimostra i risvolti problematici del consolidamento fiscale attuato in fasi di marcata debolezza economica. Le severe manovre adottate dal Governo Monti per rassicurare i mercati finanziari, pur avendo garantito il conseguimento di ampi avanzi primari, hanno contribuito a contrarre la domanda interna e acuire la fase recessiva. Questa evidenza è coerente con il meccanismo del paradosso del rientro discusso dalla letteratura: l'operare di moltiplicatori fiscali spesso superiori all'unità ha provocato una contrazione del PIL nominale proporzionalmente maggiore rispetto ai tagli di spesa realizzati, determinando un incremento del rapporto debito/PIL.

L'esperienza analizzata permette di evidenziare due elementi chiave per la gestione dei conti pubblici all'interno dell'Eurozona. Sul versante della politica monetaria, la letteratura economica (tra cui De Grauwe, 2011; Lane, 2012) evidenzia la spiccata vulnerabilità degli Stati membri in assenza di un prestatore di ultima istanza sul mercato dei titoli sovrani. L'evidenza empirica suggerisce che la stabilizzazione dei mercati e la drastica riduzione dei premi per il rischio di ridenominazione siano strettamente associate al cambio di postura della BCE. Nello specifico, la letteratura concorda nel ritenere che l'annuncio dello scudo teorico delle OMT nel 2012 e la successiva immissione di liquidità con il *Quantitative Easing* abbiano contribuito in

modo determinante a contenere la speculazione e a ripristinare condizioni di stabilità finanziaria sul mercato secondario dei titoli di Stato. Sul versante delle politiche nazionali, emerge la necessità di superare un approccio esclusivamente contabile alla finanza pubblica. Ridurre la spesa sacrificando gli investimenti pubblici in infrastrutture, ricerca e capitale umano finisce spesso per intaccare la capacità produttiva del Paese e comprometterne le prospettive di sviluppo. I nodi strutturali che frenano l'economia italiana (dalla stagnazione della produttività totale dei fattori all'invecchiamento demografico, fino al cuneo fiscale sul lavoro) richiedono una ricomposizione qualitativa del bilancio pubblico che metta al centro la crescita potenziale. In questo contesto, la recente riforma delle regole fiscali europee approvata nel 2024, orientata verso piani strutturali di medio termine personalizzati e verso la salvaguardia degli investimenti strategici, recepisce le principali lezioni della crisi del 2011. La sostenibilità del debito italiano potrà essere perseguita durevolmente solo affiancando alla disciplina di bilancio un'azione di rilancio delle determinanti della crescita, la sola in grado di condurre l'economia verso una traiettoria di stabilità permanente.

BIBLIOGRAFIA

Aguiar M., e Amador M. (2013). "Sovereign debt", in Gopinath G., Helpman E., e Rogoff K. (a cura di), *Handbook of International Economics*, Vol. 4, Elsevier, pp. 647-687.

Auerbach A. J., e Gorodnichenko Y. (2012). "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy", *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol. 4, No. 2, pp. 1-27.

Banca Centrale Europea (2011). Lettera del Presidente della BCE Jean-Claude Trichet e del Presidente designato Mario Draghi al Primo Ministro italiano, Francoforte/ Roma, 5 agosto 2011.

Banca d'Italia (2023). Relazione Annuale sul 2022 - Sullo stato dell'economia, Roma, 31 maggio.

Bank of Japan (2024). Flow of Funds Accounts: Financial Assets and Liabilities, Tokyo, Bank of Japan statistics database.

Barro R. J. (1979). "On the Determination of the Public Debt", *Journal of Political Economy*, Vol. 87, No. 5, pp. 940-971.

Baum A., Checherita-Westphal C., e Rother P. (2013), "Debt and growth: New evidence for the euro area", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 32, pp. 809-821.

Bella M., e Di Sanzo S. (2013). "Quel che resta di Reinhart e Rogoff", *LaVoce.info*, 11 giugno.

Blanchard O. (1990). "Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators", *OECD Development Centre Working Papers*, No. 16, OECD Publishing, Parigi.

Blanchard O., Amighini A., e Giavazzi F. (2020). *Macroeconomia: una prospettiva europea*, Nuova Edizione, il Mulino, Bologna.

Blanchard O., e Leigh D. (2013). "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *American Economic Review*, Vol. 103, No. 3, pp. 117-120.

Borensztein E., e Panizza U. (2009). "The Costs of Sovereign Default", *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 4, pp. 683-741.

Cecchetti S. G., Mohanty M. S., e Zampolli F. (2011). "The real effects of debt", *BIS Working Papers*, No. 352, Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS), Basilea. Disponibile su: https://www.bis.org/publications/working-paper-352-real-effects-debt

Checherita-Westphal C., e Rother P. (2012). "The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area", *European Economic Review*, Vol. 56, No. 7, pp. 1392-1405.

Commissione Europea (2024). *AMECO Database & Economic Research: La Riforma della Governance Economica dell'Unione Europea (Regolamenti UE 2024/1263 e 2024/1264)*, Direzione Generale degli Affari Economici e Finanziari, Bruxelles. Disponibile su: https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/ameco-database_en

De Grauwe P. (2011). "The Governance of a Fragile Eurozone", *CEPS Working Documents*, No. 346, Centre for European Policy Studies, Bruxelles.

Dornbusch R., Fischer S., e Startz R. (2024). *Macroeconomia* (G. Canullo, A. Palestrini, e P. Pettenati, a cura di; XIII ed. italiana). McGraw-Hill Education.

Eurostat (2025). "Structure of Government Debt", *Eurostat Statistics Explained*, Commissione Europea, Lussemburgo. Disponibile su: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Structure_of_government_debt

Faini R. (2006). "Fiscal Policy and Interest Rates in Europe", *Economic Policy*, Vol. 21, No. 47, pp. 443-489.

Figari F., Gandullia L., e Lezzi E. (2018). "Marginal Cost of Public Funds: From the Theory to the Empirical Application for the Evaluation of the Efficiency of the Tax-Benefit Systems", *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, Vol. 18, No. 4, pp. 1-22.

IMF (2024). *World Economic Outlook Database*, Washington D.C., International Monetary Fund.

Herndon T., Ash M., e Pollin R. (2014). "Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff", *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 38, No. 2, pp. 257-279.

International Monetary Fund (2024). *Global Debt Database: General Government Debt to GDP*, Washington, D.C. Disponibile su: https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP@GDD/CAN/FRA/DEU/ITA/JPN/GBR/USA

ISTAT (2023). Rapporto Annuale 2023: La situazione del Paese, Istituto Nazionale di Statistica, Roma.

Kumar M. S., e Woo J. (2010). "Public Debt and Growth", *IMF Working Paper*, No. WP/10/174, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Lane P. R. (2012). "The European Sovereign Debt Crisis", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3, pp. 49-68.

Ministero dell'Economia e delle Finanze (2023). *Dati Statistici del Debito Pubblico e Tasso Medio all'Emissione dei Titoli di Stato*, Dipartimento del Tesoro, Roma. Disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/

Ministry of Finance Japan (2024). Japan's International Investment Position at Year-End, Tokyo, International Bureau, Ministry of Finance.

Mody A., e Sandri D. (2012). "The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to Be Joined at the Hip", *Economic Policy*, Vol. 27, No. 70, pp. 199-230.

OECD (2024). OECD Economic Surveys: Japan 2024, Parigi, OECD Publishing.

Organisation for Economic Co-operation and Development (2023). *OECD Economic Surveys: Italy 2023*, OECD Publishing, Parigi.

Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani (2026). *Simulazioni dell'effetto di uno shock inflativo su debito e deficit italiani e Serie Storiche di Finanza Pubblica*, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano. Disponibile su: https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-servizi-serie-storiche

Panizza U., Sturzenegger F., e Zettelmeyer J. (2009). "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default", *Journal of Economic Literature*, Vol. 47, No. 3, pp. 651-698.

Reinhart C. M., e Rogoff K. S. (2010). "Growth in a Time of Debt", *American Economic Review*, Vol. 100, No. 2, pp. 573-578.

Shambaugh J. C. (2012). "The Euro's Three Crises", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012, pp. 157-231.

Tanzi V., e Blejer M. I. (1987). "Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits", *IMF Staff Papers*, Vol. 34, No. 4, pp. 711-738.

Teobaldelli D. (2016). Debito pubblico ed equilibrio macroeconomico, Università degli Studi di Urbino.

TradingView (2026). Serie storica dello Spread BTP-Bund a 10 anni (1999-2026), Dati e grafici finanziari di mercato.

Truenumbers (2023). Avanzo primario Italia: i dati storici e l'evoluzione delle finanze pubbliche, Roma. Disponibile su: https://www.truenumbers.it/avanzo-primario-italia/

Vitaletti G. (2016). "Rising Public Debt, Structural Reduction of Interest, End of Economic Crisis", *SIEP Working Paper*, No. 710/2016.