

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra Macroeconomia e Politica Economica

Evoluzione e gestione dei debiti sovrani tra crisi economiche e vincoli europei: Caso Italia

Prof. Tatiana Cesaroni

RELATORE

Fausto Isaac Messina/Matr. 212981

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

Indice

Introduzione	5
1. Il debito pubblico	7
1.1 Nozioni di base	7
1.2 Misure del debito pubblico. Relazione tra debito e tasso di crescita	9
1.3 Regola di accumulazione del debito	12
2. Caso Italia	16
2.1 Come si è evoluto il rapporto debito/PIL. Una visione storica	16
2.2 Come l'Italia si presenta alla porta delle due crisi	20
2.3 Dalla crisi dei mutui subprime alla crisi dei debiti sovrani	24
3. Vincoli Europei. Il sistema di governance economica e di finanza pubblica a livello di UE	32
3.1 Premessa	32
3.2 Regolamenti europei e loro recenti riforme	32
3.3 <i>Austerity</i> : Soluzione o aggravante del problema?	37
3.4 Gestione del debito in Italia a livello nazionale e comunitario	40
Conclusioni	45
Bibliografia e Sitografia	47

Introduzione

L'Italia ha chiuso l'anno 2018 con un debito pubblico in rialzo al 132,2% del proprio PIL, riconfermandosi come secondo paese con più alto debito pubblico nell'UE, inferiore soltanto a quello della Grecia. L'alto debito pubblico e una crescita, ormai da decenni inferiore a quella degli altri paesi avanzati, attualmente definibile come stagnante, rappresentano due dei principali problemi dell'economia del nostro paese.

Questo lavoro ha come obiettivo quello di analizzare le cause del debito pubblico italiano, ripercorrendone l'evoluzione. Nel lavoro si analizza anche il ruolo che nel determinare le recenti dinamiche del debito hanno svolto i vincoli europei, introdotti dal Trattato di Maastricht del 1992 ed evoluti poi col tempo, e le due recenti crisi economiche, la crisi finanziaria del 2007 e quella dei debiti sovrani del 2011. Pur non svolgendo analisi empiriche, il lavoro effettua una dettagliata analisi descrittiva di tali dinamiche, oltre a fornire un'accurata descrizione della letteratura rilevante sull'argomento, evidenziandone gli aspetti critici.

Il lavoro è suddiviso in tre capitoli, a loro volta organizzati in altrettanti sottocapitoli o paragrafi.

Nel primo capitolo si introducono le nozioni base e alcune definizioni chiave che saranno poi utilizzate nelle parti successive. Il debito pubblico è infatti un problema molto attuale, eppure sembra spesso essere argomento *tabù* o per soli esperti. Una efficace sensibilizzazione che parta già dai normali cittadini sarebbe invece un buon punto di partenza e non può prescindere da una educazione finanziaria quantomeno basilica. Così lo scopo, quantomeno prefissato e con tutti i limiti che può presentare, del capitolo è proprio questo, ricordare argomenti che per esperti potrebbero risultare banali e scontati, ma dei quali un normale cittadino può avere magari solo un'idea approssimativa. Si ricorda quindi cos'è il debito pubblico di una nazione, la sua definizione tecnica ai termini di calcolo delle regole europee, come lo si misura usualmente e perché, e la regola di accumulazione, cioè come questo si evolva nel tempo.

Nel secondo capitolo si passa nello specifico al caso italiano. Prima di tutto si sintetizzano brevemente le crisi di debito che il nostro paese ha affrontato dall'unità ad oggi per poi soffermarsi sulla sua evoluzione recente. Tali crisi sono 4: la prima a cavallo tra l'800 e il '900, la seconda e la terza durante la Prima e la Seconda guerra mondiale, e l'ultima, mai del tutto superata e della quale il nostro paese paga gli errori accumulati, a partire circa dagli anni '70. L'obiettivo di tale capitolo è comprendere da dove derivi l'alto stock di debito pubblico italiano e il ruolo svolto dal primo periodo di integrazione europea e dalle due crisi economiche.

Il terzo capitolo è dedicato invece ai vincoli europei. Inizialmente si presenta nel dettaglio il quadro della governance economica e di finanza pubblica dell'UE allo scopo di analizzare, dopo le cause del debito descritte nel capitolo precedente, il contesto nel quale l'Italia opera per cercare di ridurre il proprio debito pubblico. Successivamente un paragrafo è interamente dedicato alle cosiddette politiche di *Austerity*, argomento oggetto di numerosi dibattiti negli ultimi anni, presentando ricerca di supporto e “contraria” per farne un confronto. Si chiude con un paragrafo in cui si auspicano delle soluzioni al problema debito italiano, sia a livello nazionale che a livello comunitario, soluzioni che prevedano cioè la cooperazione tra gli stati membri.

Le conclusioni rielaborano e riassumono quanto visto in tutto il lavoro e cercano di proporre degli spunti per la futura ricerca e auspici, in generale, per il futuro prossimo dell'Italia.

1. Il debito pubblico

1.1 Nozioni di base

«Il debito pubblico è il debito contratto da uno Stato per far fronte al proprio fabbisogno» (Borsa italiana 2009). Attraverso il debito, infatti, lo Stato finanzia le proprie spese programmate, non coperte dalle entrate fiscali, e paga gli interessi sui debiti precedenti. Il modo principale per finanziare il debito pubblico è l'emissione di bond statali (titoli di stato).

I titoli di stato sono strumenti finanziari (obbligazioni) emessi dal governo con lo scopo di raccogliere capitale da parte di chi è disposto a comprarli (investitori). Possono essere considerati quindi come una forma di indebitamento per l'emittente (Stato) e una forma di investimento per chi lo detiene successivamente. Nel caso italiano i titoli di stato principalmente utilizzati sono i BTP (buoni del tesoro poliennali con scadenza dai 3 ai 30 anni) e i CCT (certificati di credito del tesoro) come strumenti a medio-lungo termine; i BOT (buoni ordinari del tesoro, scadenza dai 3 ai 12 mesi) e CTZ (certificato del tesoro zero coupon, scadenza 24 mesi) come strumenti a breve termine. I possessori di questi titoli sono creditori statali e hanno diritto alla restituzione del capitale (valore facciale) al termine della durata del bond e a una quota fissa, di solito annuale, rappresentante gli interessi del debito, che prende il nome di cedola.

Quando si parla di bond statali, una distinzione doverosa è quella tra mercato primario e mercato secondario. Quando il governo emette un titolo di stato, lo fa nel mercato primario, qui il processo di transazione è di solito gestito da banche di investimento. Successivamente queste possono rivendere il titolo obbligazionario nel mercato secondario (mercato dei bond). Sintetizzando si può dunque dire che il mercato primario è quello dove i bond vengono per prima emessi e comprati; il mercato secondario è quello dove successivamente avviene il trading dei titoli. Questa distin-

zione è fondamentale, come vedremo successivamente per la BCE, per delineare i possibili interventi delle banche centrali.

I prezzi ai quali avvengono le transazioni dei titoli di stato nel mercato secondario dipendono naturalmente dalle condizioni di domanda e offerta di questi (se c'è un eccesso di offerta relativa alla domanda i prezzi scenderanno, viceversa se l'eccesso è sul lato della domanda). I rendimenti dei titoli di stato sono inversamente proporzionali ai loro prezzi così che a una forte domanda di un bond, che ne fa lievitare il prezzo, corrisponde un più basso tasso di interesse; a una scarsa domanda corrisponde invece un rendimento più elevato del titolo.

Prezzi e rendimenti dei titoli di stato sono grandezze importanti perché lo Stato molto spesso, arrivato alla scadenza del titolo o per il pagamento delle cedole, non ripaga attraverso il proprio surplus fiscale (se presente), ma si limita ad effettuare ciò che è chiamato un differimento del debito (*Debt rollover*), ovvero un rinnovo del debito, per far fronte ai pagamenti dovuti. Il rinnovo o meno del debito sarà quindi strettamente collegato al tasso di interesse che esso offre (rendimento) e al suo prezzo, in quanto un tasso troppo elevato renderebbe questo differimento troppo oneroso e costringerebbe quindi ad azioni alternative per il pagamento dovuto. Dal punto di vista dell'investitore, il tasso offerto da un titolo altro non è che una misura indiretta del rischio ad esso associato. Un buon investimento o un investimento sicuro, infatti, avrà certamente un rendimento non troppo elevato rispetto ad uno invece rischioso che dovrà offrire un tasso di interesse più elevato proprio per offrire all'investitore un "premio al rischio".

Tutto ciò, nel nostro contesto di titoli di stato, dipende principalmente dalla capacità di uno Stato di onorare i propri debiti, ovvero di restituire a scadenza del titolo il suo valore facciale e di far fronte annualmente al pagamento degli interessi. Non a caso, negli ultimi anni, sentiamo spesso parlare di spread come di un problema del nostro paese.

Il termine spread, la cui traduzione in italiano sarebbe 'differenziale', indica proprio la differenza tra due tassi di rendimento. Quanto riferimento all'Italia con questo termine ci si riferisce nello specifico al differenziale tra rendimento del BTP decennale italiano e quello del Bund decennale tedesco, ritenuto il titolo europeo sicuro per eccellenza. Più aumenta il rischio percepito nel detenere titoli di stato italiani, più alto deve essere il rendimento di questi titoli per compensarne il rischio e attrarre investitori.

Questo, a parità di rendimento del Bund decennale, fa aumentare lo spread. Nel grafico sottostante si può vedere l'andamento dello spread in questione negli ultimi 5 anni.

Andamento spread BTP italiano e Bund tedesco decennali nell'arco di tempo 2014-2019



Fonte: Il Sole 24 ore

Se il rischio di insolvenza dello Stato percepito è elevato, questo causerà un rialzo dei tassi di interesse con conseguente crollo dei prezzi, innescando, in caso di crisi, ciò che in gergo si chiama “fuga di capitali”. Un ruolo molto importante, per non dire fondamentale, nel plasmare le aspettative degli investitori nei confronti dei bond è quello svolto dalle agenzie di rating che, soprattutto durante la crisi, non sono state esenti da critiche per il loro operato.

1.2 Misure del debito pubblico. Relazione tra debito e tasso di crescita

Il rapporto Debito/PIL è ormai una misura convenzionale per stabilire il grado di indebitamento di un paese. I dati di cui sentiamo spesso parlare nei telegiornali o che leggiamo nei quotidiani si riferiscono per l'esattezza, nella maggior parte dei casi, al rapporto tra debito lordo e PIL. La scelta di quale misura sia la più adatta è però una questione empiricamente ancora molto discussa.¹

¹ Per un'analisi più approfondita delle diverse misure del debito pubblico, cfr. Panizza & Presbitero (2013a, 14-17).

In questo paragrafo, e successivamente, faremo riferimento al rapporto debito/PIL intendendo per debito il debito lordo contratto dalle Amministrazioni pubbliche.² Più nello specifico, ai sensi della Procedura dei Disavanzi Eccessivi (PDE) la definizione del debito pubblico è: «il totale consolidato delle passività finanziarie lorde delle Amministrazioni pubbliche in essere al 31 dicembre di ciascun anno, valutate al valore facciale di emissione (*Trattato UE e Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 3605 del 1993*)». In tale debito sono inclusi diversi strumenti finanziari: «monete e depositi (F.2 secondo la classificazione Sec95); titoli obbligazionari a breve e a lungo termine (F.331 ed F.332, rispettivamente); prestiti a breve e a lungo termine (F.41 ed F.42). Il debito si dice “consolidato” perché nel suo computo vengono annullati i rapporti di debito e credito che intercorrono tra enti appartenenti alla PA (cioè dal totale delle passività degli enti della PA vengono detratte quelle detenute da enti della PA)».³

Il rapporto debito/PIL è un rapporto tra due valori profondamente diversi tra loro: il debito pubblico misura uno stock, la quantità di debito accumulata nel tempo e in un preciso momento, il PIL misura invece una grandezza flusso e determina il valore di beni e servizi di un paese in un determinato periodo. Questa misura, così presentata, sembrerebbe abbastanza ambigua e in effetti, attraverso il solo rapporto, non siamo in grado di stabilire a copertura di che cosa è stato contratto e accumulato un certo debito, cioè se per finanziare semplicemente i consumi o per effettuare degli investimenti pubblici (i quali hanno ripercussioni sul PIL e la sua crescita nel lungo periodo). Eppure, il suo valore viene notevolmente considerato e un’alta frazione di debito rispetto al PIL sembra mettere maggiormente in discussione la capacità o meno di un paese di far fronte ai propri debiti nel tempo. Una carenza di fiducia, che derivi dall’alto stock di debito accumulato (come nel caso dell’Italia) o da altre ragioni, ha di solito, come abbiamo visto, un risultato: un rialzo dei tassi di interessi dei titoli di quelle nazioni, che, tradotto per il paese debitore, significa un incremento nell’onerosità di contrarre nuovo debito. Da quando poi il Patto di Stabilità e Crescita nell’Unione Europea ha sancito la faticosa soglia del rapporto Debito/PIL al 60%, questo valore sembra sempre di più essere considerato come indicatore soglia della salute economica di un paese. Il dibattito tra gli economisti sull’importanza di tale valore, e soprattutto sulla causalità tra alto debito pubblico e crescita di un paese e/o viceversa, è però tutt’altro che chiuso.

² Per avere un quadro specifico della suddivisione del Settore Pubblico, cfr. Bosi (2010, 86-90).

³ Cfr. Balassone, Mazzotta, Monacelli (2008, 35-36).

«Living with high debt is living dangerously» (Mauro & Zilinsky 2016). Un alto debito pubblico, infatti, rende un paese più vulnerabile di fronte a rialzi dei tassi di interesse, i quali spesso, specialmente se il paese in considerazione è una piccola economia, dipendono da fattori dei quali il governo non può avere controllo. L'aumento dei tassi di interesse altro non fa che inasprire il debito preesistente, rendendolo più oneroso e aumentando anche il deficit. Ciò, a parità di altre condizioni, riduce la possibilità di spesa del governo o lo costringe ad innalzare le tasse per produrre il surplus necessario. Il risultato è spesso quello di un taglio nella spesa per gli investimenti pubblici, essendo questa la via meno percepita dai cittadini e di conseguenza politicamente meno criticata. Che un alto debito pubblico per un paese sia un problema è quindi abbastanza chiaro, il problema, ancora da chiarire, è a partire da che livello un debito si possa considerare eccessivamente alto e quindi dannoso per l'economia di un paese.

In un loro studio, Reinhart e Rogoff (2010) hanno individuato il 90% come valore soglia del rapporto debito/PIL, suggerendo che a partire da tale valore vi sia una correlazione negativa tra debito pubblico e crescita economica. In particolare, in base ai loro risultati, le osservazioni dei paesi con un debito pubblico più alto del 90% del loro PIL, presentavano una mediana più bassa dell'1% e un valore medio di crescita più basso almeno di 4 punti percentuali rispetto a quelle riguardanti paesi con debito più basso. Studi successivi hanno però messo in discussione questa correlazione.

Prima di tutto Herndon, Ash e Pollin (2014) in una loro pubblicazione, di risposta a quella di Reinhart e Rogoff (2010), mostrano come questa sia influenzata da diversi errori sia di calcolo, che nei dati utilizzati. Tenendo conto di questi errori, a loro avviso la relazione tra debito pubblico e tasso di crescita risulta essere molto più debole di quanto affermato da Reinhart e Rogoff (2010).⁴

Ancor prima che venissero messi in discussione i dati e i risultati di Reinhart e Rogoff (2010), Panizza e Presbitero (2013a) in un loro studio avevano analizzato, tra l'altro, la possibile causalità esistente tra debito pubblico e tasso di crescita. La loro analisi, oltre a ribadire che la presenza di correlazione negativa tra debito e crescita non necessariamente implichi un nesso di causalità inverso tra le due variabili, mise in evidenza che l'individuazione della citata soglia del 90% da parte di Reinhart e Rogoff (2010), e in generale di qualsiasi soglia di debito/PIL, non sarebbe sufficientemente

⁴ Per un'informazione particolareggiata delle eccezioni mosse, cfr. Herndon, Ash & Pollin (2014, 5-9).

robusta rispetto all'utilizzo di dati provenienti da fonti diverse, periodi temporali diversi e che usano modelli statistici basati su relazioni non-lineari tra dati, o non avrebbe comunque ancora trovato supporto empirico significativo.

Panizza e Presbitero (2013a), nel prendere atto dell'eterogeneità presente tra paesi, dell'assenza di un valore soglia che possa essere ad essi univocamente applicato, e della non evidenza di causalità negativa tra le due sopracitate variabili, concordano comunque sul fatto che politiche economiche sconsiderate ed eccessivamente espansive andrebbero evitate.⁵

1.3 Regola di accumulazione del debito

Nel paragrafo precedente, si è parlato dell'utilizzo e della validità del rapporto debito/PIL come indicatore della solidità fiscale di un paese, tuttavia, per valutare realmente la sostenibilità fiscale di un sistema economico, e cioè la capacità dello Stato di onorare il proprio debito, corrispondendo gli interessi e rimborsando il capitale al momento della scadenza, occorrerebbe analizzare il modo in cui il debito si evolve e accumula nel tempo e quali variabili lo influenzano (cfr. Mankiw & Taylor, 2015).

Ogni anno un paese emette un ammontare di spesa pubblica, in cui figurano anche le spese per interessi sul debito già emesso. Queste spese possono essere finanziate tramite le entrate derivanti da: tassazione, emissione di nuovo debito o stampa di nuova moneta (signoraggio). Nell'Eurozona e nei paesi che ne fanno parte, tra i quali vi è l'Italia, quest'ultimo metodo di finanziamento non è permesso. Quanto detto sopra può quindi formalmente essere riassunto in questo modo:

$$\begin{aligned} & \textit{Spesa pubblica} + \textit{Spesa per interessi} \\ & = \textit{Entrate fiscali} + \textit{Emissione nuovi bond (nuovo debito)} \\ & + \textit{Signoraggio (Eurozona = 0)} \end{aligned}$$

Per capire come il debito pubblico si evolva, e fare quindi un'analisi della sostenibilità fiscale di un paese, possiamo innanzitutto definire un'equazione che descriva la variazione del debito pubblico:⁶

$$\Delta D = iD + G - T$$

⁵ Per approfondimenti sui metodi utilizzati e i risultati trovati, cfr. Panizza & Presbitero (2013a, 4-14).

⁶ L'analisi formale e la notazione utilizzata sarà basata fondamentalmente sull'analisi di Mankiw & Taylor (2015, 331-335). Per informazioni aggiuntive e la trattazione dell'analisi di E. Domar del 1944, cfr. Bosi (2010, 318-324).

Dove ΔD indica la variazione del debito e i , G e T indicano, rispettivamente, il tasso di interesse nominale sul debito pubblico D , la spesa pubblica e il livello delle entrate fiscali. La variazione del debito pubblico è quindi uguale alla somma tra gli interessi corrisposti sul debito (iD) e la differenza tra spesa pubblica ed entrate fiscali ($G-T$), chiamata anche avanzo/disavanzo primario.

Se chiamiamo B il disavanzo di bilancio totale dello stato, avremo dunque che questo sarà uguale al disavanzo primario più gli interessi corrisposti sul debito. La crescita del debito sarà quindi:

$$\frac{\Delta D}{D} = \frac{B}{D}$$

Perché si centri l'obiettivo di sostenibilità fiscale, il rapporto D/Y tra debito e PIL nominale deve rimanere costante intorno a un certo valore di lungo periodo. In altre parole, il debito e il PIL devono crescere allo stesso tasso. Il tasso di crescita del PIL nominale è uguale alla somma tra il tasso di crescita del PIL reale g e il tasso di inflazione π e di conseguenza si dovrà avere:

$$\frac{B}{D} = g + \pi$$

Esprimendo tutto in termini del PIL nominale Y e riordinando avremo:

$$\frac{D}{Y} = \frac{1}{g + \pi} \frac{B}{Y}$$

Il membro di sinistra D/Y rappresenta il rapporto debito/PIL di equilibrio, ovvero il livello stabile di equilibrio al quale tende il rapporto, dati un determinato livello di crescita del PIL nominale $g+\pi$ e un determinato disavanzo di bilancio totale in rapporto al PIL B/Y . Da ciò si deduce che, per uno Stato, per ottenere l'obiettivo di sostenibilità fiscale, è fondamentale un rapporto debito/PIL di equilibrio costante nel tempo. Questa è però una condizione, sì, necessaria, ma non sufficiente. Oltre che costante nel tempo, il rapporto debito/PIL dovrà tendere a un valore prudenziale, che chiameremo d . In tal modo possiamo riesprimere l'equazione di cui sopra come segue:

$$\frac{B}{Y} = (g + \pi)d$$

Fissato quindi un certo valore prudenziale (pari al 60% nel caso dell'Eurozona) lo Stato potrà di conseguenza determinare il livello di disavanzo totale B al quale può ambire.

Questo è soltanto uno dei tanti modi per esprimere la condizione di sostenibilità fiscale per uno Stato, e si traduce in termini di disavanzo di bilancio totale e PIL e debito nominale. Dall'equazione si evince che un governo può permettersi un disavanzo di bilancio totale più elevato nei casi in cui si abbiano tassi di crescita del PIL nominale più elevati, che tendono a fare aumentare il valore del denominatore Y .

Un altro modo per analizzare la sostenibilità fiscale di un sistema economico è farlo in termini di disavanzo di bilancio non totale, bensì primario, ovvero il disavanzo di bilancio al netto della spesa per interessi ($G-T$). Ricordando l'equazione che definiva il disavanzo di bilancio totale $B=iD+G-T$, possiamo riscrivere la condizione di sostenibilità fiscale come segue:

$$\frac{iD + G - T}{Y} = (g + \pi) \frac{D}{Y} \rightarrow \frac{G - T}{Y} = (g + \pi - i) \frac{D}{Y}$$

Sapendo che $i-\pi$ è uguale a r , ovvero il tasso di interesse reale,⁷ possiamo riscrivere l'equazione come:

$$\frac{G - T}{Y} = (g - r) \frac{D}{Y}$$

E fissando nuovamente un valore prudenziale d :

$$\frac{G - T}{Y} = (g - r)d$$

Abbiamo adesso espresso la sostenibilità fiscale in termini di disavanzo di bilancio primario e debito e PIL reale. Considerando quest'ultima equazione si può affermare che la variazione del debito pubblico/PIL nel tempo dipende dal disavanzo primario, dal tasso di crescita reale del PIL e dal tasso di interesse reale da corrispondere sul debito. Il debito può aumentare nel tempo conseguentemente a (1) un disavanzo di bilancio dello Stato, (2) a un tasso di crescita del PIL reale inferiore al tasso di interesse reale da corrispondere sul debito o (3) a una combinazione dei due fenomeni.

⁷ Il tasso di interesse nominale è dato dalla somma del tasso di interesse reale e del tasso di inflazione: $i=r+\pi$. Per un approfondimento sull'equazione di Fisher e su tassi di interesse nominali e reali, cfr. Mankiw & Taylor (2015, 80-82).

1. In presenza di un disavanzo primario, questo andrà ad alimentare il debito, tranne nel caso in cui la differenza tra il tasso di crescita del PIL reale e il tasso di interesse reale sia maggiore del deficit.
2. Se il PIL reale cresce a un tasso inferiore rispetto al tasso di interesse reale da corrispondere sul debito, quest'ultimo crescerà nel tempo, a meno che non si produca un surplus/avanzo di bilancio tale da coprire questa crescita ridotta.
3. Il caso peggiore è naturalmente quello in cui ci si trovi in una situazione di bassa crescita ($g < r$) e disavanzo primario ($G > T$). In questo caso infatti il rapporto debito/PIL aumenterà sia in seguito all'aumento del numeratore (debito) dettato dal disavanzo, che alla diminuzione del denominatore (basso tasso di crescita).

Possiamo riassumere il tutto in questa tabella:

Bilancio pubblico (primario)	$g < r$	$g = r$	$g > r$
< 0 (disavanzo primario)	Debito/PIL $\uparrow\uparrow$	Debito/PIL \uparrow	Se $g - r > G - T$ Debito/PIL \downarrow Se $g - r < G - T$ Debito/PIL \uparrow
$= 0$ (pareggio di bilancio)	Debito/PIL \uparrow	Debito/PIL rimane costante	Debito/PIL \downarrow
> 0 (avanzo primario)	Se $g - r > G - T$ Debito/PIL \uparrow Se $g - r < G - T$ Debito/PIL \downarrow ⁸	Debito/PIL \downarrow	Debito/PIL $\downarrow\downarrow$

In seguito, nel paragrafo del capitolo 3 dedicato all'*Austerity* (cfr. inf. 3.3), analizzeremo più nel particolare l'effetto di una politica di questo tipo, che punta a una riduzione del deficit fiscale, riducendo in teoria il numeratore del rapporto (Debito), ma che può anche avere ripercussioni negative sulla crescita del PIL, facendo diminuire quindi il denominatore del rapporto.

⁸ In questo caso consideriamo le differenze in valore assoluto.

2. Evoluzione debito pubblico: Caso Italia

2.1 Come si è evoluto il rapporto debito/PIL. Una visione storica

L'Italia ha concluso l'anno 2018, ed inaugurato il 2019, con un debito pubblico pari al 132,2% del PIL, in rialzo dal 131,4% del 2017 (Il sole 24 ore 2019). La penisola è oggi, nell'Unione Europea, seconda soltanto alla Grecia, con un debito pubblico del 181,1% del proprio PIL (Il sole 24 ore 2019). L'obiettivo di questo paragrafo è capire da dove derivi e come si sia formato quello che è ormai considerato il macigno che grava sul nostro paese.

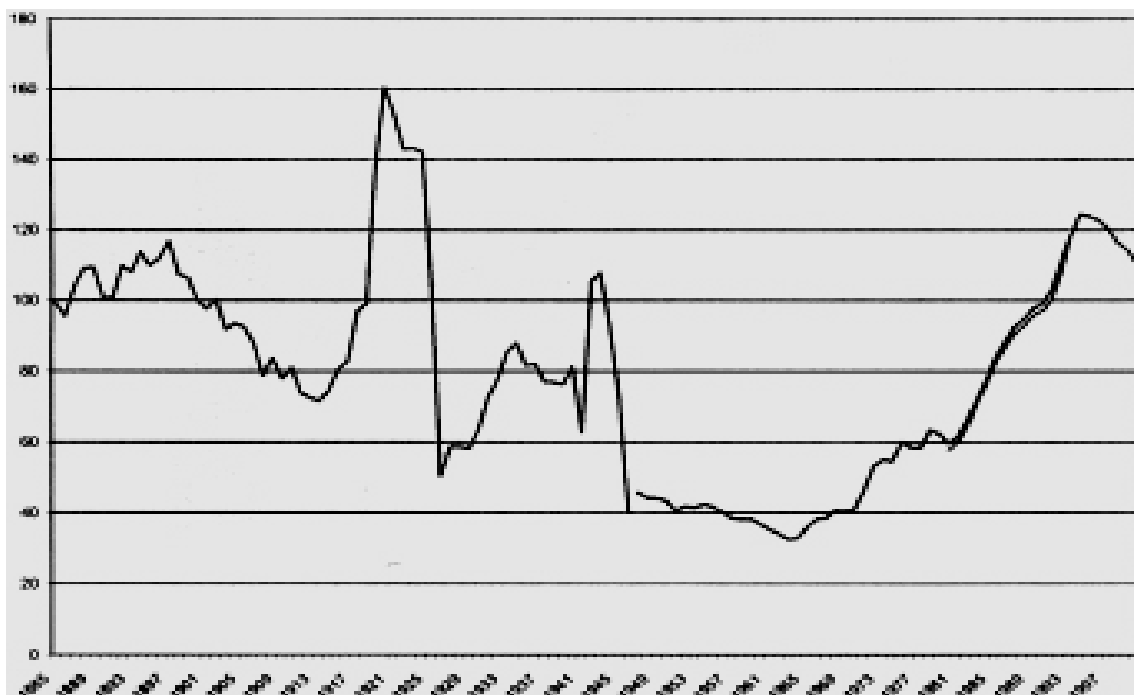
Un interessante lavoro di Roberto Artoni, *Il debito pubblico in Italia dall'Unità ad oggi*, analizzando il rapporto debito/PIL, individua, nella storia italiana quattro fasi in cui si può dire che l'Italia abbia affrontato degli shock dovuti ad un alto debito pubblico.⁹ L'ultima di queste non è stata ancora riassorbita e, come da Artoni stesso affermato: «Nella storia del debito pubblico italiano l'interpretazione del periodo che va dal 1974 al 1994 è il problema veramente aperto» (Artoni 2005, 73).

Per prima cosa ripercorreremo brevemente queste quattro fasi di boom del debito, per poi concentrarci sull'analisi della storia recente del debito pubblico italiano.¹⁰ Le fasi sono rappresentate da Artoni (2005, 76) nel grafico che chiude il suo studio e viene riportato qui di seguito:

⁹ Per un altro interessante studio sull'andamento del rapporto debito/PIL in Italia, cfr. Francese e Pace (2008) e gli interventi sulla stampa di Marro (2018) e Saccò (2018).

¹⁰ Per informazioni riguardanti le serie storiche da Artoni utilizzate e le difficoltà di misurazioni incontrate, cfr. Artoni (2005, 65-66).

Andamento rapporto debito/PIL in Italia tra il 1885 e il 2001



Fonte: Artoni (2005, 76)

La prima fase fa riferimento allo shock verificatosi poco prima dell'inizio del '900, precisamente nel 1897, quando con la crisi economica di fine '800, il debito pubblico italiano raggiunse un picco pari al 117% del PIL. Tale livello fu poi riassorbito negli anni successivi prevalentemente grazie alla crescita economica del periodo giolittiano e ad una politica di bilancio molto rigorosa, che, nonostante la guerra in Libia, riuscirono a portare nel 1913 il rapporto debito/PIL al 71%.

La seconda crisi di finanza pubblica è collegata invece alla partecipazione dell'Italia alla Prima guerra mondiale. Durante il conflitto il rapporto debito/PIL salì dal 71% del 1913 al 98% del 1918 a fine conflitto, per poi crescere drasticamente, durante il "biennio rosso" 1919-20, raggiungendo il massimo storico italiano, il 160% del PIL. Successivamente, dopo 4 anni di riduzione molto limitata, questa seconda fase venne superata solo con la sistemazione, o meglio cancellazione, dei debiti di guerra e una forte riduzione del debito interno, che portò il rapporto debito/PIL a un valore del 51% nel 1926.

La crisi del 1929, gli effetti della Grande Depressione e poi la Seconda guerra mondiale, sono le cause della terza crisi di finanza pubblica italiana, che Artoni racchiude e individua nel periodo 1926-1946. Un primo aumento dal 51% all'88% si ha infatti nel periodo 1926-1934, in seguito alla riduzione delle entrate dovuta alla grande crisi. Successivamente, nonostante l'aumento nelle spese militari, il buon andamento economico del paese permette una riduzione, nel 1939, al 79%. È nuovamente una partecipazione dell'Italia a un conflitto bellico, questa volta alla Seconda guerra mondiale, a far balzare nel 1943 il debito pubblico italiano al 108% del PIL. L'elevata inflazione, durante gli ultimi due anni di guerra e nell'immediato secondo dopoguerra, determinò una rapida caduta del debito pubblico al 40% del PIL nel 1946.

Tralasciando il periodo di ricostruzione dell'immediato secondo dopoguerra, l'Italia attraversò un primo periodo di forte crescita con un tasso di crescita annuo superiore al 5%, (il cosiddetto "boom economico" o "miracolo economico" italiano). L'economia, come già detto, iniziò a crescere a ritmi mai visti prima, e soprattutto il costo del debito crebbe a ritmi inferiori rispetto al PIL. Quanto detto, insieme ad un'inflazione praticamente assente e ad una politica fiscale equilibrata, contribuì ad un'ulteriore diminuzione del debito, che scese dal 41% del PIL del 1951 al 33% del 1964, per poi risalire al 41% nel 1968, anno in cui iniziano a manifestarsi le prime turbolenze economico-finanziarie sia a livello interno che internazionale.

Il periodo successivo, che Artoni individua nell'arco 1968-1983, è infatti caratterizzato da una forte inflazione generale, dovuta agli shock petroliferi degli anni '70, e aggravata in Italia da una continua politica di svalutazione della lira. Allo stesso tempo, però, i tassi di interesse reali sono fortemente negativi, a causa della politica monetaria molto permissiva attuata dalla FED e naturalmente seguita dalla Banca d'Italia. Altra peculiarità che caratterizza tutti gli anni '70 è il forte aumento della spesa pubblica, conseguenza diretta dell'attuazione di politiche di welfare. Questo aumento, congiunto alla stagnazione delle entrate, causa forti deficit del bilancio statale, arrivando persino alla doppia cifra.

Fino agli inizi degli anni '80, eppure, gli effetti sul debito sono ancora abbastanza limitati. Il "merito" di ciò sta nell'azione della Banca d'Italia, che dal 1975 al 1981 si impegnò a garantire il successo delle aste dei titoli di stato, stampando moneta per comprare le obbligazioni rimaste invendute, in poche parole operò come prestatore d'ultima istanza. In questo modo il costo del debito si spostò dalla finanza pubblica alla

lira, non è un caso infatti che in quegli anni la lira arrivò a svalutarsi addirittura di un 40% rispetto al dollaro americano.

L'inizio degli anni '80 segna per l'Italia anche l'inizio dei problemi per i propri conti pubblici. Gli Stati Uniti d'America, con Ronald Reagan presidente e Paul Volcker come governatore della FED, decidono di cambiare rotta con una politica economica neoliberista, che con gli anni prenderà addirittura il nome di *reaganomics*.¹¹ La lotta all'inflazione fu uno dei capisaldi di questa politica, e quello a cui siamo interessati in questo paragrafo. La riduzione dell'inflazione sarà raggiunta soprattutto con una forte stretta sui tassi, che, in soli sei mesi, passeranno dal 9% al quasi 19%. Tutte le banche centrali dei paesi del blocco americano sono costrette a seguire la Federal Reserve in questa politica, Banca d'Italia compresa. È in questo contesto che, nel luglio del 1981, avviene il cosiddetto divorzio tra il Ministero del Tesoro e la Banca d'Italia. Quest'ultima viene infatti liberata dall'obbligo di acquisto dei titoli di stato invenduti e ritrova una propria indipendenza nelle decisioni di politica monetaria.

Come anticipato, negli anni '80 iniziano i problemi per i conti pubblici italiani, l'Italia si trovò infatti ad affrontare ancora un'alta inflazione e, in aggiunta, dei tassi di interesse molto alti. Questo, seppur in un periodo di crescita e aumento delle entrate come quello considerato, appesantisce il bilancio dello stato con una spesa per interessi via via più crescente, che arriverà a toccare il culmine del 12% del PIL nel 1994. Il debito pubblico italiano comincia quindi a salire, nel 1980 era di poco sotto il 60% e in dieci anni arriva a superare il 100%, toccando il picco del 124% del PIL sempre nel 1994.

Responsabili di ciò sono, in parte, anche i governi politici italiani che si susseguirono nel corso degli anni '80, che, nonostante i numerosi richiami dell'allora governatore della Banca d'Italia Carlo Azeglio Ciampi su spese, deficit e debito, attuarono delle politiche eccessivamente espansive, tralasciando la disciplina di bilancio ed operando per diversi anni continuamente in deficit. È da ricordare a tal proposito la critica mossa da Artoni (2005, 70):

In questo periodo deve essere sottolineata la passività delle nostre autorità di politica economica che hanno assistito inerti all'evoluzione della nostra finanza pubblica, forse soddisfatte del fatto che a tassi di interesse reali così elevati fosse comunque possibile il

¹¹ Per informazioni aggiuntive riguardanti le politiche neoliberiste attuate da Reagan, cfr. De Simone (2014, 263-265).

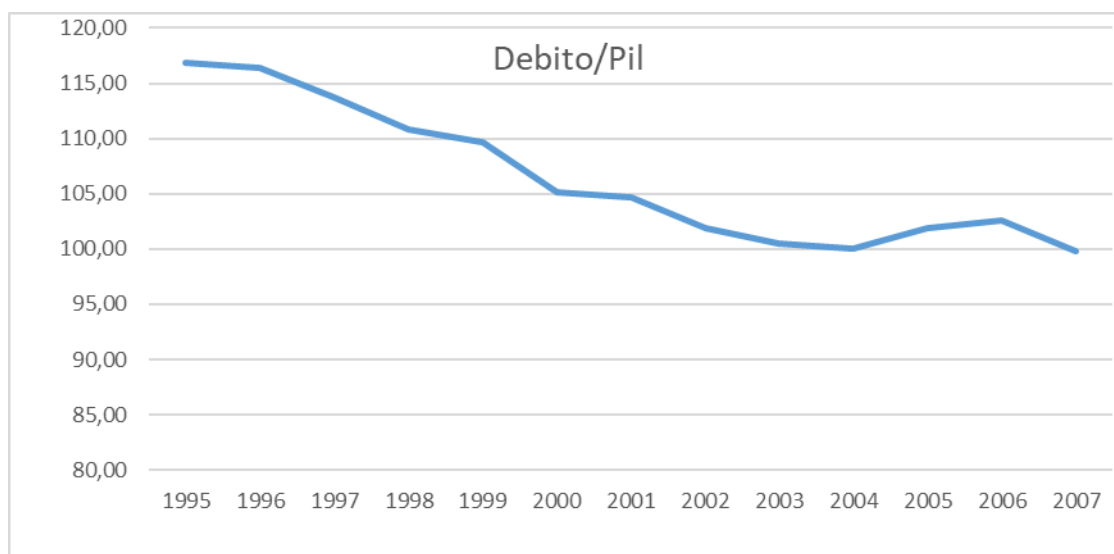
finanziamento del Tesoro. Solo la crisi valutaria del 1991, con la forte svalutazione della lira che ne derivò, avviò una politica di riequilibrio, che al di là degli effetti immediati relativamente modesti, stabilizzò comunque le aspettative degli operatori nazionali ed esteri.

Gli anni successivi al picco del 1994, orientativamente il periodo 1996-2001, segnano invece un'inversione di tendenza. Sulla scia delle politiche statunitensi e soprattutto dell'adesione all'Unione Monetaria Europea con il trattato di Maastricht (le argomentazioni pro e contro l'adesione dell'Italia all'UE e relativi vincoli di bilancio verranno affrontate nel capitolo 3) iniziò un periodo di graduale convergenza dei tassi di interesse, che consentì una riduzione del debito italiano. A fine 2007, alle porte della crisi finanziaria, il debito pubblico italiano ammontava a 99,79% (cfr. Grafico 1).

2.2 Come l'Italia si presenta alla porta delle due crisi

Come già anticipato nel paragrafo precedente, dopo l'attacco speculativo alla lira, dal 1992 in poi incomincia per l'Italia un periodo di obbligato risanamento dei propri conti pubblici, fondamentale per rientrare nei parametri di Maastricht e aderire a tutti gli effetti all'Unione Monetaria Europea. Gli sforzi saranno tanti, l'Italia sarà l'unico stato nell'UE a chiudere in saldo positivo, al netto della spesa per interessi, praticamente ogni suo bilancio dal 1995 al 2007 (cfr. Grafico 3), riuscendo finalmente a riportare il livello del debito/PIL quantomeno sotto la soglia del 100%. Nel grafico sottostante l'andamento del debito pubblico in rapporto al PIL nel periodo 1995-2007.

Grafico 1. Andamento del rapporto Debito pubblico/PIL in Italia: 1995-2007



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia ed Istat

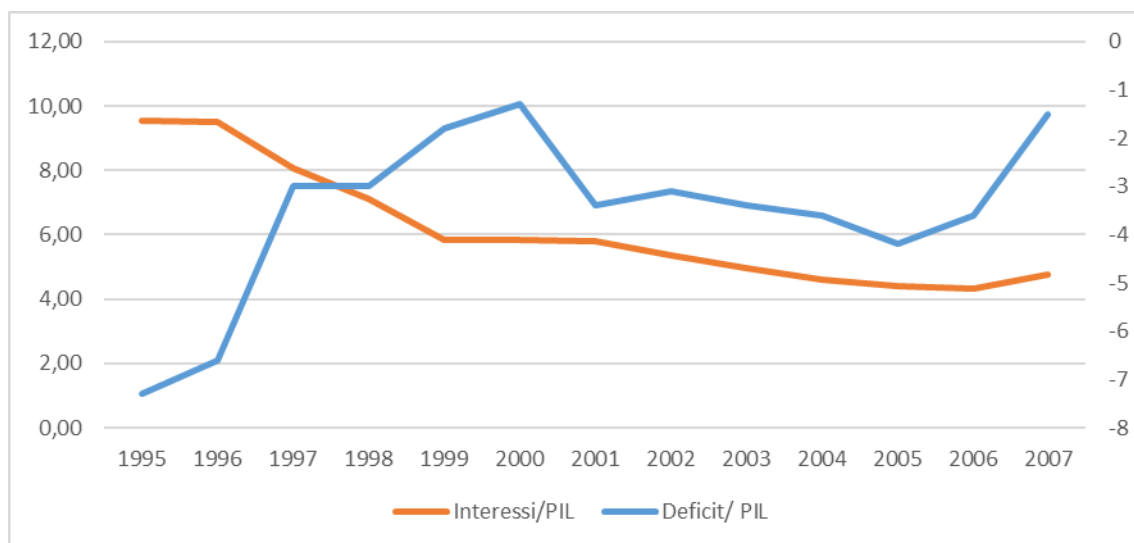
In particolare, tra il 1992 e il 1997 vi fu una forte azione di riequilibrio dei conti pubblici, basata prevalentemente su un aumento della pressione fiscale, che raggiunse il massimo storico proprio nel 1997, e un taglio alle spese, nello specifico alle spese sanitarie e agli investimenti pubblici. Proprio per la sua natura, questo risanamento, concluso nel 1997, non poteva considerarsi definitivo. In base a quanto evidenziato da Marino et al. (2008), vari lavori dimostrerebbero che «episodi di consolidamento fiscale come quello italiano, basati principalmente su aumenti della tassazione e su tagli della spesa in conto capitale, tendono a dare risultati meno persistenti nel medio periodo.»¹²

Tutto ciò ha influenzato le politiche di bilancio degli anni successivi e i loro risultati. Risultano prioritari infatti, nei documenti di programmazione economico finanziaria degli anni 1998-2005, la riduzione della pressione fiscale e un aumento nelle risorse da conferire agli investimenti pubblici. A ciò si aggiunge l'obiettivo di mantenere un saldo o avanzo primario al 5% del PIL, per rispettare formalmente l'impegno preso al momento dell'ammissione all'Unione Monetaria. Come vedremo, però, questo obiettivo verrà meno proprio in questi anni.

Se si guarda all'andamento del disavanzo complessivo (cfr. Grafico 2), se ne può notare una diminuzione negli anni a cavallo tra la fine degli anni '90 e l'inizio del XXI secolo con una riduzione del rapporto deficit/PIL che passa dal 3 all' 1,3 per cento. Tale miglioramento fu legato principalmente alla diminuzione della quota della spesa per interessi in seguito al processo di convergenza dei tassi di interesse dopo l'adesione dell'Italia all'Unione Monetaria.

¹² Marino et al. (2008, 6) rimanda nell'apposita nota (11) a diversi studi pubblicati tra il 1995 e il 2008.

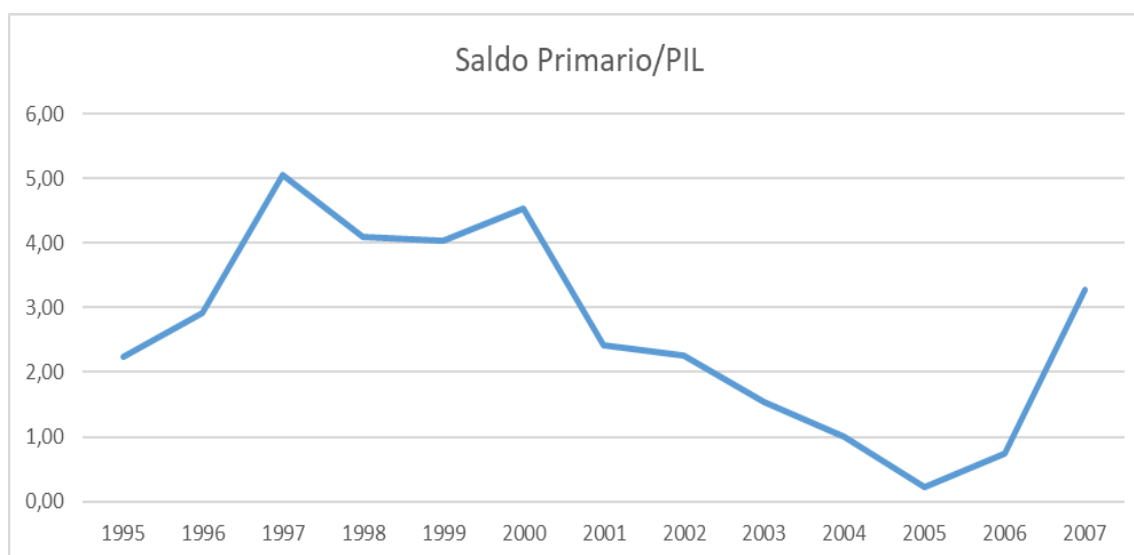
Grafico 2. Andamento della spesa per interessi e del deficit in rapporto al PIL in Italia: 1995-2007. Interessi/PIL su scala sx. Deficit/PIL su scala dx



Fonte: Elaborazioni su dati Istat

A partire però dagli inizi degli anni 2000 si assiste a un costante deterioramento dei conti pubblici italiani. Prendendo come punto di riferimento questa volta l'andamento del saldo primario, si nota come questo peggiori quasi costantemente dal 1997 al 2005, passando dal 5,06 allo 0,22 per cento del PIL (cfr. Grafico 3).

Grafico 3. Andamento del saldo primario in rapporto al PIL per l'Italia: 1995-2007



Fonte: Elaborazioni su dati Istat

Analizzando le cause del deterioramento del saldo primario, Marino et al. (2008) fanno notare che sia il peggioramento del saldo primario strutturale,¹³ avvenuto tra il 1997 e il 2003, sia il suo miglioramento dal 2004 al 2007, soprattutto nel biennio 2006-07, siano strettamente collegati all'andamento delle entrate e delle spese.¹⁴ La prima fase (peggioramento 1997-2003) sarebbe stata caratterizzata da una diminuzione delle entrate ed un aumento di spese. Le prime sono in linea con l'obiettivo prefissato di allentamento della pressione fiscale, le seconde sono invece in contrasto con quanto affermato nei suddetti documenti di programmazione, nei quali a una riduzione delle entrate avrebbe dovuto accompagnarsi un contenimento delle spese per mantenere costante il saldo primario.

Nel 2005 il Consiglio della UE, dopo aver accertato una situazione di disavanzo eccessivo, chiese al governo italiano una politica di risanamento da completare entro il 2007 (fase di miglioramento 2004-2007). Anche qui, l'aggiustamento fiscale proposto dal governo italiano fu simile a quello varato negli anni '90, basato sull'aumento delle entrate, ed una crescita della pressione fiscale che tornò su valori simili a quelli dei primi anni '90. L'aggiustamento incluse anche la riduzione della spesa in conto capitale, nonostante una spesa primaria nel suo complesso sempre in aumento.

Il quadro che si delineò fu quello di un paese che, per rientrare nei "paletti" imposti nel Patto di Stabilità e Crescita, si servì spesso e volentieri di misure temporanee che più che risolvere il problema, lo procrastinarono. Bassanetti et al. (2013) fanno notare come circa 2/3 della riduzione del debito tra il 1998 e il 2007 derivò da operazioni straordinarie come la vendita di assets. Bassanetti et al. (2013) definiscono il periodo 1998-2007, caratterizzato da squilibri dei conti pubblici e crescita economica più bassa rispetto a quella dei principali paesi europei (tasso di crescita annuo medio del periodo 1998-2007 del 1,5% contro il 2,3% dell'area euro) come il "decennio perduto", in cui vi fu un virtuale periodo di arresto del processo di riforme. Senza entrare troppo nel dettaglio, a loro avviso i progetti di riforma avrebbero dovuto interessare soprattutto il sistema pensionistico, quello scolastico e quello sanitario.¹⁵

¹³ Il saldo primario strutturale si ottiene depurando le voci di bilancio dagli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee. Per un'analisi dettagliata della correzione effettuata da Banca d'Italia cfr. Marino et al. (2008, 6-18).

¹⁴ Per un'analisi quantitativa dell'apporto di entrate e spese nei conti pubblici italiani del periodo 1998-2007, cfr. Marino et al. (2008, 27-38).

¹⁵ Per un approfondimento sulle riforme varate nel periodo 1998-2007, cfr. Bassanetti et al. (2013, 11-13).

Bassanetti et al. (2013) individuano le cause delle mancate riforme o della inefficienza di quelle attuate nella frammentazione politica interna e in fattori contingenti esterni quali la facilità di accesso al credito per le famiglie italiane in quegli anni, il rapido aumento del benessere collettivo e la poca attenzione da parte dei mercati internazionali a deficit strutturali del paese, ormai radicati.¹⁶

In base a quanto evidenziato da questi autori, se l'Italia si fosse presentata agli inizi delle due crisi in condizioni strutturali e di finanze pubbliche migliori, avrebbe potuto evitare o mitigare diversi effetti negativi come avvenuto per paesi come Germania e Belgio, che completarono il processo di riforme con successo.¹⁷

2.3 Dalla crisi dei mutui subprime alla crisi dei debiti sovrani

L'Italia conclude l'anno 2007 con un debito pari al 99,79% del PIL. Oltreoceano però, già a metà 2007, stava per scoppiare quella che pochi anni dopo sarebbe stata considerata come la crisi peggiore dalla Grande Depressione del 1929.

Lungi dall'essere l'obiettivo e l'oggetto d'analisi di questo studio,¹⁸ riassumeremo brevemente quanto accaduto durante la crisi dei mutui *subprime* scoppiata negli Stati Uniti, per capire poi, e lì ci concentreremo, come questa abbia influenzato l'economia italiana e in particolare le questioni di finanza pubblica. Capire le cause e le conseguenze di questa crisi è quanto mai importante, se si pensa come questa, pochi anni dopo, sia in pratica sfociata, in parte, nella crisi dei debiti sovrani per i paesi europei.

La crisi dei mutui *subprime* ha avuto inizio negli Stati Uniti nel 2006, affonda però le proprie cause e radici a partire in realtà dall'inizio del XXI secolo.¹⁹ Gli anni 2000 furono infatti anni di euforia, caratterizzati da un grande ottimismo per il futuro. In questo contesto, la crescita dei mutui *subprime* può essere ricondotta schematicamente alla bolla immobiliare formatasi in quegli anni negli Stati Uniti, favorita dalla politica monetaria della Federal Reserve e dalla diffusione del fenomeno delle cartolarizzazioni.

¹⁶ Per una spiegazione più dettagliata di tali cause, cfr. Bassanetti et al. (2013, 13-16).

¹⁷ Per avere un'idea dell'apporto quantitativo che avrebbe portato il piano di riforme auspicato, si veda l'analisi controfattuale in Bassanetti et al. (2013, 16-17).

¹⁸ Per un interessante e approfondito studio sulla crisi del 2007, sulle sue cause e le sue conseguenze, cfr. Verick & Islam (2010).

¹⁹ Cfr. Consob (s.d.).

I prezzi delle case negli Stati Uniti tra il 2000 e il 2006 si alzarono notevolmente per l'aumento della domanda di abitazioni, dovuta a sua volta alla crescente erogazione di mutui a soggetti non del tutto solventi. A favorire tutto ciò si aggiunse anche la politica monetaria della FED basata sul mantenimento di bassi tassi di interesse come risposta alla precedente crisi del *dotcom*. I bassi tassi significavano basso costo del denaro ed invogliarono ancor di più le famiglie americane a contrarre mutui, innalzando ulteriormente domanda e prezzo delle abitazioni. Sul fronte delle istituzioni finanziarie, queste concedevano facilmente mutui, potendo far affidamento sul pignoramento e la rivendita dell'abitazione in caso di insolvenza del mutuatario. Ad abbassare ulteriormente la loro attenzione sulla reale affidabilità dei clienti, influiva inoltre lo sviluppo del fenomeno della cartolarizzazione. L'istituto di credito poteva cioè trasformare i propri mutui in titoli e venderli a soggetti terzi, le cosiddette società veicolo, in cambio di titoli a breve termine. Così facendo, si liberava apparentemente del rischio di insolvenza, e in un periodo, come già detto, di bassi tassi di interesse, queste transazioni di titoli cartolarizzati coinvolsero investitori non solo negli Stati Uniti ma anche in Europa, ponendo i presupposti per un successivo contagio nella crisi a venire. Quando nel 2004, in seguito alla ripresa economica degli Stati Uniti, i tassi di interesse tornarono a crescere, aumentarono i casi di insolvenza, la domanda delle abitazioni incominciò a calare drasticamente e scoppiò la bolla immobiliare.

In breve tempo le istituzioni finanziarie che avevano a lungo concesso quei mutui, registrarono delle pesanti perdite. Ad aggravare il tutto furono le agenzie di rating, che iniziarono a declassare i titoli cartolarizzati. Da lì in poi la storia proseguì come per quasi tutte le crisi: da crisi di fiducia si passò presto anche a una crisi di liquidità, culminata col fallimento della grande banca d'investimento americana *Lehman Brothers* alla fine dell'estate del 2008. La crisi non si fermò a livello locale statunitense ma, visto il coinvolgimento diretto o indiretto di molte banche europee, si estese velocemente anche in Europa. Fu rapida anche la trasmissione all'economia reale statunitense e del vecchio continente con caduta di reddito e occupazione.

Stando alle stime dell'OCSE, durante la recessione mondiale del biennio 2008-09, il PIL dei paesi industrializzati sarebbe sceso del 4% solo nei mesi compresi tra l'ottobre 2008 e il marzo 2009. Tutto ciò si riflesse nel crollo del commercio internazionale, il cui volume scese di un sesto nello stesso periodo. Per evitare una seconda Grande Depressione, la risposta delle politiche economiche, fiscali e monetarie non è mancata

ed è stata anzi «straordinaria e senza confronti storici per l'entità degli interventi; per la loro natura e ampiezza; per il grado di coordinamento internazionale velocemente raggiunto nelle fasi più acute della crisi» (Caivano et al. 2010).

Ma come si posiziona l'Italia in questo contesto? In una loro pubblicazione, Caivano et al. (2010) analizzano la trasmissione della crisi globale del 2008 all'economia italiana e ne individuano tre fasi. Nella prima, compresa tra le estati del 2007 e del 2008, vi sono i primi segnali di rallentamento, seppur contenuto, dell'economia. I prezzi delle materie prime e l'inflazione al consumo aumentarono in tutta l'area dell'euro e, nonostante il brusco crollo del commercio internazionale non fosse ancora iniziato, le vendite italiane all'estero incominciano a stagnare. Nel secondo trimestre del 2008 iniziò la contrazione del PIL.

Come già anticipato, con il fallimento della *Lehman Brothers*, inizia la fase più acuta della crisi, la seconda per Caivano et al. (2010). In un clima di notevole incertezza, anche la capitalizzazione di borsa delle banche italiane crollò in una decina di giorni, portando ad una stretta al credito. La crisi finanziaria si estese all'economia reale. Il crollo del commercio internazionale e la stretta al credito causarono, rispettivamente, un forte calo delle esportazioni e degli investimenti: il PIL, nel suo complesso, crollò definitivamente nel primo trimestre del 2009.

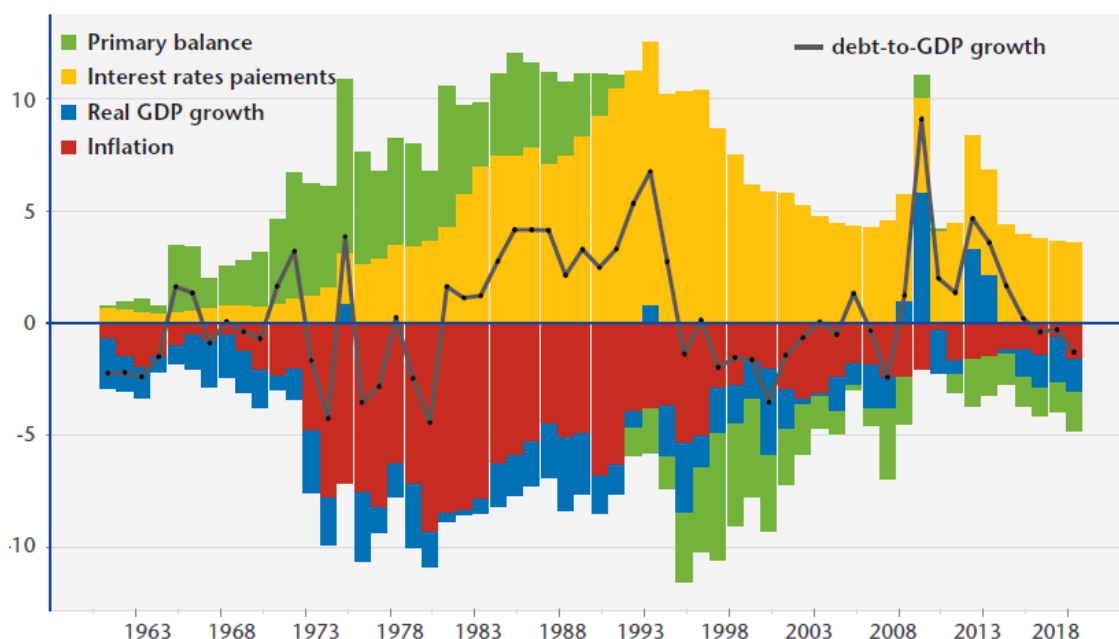
Per far fronte alla crisi, tutte le banche centrali delle principali economie attuarono coordinatamente una forte riduzione dei tassi di interesse. A ciò si aggiunsero politiche monetarie non convenzionali che garantirono l'affluenza del credito all'economia. Per quanto riguarda le politiche fiscali, in Italia si estese soprattutto la copertura degli ammortizzatori sociali e vennero introdotti strumenti di sostegno alla capitalizzazione delle banche. Iniziò così, a partire dal secondo trimestre del 2009, una fase di graduale e timida ripresa (terza fase).

L'analisi effettuata da Caivano et al. (2010) è utile anche per comprendere quali siano stati i "canali" di trasmissione della crisi all'economia italiana. Gli autori, attraverso un'analisi controfattuale, ipotizzano uno scenario in assenza di crisi e lo comparano con quello effettivo, per valutare il peso di diverse variabili nella recessione italiana di quegli anni. Riassumendo brevemente i risultati di Caivano et al. (2010), si può dire che per circa tre quarti la crisi sia stata "importata", cioè legata all'andamento

delle principali variabili internazionali; di dimensioni non trascurabili sarebbero stati anche l'apporto della situazione finanziaria interna e quello della crisi da sfiducia.²⁰

Passando alle questioni di finanza pubblica, a seguito della crisi economica il rapporto debito pubblico/PIL italiano crebbe nel complesso dal 99,79% di fine 2007 al 115,41% di fine 2010. La maggior parte di questo aumento fu dovuta al cosiddetto “*snowball effect*”²¹, cioè l'impatto combinato di spesa per interessi e tasso di crescita del PIL. Quanto detto si può notare chiaramente nella figura sottostante (Grafico 4), rappresentante l'impatto di diverse variabili nella crescita del debito pubblico italiano dagli anni '60 ai giorni nostri.

Grafico 4. “Drivers” della crescita del rapporto debito/PIL italiano



Fonte: AMECO, OECD, elaborazioni di Antonin et al. (2019)

La fase di ripresa italiana viene bruscamente interrotta nel 2011 dall'insorgere delle turbolenze riguardanti i debiti sovrani dei paesi della periferia europea. Già a partire dalla fine del 2009 diversi paesi chiusero i propri bilanci con deficit che sfiorarono la

²⁰ Per l'approccio utilizzato nell'analisi controfattuale e un'analisi quantitativa più dettagliata, cfr. Caivano et al. (2010, 12-27).

²¹ Per un'analisi più dettagliata e un ulteriore studio delle dinamiche del debito pubblico nell'arco 2008-2010, cfr. Giovannini (2011).

soglia del 3%. Tra questi vi è nuovamente l'Italia che raggiunse un rapporto deficit/PIL pari al 5,3% (cfr. Grafico 6, alla fine del capitolo).

Nuove turbolenze nei mercati furono innescate poi dal caso Grecia alla fine dello stesso anno. Il nuovo governo greco, insediatosi nell'ottobre del 2009, pubblicò infatti un saldo di bilancio revisionato che ammontava a -12,7% del PIL rispetto all'originario -6%. Il deterioramento delle finanze pubbliche della Grecia innescò una diffidenza da parte degli investitori internazionali nei confronti dei paesi della periferia europea (Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia). Lo spread tra i titoli di stato di questi paesi e quelli emessi dalla Germania, considerata un punto di riferimento per gli investitori, iniziò a salire.

Nella primavera del 2010 la Grecia, alle prese con i propri conti pubblici e in difficoltà nel collocare i propri titoli, fu costretta a richiedere l'aiuto dell'Unione Europea e del Fondo Monetario Internazionale. I piani di salvataggio offerti alla Grecia prevedevano in cambio l'attuazione di una politica di forte austerità per risanare i conti pubblici. Presto vennero coinvolte in piani simili, anche se per ragioni differenti, Irlanda (Novembre 2010) e Portogallo (Maggio 2011).²² L'Italia, tuttavia, in questa prima fase, non fu interessata da questi programmi di risanamento in maniera diretta.

La situazione si acuì nel luglio del 2011, quando, in seguito all'annuncio di un nuovo piano di assistenza alla Grecia, basato sul coinvolgimento di privati, il cosiddetto *Private Sector Involvement* (PSI), nonostante le rassicurazioni al riguardo, lo spread tra Germania e tutte le economie della periferia europea aumentò notevolmente. L'Italia pagò sia per l'alto stock di debito pubblico accumulato, del quale abbiamo visto le origini nei due paragrafi precedenti, sia per la crescita stagnante (cfr. Grafico 4). Nel novembre del 2011 lo spread tra il BTP italiano e il Bund tedesco decennale tocca il picco di 550 punti base (Buseti e Cova, 2013). Nello stesso periodo, le tre più note agenzie di rating (*Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch Ratings*) riducono il merito di credito dell'Italia e di alcuni istituti bancari. Sarà soltanto la prima di diverse altre riduzioni che si susseguiranno negli anni a venire. Il Governo risponde con il varo di due manovre di bilancio per il quadriennio 2011-14 in cui si anticipa il pareggio di bilancio al 2013 rispetto a quanto concordato in sede europea.

²² Lane (2012, 56). In particolare, per quanto riguarda l'Irlanda, la crisi sarebbe derivata principalmente dalla caduta delle quotazioni immobiliari, in seguito allo scoppio della bolla immobiliare, e dal conseguente coinvolgimento del settore bancario. Il Portogallo avrebbe invece pagato una scarsa competitività, responsabile di una bilancia dei pagamenti in forte deficit, e un elevato indebitamento delle famiglie.

Nel 2012 anche la Spagna fu investita dal ciclone della crisi. Nell'agosto dello stesso anno il Consiglio direttivo della BCE annunciò nuove modalità di intervento nel mercato secondario dei titoli di Stato, le cosiddette operazioni definitive monetarie (OMT), per assicurare gli investitori sull'irreversibilità dell'euro.²³ Da lì in poi si ridurranno gradualmente i rischi sovrani dei paesi coinvolti.²⁴

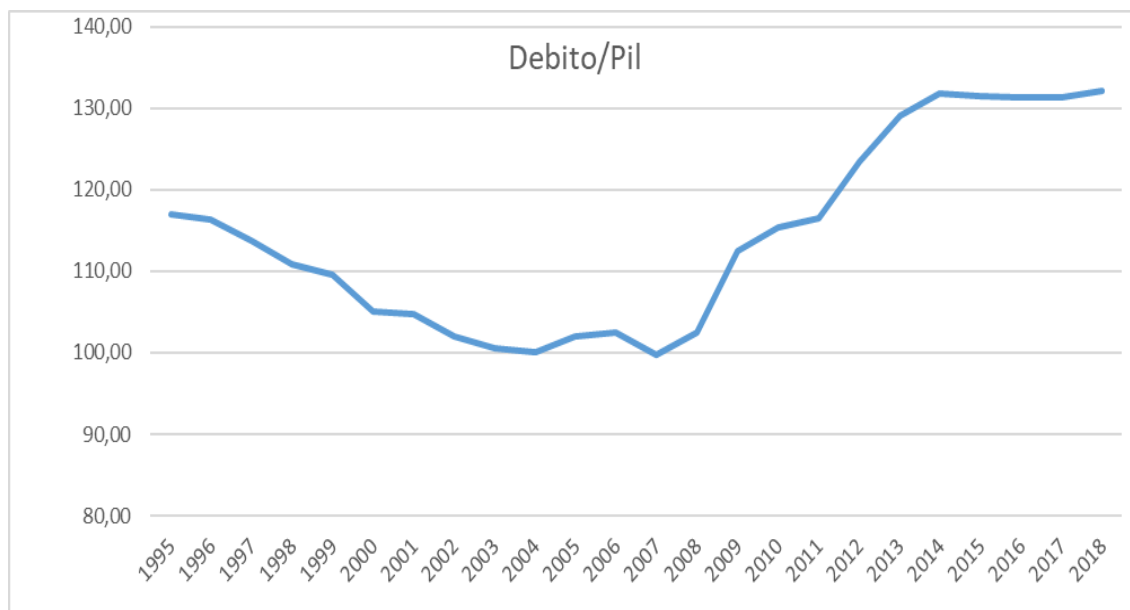
Busetti e Cova (2013) tramite un'analisi controfattuale, simile a quella già citata di Caivano et al. (2010) per la *Grande Recessione*, analizzano il peso dei principali fattori responsabili del deterioramento delle variabili macroeconomiche nella recessione del 2012-13. Dai loro risultati si evince che alla recessione italiana abbiano contribuito principalmente le difficili condizioni di finanziamento dell'economia italiana (costi di finanziamento per i privati e difficoltà di accesso al credito per le imprese). A ciò si aggiungevano gli sforzi di austerità derivanti dalle manovre di finanza pubblica e un apporto non trascurabile dato anche dall'andamento dello scenario internazionale e dall'incertezza e calo di fiducia delle famiglie italiane. Tra le componenti della domanda aggregata, la voce che presenta un differenziale maggiore tra andamento controfattuale ed effettivo è quella degli investimenti. Nel complesso vi è una contrazione generale, con diminuzione dei consumi, delle esportazioni e soprattutto delle importazioni, che rispecchia una generale diminuzione della domanda interna.

Nel complesso le due crisi, susseguitesì nel giro di pochi anni, avrebbero praticamente azzerato del tutto gli sforzi italiani degli anni '90 e primi 2000 in materia di conti pubblici. L'Italia si presentava alla porta della crisi finanziaria globale con un debito al 99,79% del PIL, a fine 2013 lo stesso ammonta a 129,02% (cfr. Grafico 5). Oggi il debito pubblico italiano è ancora fermo a 132,16% del PIL.

²³ Da ricordare a proposito è l'ormai famoso discorso del presidente della BCE Mario Draghi alla Global Investment Conference di Londra nel 26 luglio del 2012 dove testualmente egli affermò: «*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*».

²⁴ Il 22 gennaio 2015 il presidente della BCE Mario Draghi annuncia al World Economic Forum che la BCE acquisterà titoli di debito pubblici e privati a un ritmo di 60 miliardi al mese. Ha inizio il *Quantitative Easing* (QE) che verrà negli anni rinnovato fino a fine 2018, con l'obiettivo di riportare l'inflazione vicino al livello del 2%.

Grafico 5. Andamento del rapporto tra Debito pubblico e il PIL in Italia: 1995-2018



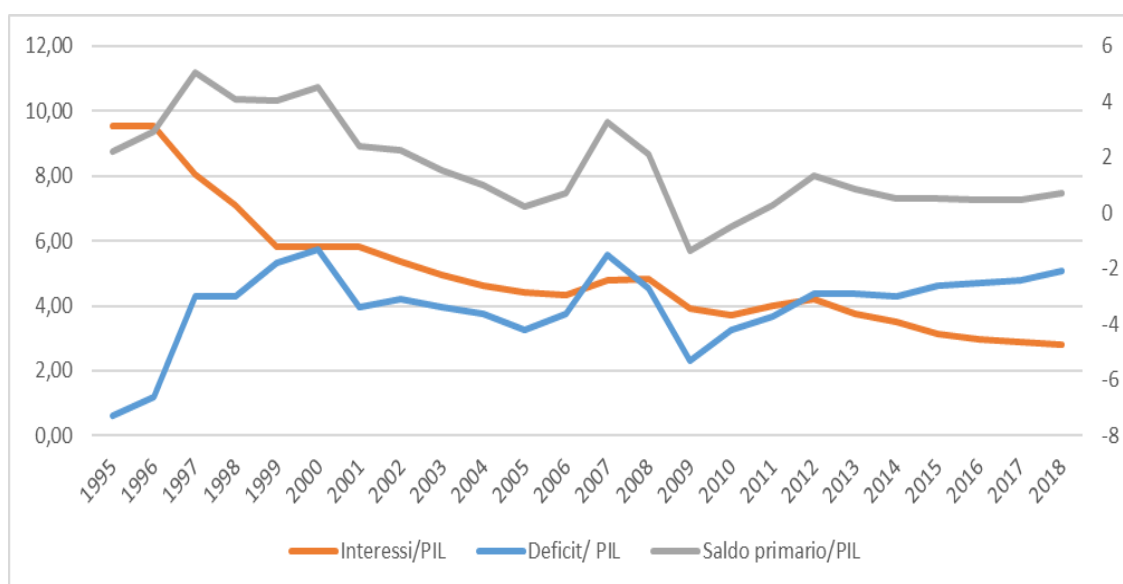
Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia ed Istat

Il nostro paese sembra così intrappolato nelle sabbie mobili del debito. Le difficoltà ad uscirne fuori stanno, come già detto più volte, nell'alto stock di partenza e nella crescita, stagnante ormai da quasi 20 anni, che evidenzia problemi strutturali di fondo.²⁵ Come fattori determinanti l'aumento del debito in rapporto al PIL, Antonin et al. (2019) individuano, tra gli altri, la caduta nei livelli di spesa pubblica corrente, legata sicuramente agli alti livelli di debito di partenza e all'*Austerità* degli anni della crisi dei debiti sovrani, e anche quella degli investimenti pubblici, in declino già a partire dal 2009, per avere maggiori risorse da dedicare agli ammortizzatori sociali. Le considerazioni fatte sembrano quindi corroborare, almeno in parte, i risultati dell'analisi controfattuale di Buseti e Cova (2013).

²⁵ Tra questi basta ricordare l'ormai scarsa competitività media delle nostre imprese, derivante da una generale specializzazione verso settori a bassa tecnologia, la prevalenza di microimprese, lo spreco di risorse e talenti, e non ultimo il divario interno, mai superato, Nord-Sud. Per un'analisi più approfondita delle principali determinanti della crescita stagnante italiana, cfr. Antonin et al. (2019, 6-10).

In un contesto di bassa inflazione e di bassi tassi di interesse, e in presenza di continui saldi di bilancio primario in attivo, come rappresentato nel grafico sottostante (Grafico 6), l'unico modo per ridurre il rapporto debito/PIL sembrerebbe essere quello di puntare su politiche in grado di stimolare la crescita del PIL.

Grafico 6. Andamento della spesa per interessi, deficit e saldo primario in Italia rapportati al PIL: 1995-2018 (Interessi/PIL su scala sx. Deficit/PIL e Saldo primario/PIL su scala dx)



Fonte: Elaborazioni su dati Istat

3. Vincoli Europei. Il sistema di governance economica e di finanza pubblica a livello di UE

3.1 Premessa

Nell'analizzare le problematiche riguardanti l'andamento del debito pubblico italiano, occorre considerare anche il quadro normativo europeo e l'insieme di vincoli e regole sui bilanci dei singoli stati e sugli indicatori di finanza pubblica a cui i paesi devono ottemperare. Come precisato in un documento ufficiale del Parlamento italiano:

“Il sistema di governance economica e di finanza pubblica a livello di UE si articola in un complesso di misure, di natura legislativa e non legislativa, intese, per un verso, a rafforzare i vincoli di finanza pubblica introdotti sin dalla creazione, nel 1993, dell'Unione economica e monetaria e, per altro verso, ad introdurre una cornice coerente per le politiche macroeconomiche degli Stati membri, con particolare riguardo alle misure finalizzate alla crescita e all'occupazione” (Camera dei deputati 2018).

3.2 Regolamenti europei e loro recenti riforme

Ispirandosi a quanto affermato nell'articolo 119 del Trattato di Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), le regole europee si basano sul principio guida delle finanze pubbliche sane. Si fa dunque, in materia di conti pubblici, riferimento all'andamento di questi nel breve termine (stabilità delle politiche di bilancio) e nel lungo termine (sostenibilità delle politiche di bilancio). L'obiettivo ultimo è quello di creare le condizioni adeguate affinché le decisioni degli stati, in materia di finanza pubblica e, in generale, in materia macroeconomica, non divergano troppo tra loro, ma anzi siano coerenti. Per ottenere ciò, il disegno finale che ne viene fuori è caratterizzato da una costante e intensa interlocuzione e cooperazione tra Istituzioni europee (Commissione europea e Consiglio dell'UE) e autorità nazionali.

Ripercorreremo adesso, in linea più o meno temporale, le tappe principali che negli ultimi quasi 30 anni hanno contribuito a delineare l'attuale governance economica e di finanza pubblica comunitaria.

Il Trattato di Maastricht, ufficialmente Trattato sull'Unione Europea, siglato il 7 febbraio 1992 e formalmente in vigore dal 1° Novembre 1993, ha posto le basi per la creazione della moneta unica europea, l'euro, e stabilito i criteri da rispettare per aderirvi. Tra questi si fa riferimento anche al livello del debito pubblico. Sin dal Trattato di Maastricht, infatti, si richiedeva ai Paesi membri il rispetto di due regole di bilancio: un rapporto indebitamento netto/PIL inferiore al 3% e uno debito/PIL inferiore o comunque tendente al 60%.

Proseguendo in linea temporale, il Patto di Stabilità e Crescita (PSC), stipulato dai paesi membri dell'UE nel 1997, mirava a incrementare il controllo sulle politiche pubbliche degli stati firmatari e proseguire così il processo di integrazione monetaria avviato a Maastricht.

Il PSC è stato, nel corso degli anni, soggetto a varie riforme, la prima nel 2005 e poi, in seguito alla crisi finanziaria, tra il 2011 e il 2013. Con l'introduzione del Semestre europeo²⁶ e l'adozione del c.d. *Six pack* (2011), del c.d. *Two pack* (2013) e – integrato alla disciplina del Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla *governance* dell'Unione Europea – del c.d. *Fiscal Compact* (2013), il PSC racchiude, ad oggi, il quadro normativo dell'Unione Europea in materia di governance economica e rappresenta il principale framework di riferimento per i paesi europei per la gestione delle proprie politiche fiscali.

Il PSC impone ai Paesi membri di continuare a rispettare i parametri del 3 e 60 per cento, rispettivamente per indebitamento netto e debito pubblico, già inseriti nell'accordo di Maastricht, anche dopo l'adesione all'euro. Gli Stati membri con un disavanzo superiore al 3% del PIL possono essere soggetti ad ammende pari fino allo 0,5% del PIL, salvo circostanze eccezionali o casi in cui un paese si trovi in profonda recessione (PIL che diminuisce di più del 2% in un solo anno). Il PSC sancisce inoltre l'impegno da parte degli Stati membri a perseguire un obiettivo di medio termine (OMT)²⁷ di saldo

²⁶ Il semestre europeo è un ciclo di coordinamento delle politiche economiche e di bilancio nell'ambito dell'UE. Si articola attorno a tre nuclei di coordinamento della politica economica: riforme strutturali, politiche di bilancio e prevenzione degli squilibri macroeconomici eccessivi (Consiglio dell'Unione europea, 2018).

²⁷ L'OMT è un valore/obiettivo per il saldo di bilancio strutturale che lo Stato membro dell'Unione Europea si impegna a realizzare in un certo orizzonte temporale (Camera dei deputati 2018, 2). In base alle regole europee, i Paesi membri dovrebbero registrare un saldo di bilancio strutturale corrispondente all'OMT o convergente a questo con una correzione annuale del saldo di almeno 0,5 punti percentuali del

di bilancio strutturale prossimo al pareggio o in avanzo. Tuttavia, specialmente la soglia del 60%, riferita al rapporto debito/PIL, non è stata mai concretamente applicata prima della crisi.²⁸

Il vincolo del rapporto debito/PIL è stato infatti reso operativo in seguito alla riforma del PSC con l'adozione del *Six pack* (2011) e ribadito dal *Fiscal compact* (2013), accordi nei quali viene esplicitata una vera e propria regola numerica sul debito. Questa stabilisce il ritmo di avvicinamento del debito al valore soglia del 60%. Nel particolare essa sancisce che, per la quota del rapporto debito/PIL in eccesso al valore soglia del 60%, il tasso di riduzione debba essere pari a 1/20 all'anno nella media dei tre esercizi precedenti (versione *backward-looking*). Il regolamento specifica inoltre che la regola si ritiene soddisfatta qualora la riduzione del differenziale si verifichi, sulla base delle previsioni della Commissione europea, nei tre anni successivi all'ultimo anno per il quale si hanno dati disponibili (versione *forward-looking*). Nel valutare il rispetto della regola si tiene conto dell'andamento del ciclo economico. Se entrambe le versioni della regola sul debito non sono rispettate e se ciò non è attribuibile a un andamento negativo del ciclo economico, allora la regola sul debito non è rispettata e il rapporto debito/PIL viene considerato eccessivo. Il paese violante la regola potrà successivamente essere sottoposto alla Procedura di Disavanzi Eccessivi (*Excessive Deficit Procedure*, EDP).²⁹

Altra introduzione del *Six pack*, qui degna di nota, è la regola sulla spesa, nell'ambito del braccio preventivo³⁰ del PSC, volta a porre un limite alla crescita della spesa

PIL. Gli obiettivi del saldo di bilancio strutturale dovranno necessariamente essere compresi tra un deficit dello 0,5 % del PIL (ampliabile a -1 per i paesi con debito inferiore al 60% del PIL) e un saldo di bilancio strutturale anche non in pareggio ma che garantisca un margine di sicurezza dalla soglia del 3% per il rapporto disavanzo/PIL. Deviazioni temporanee sono concesse in caso di eventi eccezionali e nei casi in cui un paese vada in contro a spese per riforme strutturali rilevanti, purché sia mantenuto un margine dal valore del 3% e il saldo ritorni all'obiettivo di medio termine entro il periodo coperto dal programma.

²⁸ Per quanto riguarda il vincolo del debito, il PSC affermava che qualora il debito pubblico di uno Stato membro dovesse essere superiore al 60% del proprio PIL, esso debba «diminuire sufficientemente fino al valore di riferimento, ad un tasso soddisfacente». Anche e soprattutto l'ambiguità dell'espressione “tasso soddisfacente”, come notato da Servizio del bilancio del Senato (2013), contribuì alla non totale applicazione del vincolo.

²⁹ Per le valutazioni “qualitative” da tener conto per l'apertura della suddetta Procedura, cfr. Servizio del bilancio del Senato (2013, 34-37).

³⁰ Il PSC si articola in due parti: braccio preventivo (*preventive arm*) e braccio correttivo (*corrective arm*). Il primo mira ad assicurare, attraverso le procedure di sorveglianza (sorveglianza *ex ante*) che i paesi adottino delle politiche di bilancio sostenibili nel breve periodo volte a non oltrepassare i limiti del 3 e 60 per cento, rispettivamente per indebitamento netto e debito pubblico, nell'arco del normale ciclo economico. Il braccio correttivo opera invece attraverso la Procedura di Disavanzi Eccessivi (EDP). Quest'ultima, in caso di mancato rispetto dei limiti suddetti, li rende vincolanti e, nel caso in cui il rapporto debito/PIL non si riduca a un ritmo adeguato, e dopo aver valutato eventuali fattori che hanno mitigato il rispetto dei vincoli, prevede che il Consiglio, seguendo le indicazioni della Commissione,

(*expenditure benchmark*) per rafforzare il raggiungimento dell'obiettivo di medio termine (OMT). Il livello di spesa³¹ consentito è infatti, per ogni stato, variabile, in base alla rispettiva posizione riguardo all'OMT. Per i Paesi membri che hanno già raggiunto l'OMT, il limite per il tasso di crescita della spesa è rappresentato dal tasso di crescita di medio periodo del PIL potenziale. Un eccesso di spesa è consentito solamente se coperto da misure discrezionali dal lato delle entrate di pari misura. Per coloro che invece non hanno ancora raggiunto l'OMT, il tasso di crescita della spesa deve essere inferiore al tasso di crescita di medio periodo del PIL potenziale e coerente con un miglioramento del saldo strutturale di bilancio pari ad almeno lo 0,5% del PIL.

Un ulteriore rafforzamento per l'integrazione e la convergenza economica fra gli Stati della zona euro è stato dato con l'adozione del c.d. *Two pack* nel 2013. Nello specifico il *Two pack* introduce un calendario e regole di bilancio comuni per gli Stati membri dell'Eurozona, così ripartito:

- 30 aprile: data limite di pubblicazione, per i suddetti Stati, dei loro piani di bilancio a medio termine (programmi di stabilità), indicando tra l'altro le priorità per crescita e occupazione per i 12 mesi successivi (programmi nazionali di riforma);
- 15 ottobre: data limite di pubblicazione dei progetti di bilancio per l'anno successivo;
- 31 dicembre: data limite di pubblicazione dei bilanci per l'anno successivo.

Un aspetto importante del *Two pack* è il ruolo conferito alla Commissione come esaminatrice di ciascun progetto di bilancio, formulando un parere in merito entro il 30 novembre. In caso di gravi inosservanze nei riguardi degli obblighi del PSC, la Commissione chiederà allo Stato interessato di presentare un piano riveduto.

Il secondo regolamento del *Two pack* prevede invece, per uno Stato che si trovi o che rischi di trovarsi in gravi difficoltà finanziarie o che riceva assistenza finanziaria, la possibilità di essere sottoposto alla procedura di sorveglianza rafforzata. Tale Stato sarà in altri termini soggetto a un controllo periodico da parte della Commissione e dovrà

adotti una raccomandazione che solleciti lo Stato ad attuare le misure necessarie entro un periodo pre-determinato. Per una trattazione più articolata di entrambi gli strumenti, cfr. Servizio del bilancio del Senato (2013, 8-18).

³¹ Per la definizione di spesa sottoposta qui a valutazione e, in generale, per una trattazione più approfondita della regola sulla spesa, cfr. Servizio del bilancio del Senato (2013, 30-33) e Camera dei deputati (2018, 3-4).

provvedere a rilasciare informazioni aggiuntive sulla situazione finanziaria dei propri enti finanziari. Se lo stato di instabilità del paese in considerazione può avere ripercussioni negative sulla stabilità finanziaria della zona euro, la Commissione può inoltre proporre al Consiglio dei ministri di effettuare una raccomandazione allo Stato membro ad adottare misure correttive e/o a preparare un progetto di programma di aggiustamento macroeconomico.

Il quadro della Governance economica europea è completato infine dal Trattato sulla stabilità, sul coordinamento e sulla governance dell'Unione Europea, il c.d. *Fiscal Compact*. Questo è stato firmato in occasione del Consiglio europeo dell'1-2 marzo 2012 da tutti gli Stati dell'UE, fatta eccezione per il Regno Unito e la Repubblica Ceca,³² ed è in vigore dal 1° gennaio 2013.³³ Il *Fiscal Compact* presenta un quadro unitario delle regole di finanza pubblica e delle procedure di coordinamento delle politiche economiche, in parte già introdotte, e qui trattate. Uno dei punti principali, e novità rispetto alle precedenti riforme del PSC, è l'impegno, da parte degli Stati firmatari, di inserire il pareggio di bilancio in, come testualmente riportato nel Trattato, «disposizioni vincolanti, permanenti e preferibilmente di natura costituzionale».³⁴

Nel complesso, in seguito alle due crisi economiche che i Paesi europei hanno dovuto affrontare nel giro di pochi anni, le regole fiscali comunitarie si sono irrigidite molto con lo scopo ultimo di preservare l'Eurozona e l'euro. Come notato però da Theodoropoulou (2018), il problema che, ancora oggi, l'UE sembra non essere riuscita a risolvere è, vista la implicita rinuncia a una politica monetaria nazionale con l'adesione a un'unione monetaria, quello di dare il giusto ruolo regolatore alle politiche fiscali di ogni Stato.

³² Nel 2014 la Repubblica Ceca ha deciso di aderire al Trattato, senza tuttavia averlo ancora ratificato. Altro Stato non firmatario del Trattato è la Croazia, ammessa nell'Unione Europea nel 2013.

³³ Il Trattato è entrato in vigore dal 1° gennaio 2013 poiché, come previsto dall'art. 14 dello stesso, ratificato da 12 Stati dell'Eurozona.

³⁴ In Italia il *Fiscal Compact* è stato ratificato nell'aprile del 2012 con l'approvazione della legge costituzionale n.1/12, che introduce nella Costituzione il pareggio di bilancio, nel rispetto dei vincoli dell'Unione Europea.

3.3 *Austerity*: Soluzione o aggravante del problema?

Nel paragrafo precedente si è discusso della governance economica e di finanza pubblica dell'Unione Europea ed è emerso come, nel corso degli anni, soprattutto dopo le crisi, ci sia stato un passaggio di preferenza dall'espansione fiscale al consolidamento fiscale, spesso rinominato *Austerity*. Proprio l'*Austerity* è stata negli ultimi anni oggetto di dibattito politico-economico. In questo paragrafo si effettua una rassegna della letteratura menzionando i lavori di ricerca economica con risultati favorevoli e non nei confronti delle politiche di *Austerity* al fine di farne un successivo confronto.

Nell'ambito della ricerca definibile qui come “favorevole” alle politiche di *Austerity*, o meglio, utilizzata a sostegno teorico delle politiche di *Austerity*, ricordiamo innanzitutto il lavoro di Reinhart e Rogoff (2010) già citato nel paragrafo 1.2. I due economisti, nel loro lavoro di natura prettamente empirica, basato su una banca dati di 44 paesi in un arco di tempo di 200 anni circa, avevano rilevato una correlazione negativa tra un alto debito pubblico (è in particolare indicata una soglia del 90% rispetto al PIL) e il tasso di crescita del Paese considerato.³⁵ I risultati dello studio sembrerebbero dunque giustificare l'importanza delle politiche di *Austerity*, seppure su di essi le critiche non siano mancate.³⁶

Un altro lavoro di ricerca, che probabilmente insieme al sopracitato di Reinhart e Rogoff (2010) è stato uno dei più influenti nella scelta delle linee guida comunitarie in ambito fiscale, è quello di Alesina e Ardagna (2010). In questo studio, come in altri già a partire dagli anni '90, si propone l'ipotesi di una “austerità espansiva” (*expansionary austerity*), si ipotizza cioè la possibilità di avere, attraverso un consolidamento fiscale, crescita economica o, per meglio dire, degli “effetti non-Keynesiani”. Per fare ciò, Alesina e Ardagna (2010) studiano l'effetto di politiche fiscali espansive e di consolidamento sul rapporto debito/PIL e sul tasso di crescita, utilizzando una banca dati di diversi paesi dell'OCSE nell'arco di tempo 1970-2007. Dai loro risultati sembra evincersi che un consolidamento fiscale, basato su un taglio della spesa piuttosto che su un aumento delle tasse, sia più efficace nel ridurre il rapporto debito/PIL e nell'evitare recessioni economiche. La letteratura teorica, sulla quale gli studiosi basano la loro ipotesi, è menzionata nell'introduzione del lavoro e afferma che gli effetti espansivi o

³⁵ Per approfondimenti sui risultati, cfr. Reinhart e Rogoff (2010, 575-577).

³⁶ Per ulteriori particolari si rimanda al paragrafo 1.2.

“effetti non-Keynesiani” di un consolidamento fiscale possono agire dal lato della domanda o da quello dell’offerta. Riferendosi al lato della domanda, un aumento delle tasse o taglio della spesa, se percepito come permanente, può generare un effetto benevolo, in quanto previene un futuro aggiustamento fiscale anche più rigido. Se percepito come permanente, infatti, l’intervento di consolidamento andrebbe ad aumentare il reddito futuro atteso del consumatore (*lifetime disposable income*) che, sentendosi più ricco, sarebbe propenso a spendere di più, aumentando la domanda aggregata. L’altro effetto benevolo dal lato della domanda deriverebbe dal calo del tasso di interesse da pagare sui titoli di stato, dovuto a sua volta alla credibilità nella stabilizzazione della situazione debitoria (riferendosi al caso italiano, diminuirebbe quindi lo spread). Se la diminuzione del tasso di interesse sui bond si traduce anche in più basso tasso di interesse reale, ricordando la relazione inversa tra tasso di interesse e investimenti, una diminuzione del primo favorirebbe quindi l’aumento degli investimenti privati.³⁷

Passando alla ricerca “contraria”, sono state già ricordate le critiche mosse al lavoro di Reinhart e Rogoff (2010) in merito ad errori di calcolo, ai dati utilizzati (Herndon et al. 2014), e all’esistenza di un rapporto di causalità tra alto debito pubblico e tasso di crescita (Panizza & Presbitero 2013a).

Un altro forte critico del lavoro di Reinhart e Rogoff (2010), e in generale delle politiche di *Austerity*, è il Neo-Keynesiano Paul Krugman. In un suo articolo per il New York Times, Krugman (2010) esprime apertamente i propri dubbi sulla validità e la significatività dei dati utilizzati da Reinhart e Rogoff (2010). In un altro articolo, per lo stesso giornale, Krugman (2012) ricorda come la crisi scoppiata in Spagna nel 2012 non sia stata la conseguenza di un alto debito pubblico o deficit (all’alba della crisi il Paese presentava infatti un basso livello del debito pubblico e un surplus di bilancio), ma piuttosto dello scoppio della bolla immobiliare, a suo dire «resa possibile in larga parte dai prestiti provenienti dalle banche tedesche». Sempre secondo Krugman (2012), «i problemi fiscali della Spagna sono la conseguenza e non la causa della propria crisi». Krugman (2012) auspica una via alternativa alle politiche di consolidamento fiscale come soluzione a una recessione, richiamando e suggerendo l’attuazione di politiche monetarie e fiscali espansive di stampo Keynesiano.

³⁷ Per un approfondimento e per gli effetti espansivi dal lato dell’offerta, qui meno rilevanti, cfr. Alesina & Ardagna (2010, 4-6).

Infine, emblematico è sicuramente il lavoro di Blanchard e Leigh (2013) in cui gli autori evidenziano come le previsioni del FMI, usate anche nella ricerca di Alesina e Ardagna (2010), abbiano sottostimato il valore del moltiplicatore fiscale o Keynesiano. In particolare Blanchard e Leigh (2013) affermano che, nonostante la difficoltà nello stabilire le precise assunzioni fatte dai previsori, sia ragionevole pensare che questi abbiano dato una stima, per il moltiplicatore Keynesiano, in media di 0,5, quando invece, stando ai risultati da loro ottenuti, questo abbia avuto, specialmente nel periodo a ridosso della crisi, un valore medio ben superiore a 1.³⁸ Una tale sottostima significherebbe aver anche sottostimato l'effetto del consolidamento fiscale sul tasso di crescita. Tuttavia, Blanchard e Leigh (2013) concludono il loro studio sottolineando che le evidenze empiriche individuate, riguardanti la sottostima dei moltiplicatori fiscali a breve termine, non debbano essere necessariamente interpretate come un invito ad evitare in qualsiasi situazione una politica di consolidamento fiscale, come è stata invece a volte interpretata.³⁹ Gli effetti a breve termine della politica fiscale, continuano Blanchard e Leigh (2013), sono solo alcuni dei tanti fattori che vanno considerati nel determinare il percorso di consolidamento fiscale più adatto per ogni Paese.⁴⁰

Per concludere, il dibattito sull'*Austerity* è ad oggi più che mai acceso.⁴¹ Il problema di fondo è forse che, col passare degli anni, la discussione sia divenuta da entrambe le parti sempre più viziata da preconcetti ideologici, riducendosi a un mero scontro tra fautori assoluti dell'*Austerity* e suoi detrattori. Come spesso accade nel cercare di rispondere a un quesito così complesso (*Austerity*: soluzione o aggravante del problema), la risposta, stando agli attuali risultati empirici, sembra trovarsi in una via di mezzo. Da un lato le politiche di *Austerity*, come evidenziato da Tirelli (2019b), hanno probabilmente evitato per Paesi come l'Italia che la situazione degenerasse come nel caso greco.

³⁸ Blanchard e Leigh (2013) spiegano come le previsioni riguardanti i moltiplicatori fiscali non siano basate sugli espliciti moltiplicatori ma su modelli in cui il valore del moltiplicatore dipende dal tipo di aggiustamento e altre condizioni macroeconomiche. Per questo motivo, nel loro lavoro possono solamente dare una stima del valore previsto ed effettivo del moltiplicatore, durante la crisi (Blanchard e Leigh 2013, 6).

³⁹ Lo stesso Blanchard, in un altro suo studio (Blanchard et al. (2013)), afferma anzi come talvolta il consolidamento fiscale sia richiesto, e ciò che invece ancora va accertato è il livello di quest'ultimo. Testualmente, l'economista afferma: «the issue is how to trade off first moments for second moments, that is, how to trade off the adverse short-run effects on growth of faster consolidation against the decrease in risks coming from lower debt levels over time. [...] Thus, while fiscal consolidation is needed, the speed at which it should take place will continue to be the subject of strong disagreement» (Blanchard et al. 2013, 15-16).

⁴⁰ Per i "contro" dell'*Austerity*, si veda inoltre la rassegna, presentata da Tirelli (2019a), di studi riguardanti la relazione tra consolidamento fiscale e disuguaglianza, argomento qui poco trattato, ma altrettanto interessante.

⁴¹ Per un quadro del dibattito, cfr. anche Favero (2019a) e Favero (2019b).

Da un altro, una maggiore flessibilità nelle regole fiscali comunitarie avrebbe potuto quantomeno attenuare gli effetti recessivi del consolidamento fiscale.

Ad ogni modo, riferendosi specificamente al caso italiano, incolpare soltanto l'*Austerity* per l'attuale debito pubblico al 132,2% (cfr. paragrafo 2.3, Grafico 5) sarebbe quantomeno ingeneroso, vista l'occasione persa dal nostro paese nei primi anni 2000 nel trarre vantaggio dagli avanzi primari e più bassi tassi di interesse.⁴² Come notato infatti da Tirelli (2019b), sembra essere proprio questo il vero punto debole dell'assetto istituzionale dell'Eurozona: «non riuscire a imporre una politica genuinamente anticiclica ai paesi membri, per cui l'eccessivo accumulo di debito nelle fasi favorevoli impedirebbe di stimolare la domanda nelle fasi avverse» (Tirelli 2019b).

3.4 Gestione del debito in Italia a livello nazionale e comunitario

Dopo aver riepilogato l'evoluzione del debito pubblico in Italia, con particolare attenzione alla storia recente, dall'entrata del nostro paese nell'UE alle due crisi economiche del 2008 e del 2012, e dopo aver anche delineato il quadro della governance economica e di finanza pubblica comunitaria, è possibile avere una visione più chiara di questo fenomeno, considerato, insieme alla stagnante crescita, come detto più volte, il problema principale dell'economia italiana. Avendo analizzato e discusso le cause dell'alto debito pubblico italiano e il contesto nel quale il governo italiano deve operare per farvi fronte, questo paragrafo, conclusivo del lavoro, ha come obiettivo quello di prospettare, sulla base del recente dibattito politico-economico e della recente ricerca, alcune possibili soluzioni al problema debito.

Theodoropoulou (2018) effettua una rassegna di studi empirici che hanno analizzato i processi di riduzione di debito di 22 economie avanzate nell'arco di tempo 1800-2014. Tra le varie soluzioni individuate per affrontare una crisi del debito, si menziona, tra l'altro, la svalutazione della propria moneta per generare inflazione e, come caso estremo, l'opzione di default. Nel seguito si inizia con l'analizzare queste due ipotesi quali soluzioni all'alto debito pubblico italiano, seppur considerate da molti quali estreme, e poco fattibili.

⁴² Per un eventuale approfondimento si rimanda in particolare al paragrafo 2.2 e cfr. anche Monacelli (2019).

Brevemente si può dire che la prima ipotesi (svalutazione della propria moneta) non sarebbe applicabile al caso italiano per via delle politiche monetarie, caratterizzate da un'inflazione controllata, adottate nell'ambito comunitario di cui l'Italia fa parte. Ipotizzare come alternativa un'eventuale uscita dell'Italia dall'euro, con una conseguente svalutazione di una propria moneta, potrebbe avere, secondo Antonin et al. (2019), conseguenze per i propri tassi di interesse e il loro peso sul debito, denominato in euro. La seconda opzione sopracitata, ovvero quella di default, è anch'essa non pensabile nel contesto italiano, prima di tutto perché il debito italiano, come notato da Cottarelli (2018), è detenuto per più di 2/3 dagli italiani stessi e fare bancarotta si tradurrebbe dunque in una tassa sui cittadini; in secondo luogo, il default di un'economia come quella italiana metterebbe a rischio la stabilità dell'intera Unione Economica e Monetaria. Ciò spiega, come affermato da Theodoropoulou (2018), perché, nella rassegna di studi sopracitata, per l'opzione di default non siano mai presenti dati di paesi dell'eurozona.

Nel passare adesso alle soluzioni praticabili per l'alto debito pubblico italiano, è importante innanzitutto non scendere in un inutile dualismo *Austerity* sì o no, come già affermato nel precedente paragrafo. Per proporre delle soluzioni a un problema, ne vanno infatti prima di tutto riconosciute le cause e queste, come si è avuto modo di vedere in questo lavoro, sono state, nel corso della storia, molteplici. Il problema debito non può quindi essere riconducibile a una sola *Austerity* applicata nel momento sbagliato.

Antonin et al. (2019) propongono una serie di raccomandazioni politiche che tengano conto sia delle componenti della domanda aggregata sia delle problematiche più strutturali⁴³ dalle quali il nostro paese è afflitto e che ne minano la crescita, considerando le due variabili tra loro non indipendenti come invece spesso si fa. Tra le proposte in rassegna vi è quella di associare gli investimenti pubblici, voce della spesa pubblica totale ultimamente sempre più in declino e nel passato tradotta in spreco di risorse, a un serio progetto di politica industriale e a dei programmi che abbiano delle missioni ben precise e con effetti di lungo termine: un esempio su tutti, affermato dagli

⁴³ Già ricordate nel capitolo 2, le criticità strutturali sono schematicamente: scarsa competitività media delle nostre imprese, derivante da una generale specializzazione verso settori a bassa tecnologia; prevalenza di microimprese; spreco di risorse e talenti; il divario interno, mai superato, Nord-Sud (Antonin et al. 2019, 6-10).

stessi Antonin et al. (2019), la transizione verso il *green*. Naturalmente tutto ciò dovrebbe essere accompagnato da un processo di miglioramento delle pubbliche amministrazioni, a volte minate da contatti con la criminalità organizzata. Continuando sempre con gli investimenti pubblici, Antonin et al. (2019) auspicano che questi vengano esclusi dalla voce di spesa calcolata secondo il Patto di Stabilità e Crescita, consigliandone dunque una modifica. Una tale modifica, a loro avviso, permetterebbe infatti a paesi ad alto debito, come lo è l'Italia, di poter effettuare più investimenti con effetti sulla crescita di medio-lungo periodo.

Si sono sinora viste, per lo più, soluzioni, applicabili al caso italiano, per così dire di tipo nazionale. Essendo però l'alto debito pubblico un problema, sì, italiano, ma che durante la crisi dei debiti sovrani ha colpito numerosi altri paesi europei, nel corso degli anni si sono susseguite una serie di proposte volte a completare l'assetto comunitario in materia economica e di finanza pubblica, dimostratosi non del tutto in grado di affrontare crisi sistemiche in maniera omogenea.

Theodoropoulou (2018) ne presenta nel suo lavoro una rassegna intitolata "Remedying the institutional incompleteness of the EMU", in cui si elencano diverse proposte di creazione dei c.d. *Eurobond*. Questi avrebbero l'effetto di abbassare il *risk premium* percepito dagli investitori per i titoli di stato dei rispettivi paesi, poiché darebbero l'idea di una volontà comune dei paesi sottoscrittori di unire le proprie risorse fiscali e, essendo i bond emessi congiuntamente, ci sarebbe l'implicita garanzia della BCE. Una misura di questo tipo andrebbe sicuramente a favore di paesi con alto debito pubblico o percepiti come rischiosi, quali Italia, Grecia, Spagna, Portogallo o Irlanda.

D'altra parte, però, essa è attualmente mal vista da paesi con alti livelli di rating del debito sovrano come la Germania o l'Olanda, perché vedrebbero così ridotto il loro rating, e per problemi di *moral hazard*. Tali paesi temono cioè un sovraindebitamento da parte dei sopracitati paesi proprio in ragione dell'abbassamento del tasso di interesse, derivante da un più basso rischio percepito. Per questo motivo la creazione di bond comuni non è semplice e alcuni studi ne hanno proposto delle versioni differenti.

Theodoropoulou (2018) ne ricorda alcune, tra cui quella di Bruegel⁴⁴ e quella degli economisti belgi De Grauwe e Moesen.⁴⁵

Un altro argomento molto comune, invocato negli ultimi anni per completare l'assetto istituzionale dell'UEM, è la creazione di un'Unione Bancaria. Le sorti finanziarie di banche e governi nazionali sono infatti spesso collegate tra loro. Buona parte del debito pubblico di una nazione è spesso detenuto dalle banche nazionali, così che, se vi sono dubbi sulla sostenibilità fiscale di uno stato, con conseguente rialzo dei tassi di interesse e abbassamento dei prezzi, quest'ultimo va a minare i bilanci delle banche. Allo stesso tempo, se una banca nazionale affronta un grave dissesto finanziario che ne mette a rischio la sopravvivenza, è spesso lo stato a dover intervenire con piani di salvataggio (*bail out*). Per questo motivo crisi bancarie e di debito sono spesso interconnesse, basti ricordare il caso dell'Irlanda. Da qui l'idea di creare un'Unione Bancaria per cercare di alleviare il peso di una crisi bancaria nazionale, che può poi sfociare in una crisi di debito, condividendo tale peso tra più stati membri.

Quello dell'Unione Bancaria è un progetto ambizioso e probabilmente necessario per completare l'assetto dell'UEM, non è però di facile attuazione. Anche qui intervengono problemi di *moral hazard* con paesi che non sono disposti a condividere il peso di crisi che, a loro avviso, possono spesso derivare da un comportamento avventato dei paesi nell'indebitarsi oltremodo. Finora, comunque, sono stati fatti dei passi avanti con la supervisione da parte della BCE sulle più importanti istituzioni finanziarie e con la definizione di un unico meccanismo di risoluzione per le banche. Ciò che ancora manca è una garanzia comune sui depositi, probabilmente perché il rischio di default delle banche sembra essere visto dagli stati come ancora troppo eterogeneo. A tal proposito, Antonin et al. (2019) credono che il problema, per quanto riguarda il sistema bancario

⁴⁴ Bruegel è una *think-tank* internazionale con sede a Bruxelles. La loro proposta di *Eurobond* è basata sulla coesistenza di due tipi di bond: i "blue bonds" e i "red bonds". I primi sarebbero i veri e propri Eurobond, con possibilità di loro emissione solamente per la parte di debito che non ecceda il 60% del PIL. Il debito che eccede il 60% potrà essere invece emesso tramite i "red bonds" che naturalmente presenteranno un rischio e tasso di interesse maggiore rispetto ai "blue bonds". I "red bonds" probabilmente presenterebbero tra l'altro un tasso di interesse superiore anche a quello che i paesi pagherebbero in assenza di bond comuni, perché appunto un default con questi sarebbe più probabile che con i "blue bonds". La proposta di Bruegel incentiverebbe quindi i paesi a ridurre il proprio debito al di sotto della soglia del 60% per poter emettere al più basso tasso dei "blue bonds" e non più a quello dei "red bonds".

⁴⁵ La proposta di De Grauwe e Moesen è sempre basata sulla distinzione tra "blue bonds" e "red bonds" ma con un meccanismo differente. Questi affermano che i paesi europei dovrebbero pagare delle multe per poter emettere "blue bonds", e queste multe devono essere proporzionate alla posizione fiscale e al livello di debito di ogni stato. Così facendo a un livello di debito minore corrisponderebbero delle multe più basse, creando un altro tipo di incentivo ad abbassare il proprio debito pubblico.

italiano, sia dovuto alla già citata interconnessione tra governo nazionale e banche nazionali (queste ultime detengono quasi il 20% del debito pubblico italiano); e all'alta percentuale, presente nei bilanci delle banche, dei cosiddetti crediti deteriorati (o *non performing Loans* NPLs), che vanno, come suggerisce il nome stesso, a deteriorare le attività bancarie, aumentandone il rischio di default.

Per concludere, come notato da Barba Navaretti (2018), la recente crisi dei debiti sovrani, nella quale l'Italia è rimasta coinvolta, è probabilmente scoppiata proprio per una mancata, o meglio tardiva, condivisione dei rischi⁴⁶ con i successivi interventi della BCE nel mercato secondario e piani comuni di salvataggio tramite l'ESM (*European Stability Mechanism*). Dunque, a prescindere dal dibattito interno in Italia sul come risolvere il problema debito, se si vuole evitare in futuro un'altra crisi sistemica, il completamento del processo di creazione dell'Unione Bancaria deve essere e rimanere una priorità.

⁴⁶ Anche Baglioni (2019) sottolinea come la condivisione dei rischi sia uno dei tasselli fondamentali da implementare per il completamento dell'assetto europeo.

Conclusioni

Questo lavoro ha analizzato l'evoluzione del debito pubblico italiano, con particolare riferimento alla storia recente, per cercare di comprendere le cause che l'hanno generato. Ricordando poi le norme che formano il quadro di governance economica e di finanza pubblica dell'UE, è risultato più chiaro il contesto nel quale l'Italia si trova ad operare, contesto fondamentale per poter auspicare delle soluzioni efficaci al problema affrontato.

Dall'analisi dell'evoluzione del debito è emerso come l'Italia stia attualmente pagando ancora il conto di politiche spesso poco avvedute adottate a partire dagli anni '80. Il processo di integrazione europea è stato inizialmente, visti i più bassi tassi di interesse, uno stimolo e anche un aiuto per un primo periodo di risanamento dei conti durante gli anni '90. Tuttavia, in una fase di apparente benessere economico, tra la fine degli anni '90 fino ad arrivare alla nota crisi finanziaria, l'Italia ha nuovamente perso l'opportunità di comprimere in modo significativo i livelli di debito, non accompagnando il periodo di primo risanamento a uno di riforme con effetti di medio-lungo termine.

La crisi finanziaria del 2007, dalla quale anche l'Italia è rimasta investita, ha costretto il Paese all'applicazione di misure espansive per evitare una recessione simile a quella degli anni '30. Ciò si è tradotto in un nuovo e consistente aumento del debito pubblico, che – di per sé già alto in partenza – ha posto le basi per il successivo contagio propagato dalla crisi dei debiti sovrani. È durante quest'ultima che si è prodotto l'ulteriore aumento del debito italiano, in un periodo di crescita stagnante e di politiche di *Austerity*, che – sommate ai problemi strutturali di base del Paese – lo faranno lievitare fino all'attuale livello del 132,2% del PIL.

In questo lavoro si sono analizzate nello specifico le norme che regolano le politiche economiche europee e si è notato come l'assetto dell'UE sia ancora incompleto. A detta di Antonin et al. (2019), tutte le sfide che l'UE si trova oggi ad affrontare, ovvero la stagnazione economica, il problema dell'immigrazione e il diffondersi di partiti populistici

euroscettici, derivano dall'incompiuta realizzazione dell'Unione Europea sia a livello politico che economico. Come visto nel terzo capitolo, il completamento dell'Unione Bancaria potrebbe essere un tassello non indifferente in campo strettamente economico.

In conclusione, l'Italia può e deve risolvere il problema debito insieme all'Europa e, per raggiungere tale obiettivo, deve assumere all'interno dell'UE un ruolo più attivo, confacente alla sua condizione di membro fondatore, anche ai fini dei propri interessi nazionali. La sfida che, dalle recenti notizie,⁴⁷ l'Italia sembrerebbe proporre è quella di un patto con l'UE: l'impegno a ridurre il debito pubblico in cambio di un margine di tempo per attuare per il Paese una politica di riforme e investimenti produttivi finalizzata a riattivare la crescita insoddisfacente dell'economia, in chiave appunto di graduale diminuzione del debito stesso.

⁴⁷ Per tutti, cfr. La Stampa (2019).

Bibliografia e sitografia

Alesina, A. & Ardagna, S. (2010) Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, Working Paper 15438. Disponibile in: <http://www.nber.org/papers/w15438> [Accesso: 13/09/2019]

Antonin, C., Guerini, M., Napoletano, M. & Vona, F. (2019) Italy: Escaping the High-debt and Low-growth Trap, *OFCE Policy brief* 56, may 14

Artoni, R. (2005) Note sul debito pubblico italiano dal 1885 al 2001, *Rivista di storia finanziaria*, p. 65-76

Baglioni, A. (2019) Il monito di Bankitalia: basta coi debiti. *lavoce.info* [Online] 4 giugno. Disponibile in: <https://www.lavoce.info/archives/59434/il-monito-di-bankitalia-basta-coi-debiti/> [Accesso: 31/08/2019]

Balassone, F., Mazzotta, B. & Monacelli, D. eds. (2008) *I principali saldi di finanza pubblica: definizioni, utilizzo, raccordi*. Roma: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato, Servizio Studi (Strumenti e metodi, n. 1)

Barba Navaretti, G. (2018) Unione bancaria, il progetto che ancora manca. *Il sole 24 ore* [Online] 4 ottobre. Disponibile in: <https://www.ilsole24ore.com/art/unione-bancaria-progetto-che-ancora-manca-AE14IZGG> [Accesso: 13/09/2019]

Bassanetti, A., Bugamelli, M., Momigliano, S., Sabbatini, R. & Zollino, F. (2013) The Policy Response to Macroeconomic and Fiscal Imbalances in Italy in the Last Fifteen Years, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 211, november

Blanchard, O., Amighini, A. & Giavazzi, F. (2011) *Macroeconomia: una prospettiva europea*. Tr. Broccolini, C. Bologna: Il Mulino [ed. orig. *Macroeconomics: A European Prospective*, Harlow: Pearson Education, 2010]

Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. & Mauro, P. (2013) *Rethinking Macro Policy II: Getting Granular*. International Monetary Fund, Research Department. IMF Staff Discussion Note 13/03

Blanchard, O. & Leigh, D. (2013) Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. International Monetary Fund, Research Department. IMF Working Paper 13/1

Borsa Italiana (2009) *Il debito pubblico*. Sezione Notizie e Finanza, Formazione, Macroeconomia [Online]. Disponibile in: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/debito-pubblico.htm> [Accesso: 23/06/2019]

Bosi, P (2010) *Corso di scienza delle finanze*. Quinta edizione. Bologna: Il Mulino

Busetti, F. & Cova, P. (2013) L’impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un’analisi controfattuale per l’economia italiana, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 201, settembre

Caivano, M., Rodano, L. & Siviero, S. (2010) La trasmissione della crisi finanziaria globale all’economia italiana. Un’indagine controfattuale, 2008-2010, *Questioni di Economia e Finanza* n. 64, settembre

Camera dei deputati (2018) *Governance e regole economiche europee*. Servizio studi XVIII Legislatura, Roma

Consiglio dell’Unione europea (2018) *Semestre europeo*. Sezione Politiche-in breve. [Online]. Disponibile in: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/european-semester/> [Accesso: 27/08/2019]

CONSOB (s.d.) *La crisi finanziaria del 2007-2009*. Sezione Educazione finanziaria, Approfondimenti, Le crisi finanziarie. [Online]. Disponibile in: <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009> [Accesso: 12/07/2019]

Corriere della sera (2019) *Moody’s: taglia stime Pil Italia 2019 +0,2%. «Ma governo Conte porterà stabilità»*. Sezione Economia [Online] 10 settembre. Disponibile in: https://www.corriere.it/economia/finanza/19_settembre_10/moody-s-taglia-stime-pil-italia-2019-02percento-ma-governo-conte-portera-stabilita-6db6e416-d3b3-11e9-9f17-aad5add5a4d8.shtml?refresh_ce-cp [Accesso: 11/09/2019]

Cottarelli, C. (2018) Debito pubblico, la ricetta di Cottarelli: 'Per uscire dal tunnel bisogna portare l'avanzo primario al 3,5-4%'. *Business Insider Italia* [Online] 18 luglio. Disponibile in: <https://it.businessinsider.com/debito-pubblico-la-ricetta-di-cottarelli-per-uscire-dal-tunnel-bisogna-portare-lavanzo-primario-al-35-4/> [Accesso: 9/09/2019]

De Simone, E. (2014) *Storia economica*. Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica. Quinta edizione. Milano: FrancoAngeli

European Commission (2013) *Entra in vigore il "two-pack": completato il ciclo di sorveglianza di bilancio e migliorata ulteriormente la governance economica per la zona euro*. [Online]. Disponibile in: https://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-457_it.htm [Accesso: 29/08/2019]

Favero, C. (2019a) Austerità: quando funziona e quando no. *lavoce.info* [Online] 29 gennaio. Disponibile in: <https://www.lavoce.info/archives/57292/austerita-quando-funziona-e-quando-no/> [Accesso: 31/08/2019]

Favero, C. (2019b) Tutta colpa dell'austerità? *lavoce.info* [Online] 11 settembre. Disponibile in: <https://www.lavoce.info/archives/54922/tutta-colpa-dellausterita/> [Accesso: 31/08/2019]

Francesco, M. & Pace, A. (2008) Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 31, ottobre

Giovannini, E. (2011) *La crescita del debito pubblico durante la crisi 2008-2010: cause e sostenibilità*, Dossier 2, Roma, ISTAT

Herndon, T., Ash, M. & Pollin, R. (2014) Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff, *Cambridge Journal of Economics*, 38, 2, p. 257-279

Il Post (2014) *Cos'è il Fiscal Compact, spiegato bene* [Online] 17 aprile. Disponibile in: <https://www.ilpost.it/2014/04/17/fiscal-compact/> [Accesso 9/09/2019]

Il sole 24 ore (2019) Eurostat: nel 2018 debito italiano salito al 132,2%, in 24 paesi UE (su 28) è sceso [Online] 23 aprile. Disponibile in: <https://www.ilsole24ore.com/art/eurostat-nel-2018-debito-italiano-salito-1322percento-24-paesi-ue-su-28-e-sceso-ABsZZFrB> [Accesso 9/09/2019]

Krugman, P. (2010) Reinhart and Rogoff Are Confusing Me, The Conscience of a Liberal. *The New York Times* [Online] 11 agosto. Disponibile in:

<https://krugman.blogs.nytimes.com/2010/08/11/reinhart-and-rogoff-are-confusing-me/>

[Accesso: 4/09/2019]

Krugman, P. (2012) Europe's Economic Suicide. *The New York Times* [Online] 15 aprile. Disponibile in:

<https://www.nytimes.com/2012/04/16/opinion/krugman-europes-economic-suicide.html>

[Accesso: 4/09/2019]

Lane, P. R. (2012) The European Sovereign Debt Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, 26, 2, p. 49-68

La Stampa (2019) Conte a Bruxelles: l'obiettivo dell'Italia è la riduzione del debito [Online] 11 settembre. Disponibile in:

<https://www.lastampa.it/esteri/2019/09/11/news/conte-a-bruxelles-l-obiettivo-dell-italia-e-la-riduzione-del-debito-1.37440627>

Mankiw, N. G. & Taylor, M. P. (2015). *Macroeconomia*. Tr. Canton, P. e Oliveri, A. Sesta edizione italiana. Bologna: Zanichelli [ed. orig. *Macroeconomics-European Edition*. New York: Worth Publishers, 2014²]

Marino, M. R., Momigliano, S. & Rizza, P. (2008) I conti pubblici nel decennio 1998-2007: fattori temporali, tendenze di medio periodo, misure discrezionali, *Questioni di Economia e Finanza* n. 15, luglio

Marro, E. (2018) Debito pubblico: come, quando e perché è esploso in Italia. *Il sole 24 ore* [Online] 21 ottobre. Disponibile in:

<https://www.ilsole24ore.com/art/debito-pubblico-come-quando-e-perche-e-esploso-italia-AEMRbSRG> [Accesso: 23/06/2019]

Mauro, P. & Zilinsky, J. (2016) Reducing Government Debt Ratios in an Era of Low Growth, *PIIE, Policy Brief* 16-10 [Washington DC, Peterson Institute for International Economics]

Monacelli, T. (2019) Il debito pubblico non si azzera per magia. *lavoce.info* [Online] 17 maggio. Disponibile in: <https://www.lavoce.info/archives/59124/il-debito-pubblico-non-si-azzera-per-magia/> [Accesso 31/08/2019]

Panizza, U. & Presbitero, A. F. (2013a) Public Debt and Economic Growth in Advanced Economies: A Survey, *Money and*

Finance Research Group, Working Paper. 78 [Ancona (Italy), Department of Economics and Social Sciences, Università Politecnica delle Marche]

Panizza, U. & Presbitero, A. F. (2013b) Ancora su debito pubblico e crescita. *Linkiesta* [Online] 3 maggio. Disponibile in:

<https://www.linkiesta.it/it/blog-post/2013/05/03/ancora-su-debito-pubblico-e-crescita/16268/> [Accesso: 9/09/2019]

Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2010) Growth in a Time of Debt, *American Economic Review* 100, 2: p 573-578

Saccò, P. (2018) Come si è formato il debito pubblico italiano. *Avvenire* [Online] 27 febbraio. Disponibile in:

<https://www.avvenire.it/economia/pagine/come-si-e-formato-il-debito-pubblico-italiano> [Accesso: 23/06/2019]

Senato della Repubblica-Camera dei deputati (2018) *Finanza pubblica e regole europee: guida alla lettura e sintesi dei dati principali*. Documentazione di inizio legislatura. Seconda edizione. Dossier XVIII Legislatura, Roma

Servizio del bilancio del Senato (2013) *La governance economica europea*. Elementi di documentazione, 3. XVII Legislatura, Roma

Theodoropoulou, S. (2018) *Managing Public Debt in Europe: An Introductory Guide*, Brussels: ETUI

Tirelli, P. (2019a) Ridurre il debito con il consenso dei cittadini. *lavoce.info* [Online] 12 marzo. Disponibile in:

<https://www.lavoce.info/archives/57985/ridurre-il-debito-con-il-consenso-dei-cittadini/> [Accesso: 31/08/2019]

Tirelli, P. (2019b) Credibilità, il problema dei paesi ad alto debito. *lavoce.info* [Online] 19 marzo Disponibile in:

<https://www.lavoce.info/archives/58114/credibilita-il-problema-dei-paesi-ad-alto-debito/> [Accesso: 5/09/2019]

Verick, S. & Islam, I. (2010) The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses, *IZA Discussion Paper*, n. 4934