

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:
PERCHÉ È UN PROBLEMA
E COME SE NE ESCE

Leonardo Becchetti
Sofia Bernardini
Stefano Caselli
Marika Cioffi
Lorenzo Codogno
Carlo Cottarelli
Giampaolo Galli
Gabriele Giudice
Marcello Messori
Ugo Panizza
Andrea F. Presbitero
Pietro Rizza
Marzia Romanelli
Pietro Tommasino
Carlo Valdes



CONFINDUSTRIA

N. 1-2019

Rivista di
Politica Economica

Direttore: Giampaolo Galli

Chair del board: Stefano Manzocchi

Advisory Board

Barbara Annicchiarico

Mario Baldassarri

Riccardo Barbieri

Leonardo Becchetti

Andrea Boitani

Massimo Bordignon

Luigi Carbone

Elena Carletti

Alessandra Casarico

Stefano Caselli

Lorenzo Codogno

Luisa Corrado

Carlo Cottarelli

Francesco Daveri

Sergio Fabbrini

Eugenio Gaiotti

Nicola Giammarioli

Gabriele Giudice

Paolo Guerrieri

Luigi Guiso

Elisabetta Iossa

Francesco Lippi

Marcello Messori

Salvatore Nisticò

Luigi Paganetto

Ugo Panizza

Marcella Panucci

Andrea Prencipe

Andrea Filippo Presbitero

Riccardo Puglisi

Pietro Reichlin

Francesco Saraceno

Fabiano Schivardi

Lucia Tajoli

Gilberto Turati

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:
PERCHÉ È UN PROBLEMA
E COME SE NE ESCE

Introduzione	pag. 5
Giampaolo Galli	
Debito pubblico e crescita economica	» 21
Andrea F. Presbitero	
La sostenibilità del debito pubblico italiano, un <i>safe asset</i> e una capacità fiscale per l'Eurozona	» 39
Lorenzo Codogno	
Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese	» 53
Stefano Caselli	
La riduzione del debito pubblico: l'esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni	» 69
Sofia Bernardini, Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli, Carlo Valdes	
Un fondo di ammortamento del debito dell'Area euro: cos'è, perché costruirlo, come progettarlo	» 87
Marika Cioffi, Pietro Rizza, Marzia Romanelli, Pietro Tommasino	
Completare l'Unione economica e monetaria con un <i>safe asset</i> europeo (E-bond)	» 99
Gabriele Giudice	
Il gioco della flessibilità non vale la candela del nuovo ESM	» 121
Marcello Messori	
Come risolvere il problema del debito pubblico italiano: un'analisi critica delle soluzioni facili ..	» 135
Ugo Panizza	
Le molte "leggerezze" che circolano sul debito pubblico e perché uscire dall'euro non sarebbe una soluzione	» 159
Leonardo Becchetti	

La sostenibilità del debito pubblico italiano, un *safe asset* e una capacità fiscale per l'Eurozona

Lorenzo Codogno*

- *Il mantenimento della sostenibilità del debito pubblico italiano è essenziale e imprescindibile. In presenza di un'unione monetaria ancora incompleta, che la rende fragile e vulnerabile, in passato l'Italia ha deviato dalla disciplina di bilancio e da politiche economiche responsabili, pagandolo a caro prezzo.*
- *L'introduzione di un titolo privo di rischio e di una capacità fiscale per l'intera Eurozona sarebbe importante per aumentare la resilienza di ciascuna singola economia nazionale e per l'intera area, ridurrebbe il rischio di una spirale negativa tra il rischio sovrano e quello delle banche, aiuterebbe il processo di riduzione dell'elevato debito in rapporto al PIL nella "periferia" dell'Area euro, e soprattutto in Italia. Non si sostituirebbe, tuttavia, alla necessaria disciplina di bilancio.*

JEL Classification: E32, E63, F33, H63.

Keywords: fiscal policy, safe sovereign assets, fiscal capacity, sovereign debt.

* l.codogno@lse.ac.uk, London School of Economics and Political Science.

1. Perché la sostenibilità finanziaria del debito pubblico è importante

Qual è la ricetta vincente per un paese per crescere in maniera sostenibile? C'è un filone molto ampio di letteratura accademica sulle determinanti della crescita economica e sul perché alcuni paesi hanno successo e altri no. Tuttavia, se si guardano da lontano le grandi variabili economiche, le economie di successo sono quelle che più di altre sono state in grado di evitare, o uscire con danni limitati, dalle grandi crisi economico/finanziarie degli ultimi due secoli, e in particolare dalle crisi dei debiti sovrani. Questo perché le situazioni di insolvenza o, per usare un termine anglosassone ampiamente in uso, di default, dello stato producono danni spesso permanenti, o quantomeno persistenti, alla struttura dell'economia. A differenza delle normali recessioni, frequentemente vanno a intaccare anche il lato dell'offerta, ben oltre la fisiologica schumpeteriana distruzione creativa che rigenera e reinventa l'economia nelle fasi di debolezza del ciclo economico.

Inoltre, un debito elevato assorbe eccessivamente il risparmio nazionale che altrimenti sarebbe dirottato verso investimenti produttivi del settore privato a detrimento della crescita economica, e riduce la capacità della politica di bilancio di offrire un supporto alla domanda aggregata in caso di recessioni violente. L'attenzione alle variabili e alle cause profonde che mettono la sostenibilità del debito pubblico, e quindi la stabilità finanziaria, a rischio è dunque più che giustificata.

Le variabili che determinano le dinamiche del rapporto debito pubblico/PIL e la sua sostenibilità sono tre: la crescita economica nominale del paese, il costo di finanziamento del suo debito, e il saldo primario di bilancio (la differenza tra entrate e spese dell'amministrazione pubblica, al netto della spesa per interessi). Queste tre variabili sono quelle utilizzate nell'equazione che descrive la dinamica del debito pubblico¹.

La crescita economica è come la marea che solleva tutte le barche, anche quelle malconce, che produce entrate fiscali per il bilancio pubblico e che rende le spese sostenibili rispetto al reddito compless-

$$^1 \Delta b_t = \left(\frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right) b_{t-1} - p b_t + d d_t$$

Questa equazione d'accumulazione del debito fornisce un semplice quadro contabile per scomporre la variazione del rapporto debito pubblico/PIL (Δb_t) nelle sue determinanti principali, costituite da: (i) "l'effetto palla di neve", ovvero l'impatto della differenza tra il tasso di interesse nominale medio applicato al debito pubblico (i_t) e il tasso di crescita del PIL nominale (g_t) moltiplicato per il rapporto debito/PIL nel periodo precedente (b_{t-1}); (ii) il rapporto del saldo primario di bilancio ($p b_t$); e (iii) il cosiddetto *stock-flow adjustment*, che comprende tutti quei fattori che incidono sul debito ma non sono inclusi nel saldo di bilancio come, ad esempio, acquisti o vendite di attività finanziarie o rivalutazioni/svalutazioni contabili. Si veda ad esempio, Checherita-Westphal C. (2019), Interest Rate-Growth Differential and Government Debt Dynamics, *ECB Economic Bulletin*, 2/2019, pp.60-63.

sivo della nazione, e quindi è la variabile più importante. Ma anche il costo di finanziamento è cruciale. Se il costo medio di finanziamento, espresso dai tassi di interesse che il governo deve pagare per finanziare il debito, diventa eccessivo, rischia di sottrarre troppe risorse al bilancio pubblico e minare la crescita economica e la stabilità finanziaria. Quindi va tenuto sotto controllo grazie a politiche attente che mantengano la credibilità e il merito di credito del prestatore sovrano, e la fiducia da parte degli investitori.

Qual è il livello del rapporto debito/PIL che mette a rischio la stabilità finanziaria e la crescita economica? La questione è ancora molto dibattuta e aperta in letteratura², e i livelli sembrano variare a seconda delle condizioni specifiche e dei momenti storici. Vi sono stati molti paesi emergenti che hanno compromesso la loro stabilità finanziaria anche con livelli di debito/PIL molto bassi, spesso con debiti finanziati dall'estero, mentre il Giappone riesce a finanziare il proprio elevatissimo debito pubblico, prevalentemente domestico, apparentemente senza un impatto negativo sulla stabilità finanziaria, ma probabilmente con un effetto sfavorevole sulla crescita economica. Dipende ovviamente anche dal costo di finanziamento del debito e dal ritorno ottenibile con gli investimenti pubblici, e anche da variabili internazionali non specifiche a ciascun paese.

La variabile più strettamente sotto controllo del governo e della politica di bilancio è ovviamente il saldo primario. Un'attenta gestione della finanza pubblica deve garantire un saldo primario compatibile con le variabili demografiche di lungo periodo, con le spese non discrezionali dello stato e delle amministrazioni locali, per garantire che la dinamica e il livello del debito pubblico rimangano compatibili con la sostenibilità di medio-lungo periodo anche in periodi di difficoltà economica.

La differenza tra il costo medio di finanziamento, espresso in termini di tasso d'interesse i che i governi pagano sul proprio debito, e il tasso di crescita nominale dell'economia g (in sintesi, $i-g$) è una relazione chiave per capire la dinamica del debito e per l'analisi della sua sostenibilità.

La variazione del debito pubblico tra due anni specifici è pari all'interesse pagato nel secondo anno sullo stock di debito alla fine del primo anno, al saldo primario di bilancio del secondo anno e ad altri fattori residuali. Il rapporto tra lo stock di debito e una variabile di flusso come il prodotto interno lordo (PIL) mette in luce la dimensione del debito rispetto a quella dell'economia. È principalmente determinato dal saldo primario in rapporto al PIL e dalla differenza tra il tasso di interesse e il tasso nominale di crescita del PIL. Se la diffe-

² Per esempio, Reinhart C., Rogoff K. (2011), From Financial Crash to Debt Crisis, *American Economic Review*, 101 (5), pp. 1676-1706.

renza è positiva, è necessario un avanzo primario di bilancio per stabilizzare o ridurre il rapporto debito/PIL. Più alto è il livello del debito iniziale, maggiore sarà il surplus primario necessario perché la spesa per interessi sarà più elevata. Al contrario, un differenziale persistentemente negativo, che implica una crescita sostenuta rispetto al costo di finanziamento del debito, può portare a una riduzione del rapporto debito/PIL, anche in presenza di un deficit nel saldo primario di bilancio.

2. La dinamica del debito pubblico nell'Area euro e in Italia

Il dibattito sul ruolo del differenziale $i-g$ è stato risollevato di recente dalla presentazione di Oliver Blanchard all'*American Economic Association*³, basata su un lavoro che utilizza dati relativi agli Stati Uniti e afferma che il costo del debito pubblico per l'economia potrebbe essere sovrastimato. Questo perché il dollaro è una valuta di riserva, i titoli del Tesoro statunitense sono percepiti come l'attività finanziaria esente da rischio per eccellenza, e il differenziale tra costo di finanziamento del debito e crescita nominale, $i-g$, è storicamente stato in territorio negativo il più delle volte. Pertanto, il debito non avrebbe un costo eccessivo per le finanze pubbliche e l'economia statunitense potrebbe sopportare livelli di debito anche elevati in rapporto al PIL.

Tuttavia, il caso statunitense è più l'eccezione che la norma. Nella letteratura economica i modelli basati sul vincolo intertemporale di bilancio⁴ indicano che il valore attuale netto dei flussi attesi di saldo primario deve essere uguale al valore di mercato del debito. Questi modelli si basano sull'ipotesi che il debito sovrano sia ritenuto *risk free*. Nella realtà, per la maggior parte dei debiti sovrani vi è un rischio di credito percepito e pertanto un premio di rendimento per il rischio di default. All'interno dell'Unione economica e monetaria europea, nella quale gli stati nazionali perdono il controllo sulla banca centrale e sulla sua capacità di monetizzare il debito, l'emittente nazionale di fatto si trova a emettere in una "valuta estera", e quindi in assenza di un comportamento virtuoso, anche questo fattore può aumentare il rischio. Inoltre, in mancanza di un *safe asset* comune, nell'Unione monetaria possono crearsi delle situazioni in cui le valutazioni di mercato sul merito di credito degli emittenti sovrani tendono a trovare equilibri differenti all'interno dell'area per differenti gruppi di paesi. Questi "equilibri multipli" vanno a penalizzare i paesi percepiti più ad alto ri-

³ Blanchard O. (2019), Public Debt and Low Interest Rates, 2019 *AEA Presidential address*, Atlanta, 5 gennaio.

⁴ Per una panoramica della letteratura in materia si veda D'Erasmus P., Mendoza M., Zhang, J. (2016), What is a Sustainable Public Debt?, *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 2B, pp. 2557-2588.

schio, fanno entrare questi paesi in un circolo vizioso e possono compromettere la loro stabilità finanziaria e quella dell'intera area.

Nell'Eurozona, storicamente hanno prevalso differenziali $i-g$ positivi per i principali paesi. Differenziali negativi possono crearsi in situazioni di surriscaldamento dell'economia, nelle quali la crescita reale e l'inflazione tendono a eccedere il livello corrente e storico dei tassi di interesse o in situazione in cui vi è *financial repression*. Tuttavia, questo è accaduto solo in rare occasioni nel corso degli ultimi vent'anni, cioè dall'entrata in vigore dell'euro. Tantomeno questo è accaduto per l'Italia, dove il differenziale $i-g$ si è sempre mantenuto in positivo.

Nel periodo 1999-2007 il differenziale è rimasto in media a 1,24, con un minimo a 0,88 nel 2007. In presenza di surplus primari che in media sono stati pari al 2,31% del PIL, questo ha consentito una graduale riduzione del debito pubblico dal 110,8% a fine 1998 sino al 99,8% a fine 2007. Nel 2008, il differenziale è salito a 3,61 e nel 2009 a 7,79, come conseguenza del crollo dell'attività economica (crescita nominale del PIL a -3,6% nel 2009) abbinato a un forte rialzo dei rendimenti di mercato dei titoli di stato che hanno alzato la media del costo di finanziamento sino al 5,01% nel 2008. Da allora è iniziata una graduale discesa dei tassi impliciti e una ripresa della crescita economica. Nella media 2008-2018, i tassi impliciti si sono collocati al 3,74%, mentre la crescita nominale soltanto a 0,8% (Figure 1 e 2). In presenza di surplus primari non sufficientemente elevati, il rapporto debito/PIL è cresciuto costantemente sino al 134,8% del 2018.

I recenti abbassamenti dei tassi di interesse da parte della Banca centrale europea e di quelli che si determinano nei mercati finanziari hanno ridotto in maniera molto significativa il costo di finanziamento nell'Area euro, e di questo hanno beneficiato tutti gli stati membri e l'Italia in particolare. Secondo il rapporto di primavera della Commissione europea⁵, il differenziale $i-g$ era diventato negativo per la Germania nel 2014, per la Francia, la Spagna, l'Olanda e per l'Area euro nel suo insieme nel 2015, e per tutti gli altri paesi dell'Area tranne l'Italia nel 2017.

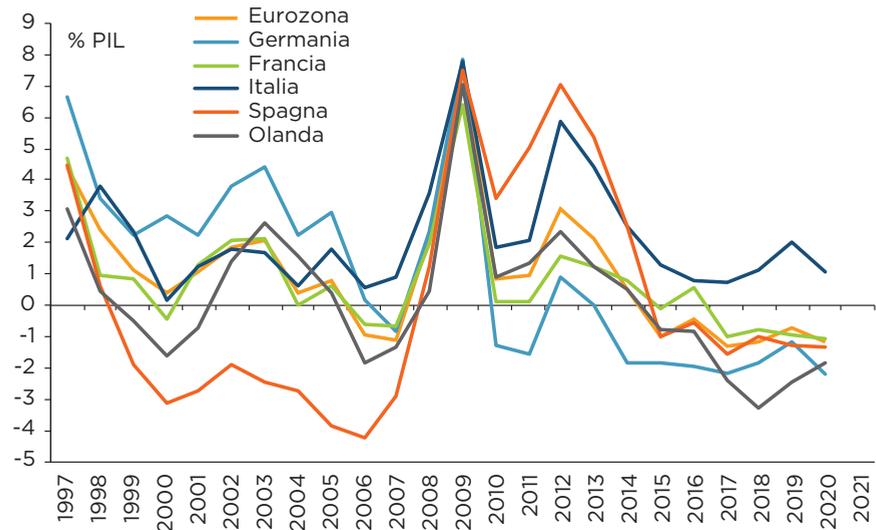
Nel 2018, con il rallentamento dell'economia in termini nominali, il differenziale è divenuto meno negativo, mentre per l'Italia è aumentato decisamente. Nel 2019 e nei due anni seguenti, secondo le previsioni della Commissione europea, il differenziale resterebbe in negativo per la maggior parte dei paesi, nonostante la continuazione del rallentamento economico. Per l'Italia, invece, rimarrebbe ampiamente in territorio positivo, richiedendo quindi significativi avanzi primari per stabilizzare il rapporto debito/PIL. La novità, non ancora rappresentata nelle stime della Commissione europea, è la forte riduzione

⁵ Commissione europea (2019), *Previsioni di primavera*, 7 maggio.

di tutta la struttura dei tassi di interesse per tutti gli emittenti dell'Area a partire da fine maggio, prevalentemente per le azioni della Banca centrale europea e la modifica delle aspettative nei mercati finanziari. E questo ha favorito soprattutto l'Italia. Ma questa forte riduzione è sostenibile nel medio periodo?

Figura 1 - Poca crescita e alti tassi di interesse penalizzano l'Italia

La variazione del rapporto i-g nei paesi dell'Area euro

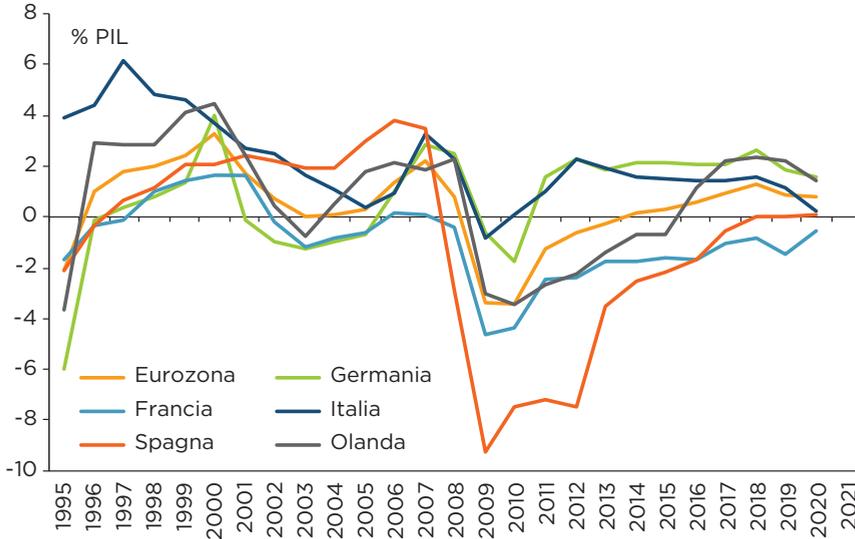


Fonte: Commissione europea, AMECO, calcoli dell'autore.

L'abbassamento del costo di finanziamento si è verificato in Italia con ritardo poiché gli elevati rendimenti pagati sul debito pubblico nel 2011 e negli anni che hanno seguito la crisi dei debiti sovrani hanno continuato a pesare sul costo medio di finanziamento a causa della durata media elevata del debito pubblico. Inoltre gli spread di rendimento rispetto ai titoli di riferimento tedeschi si sono ristretti nel corso degli anni con molta gradualità.

Figura 2 - L'Italia ha dovuto mantenere nel tempo saldi primari di bilancio elevati

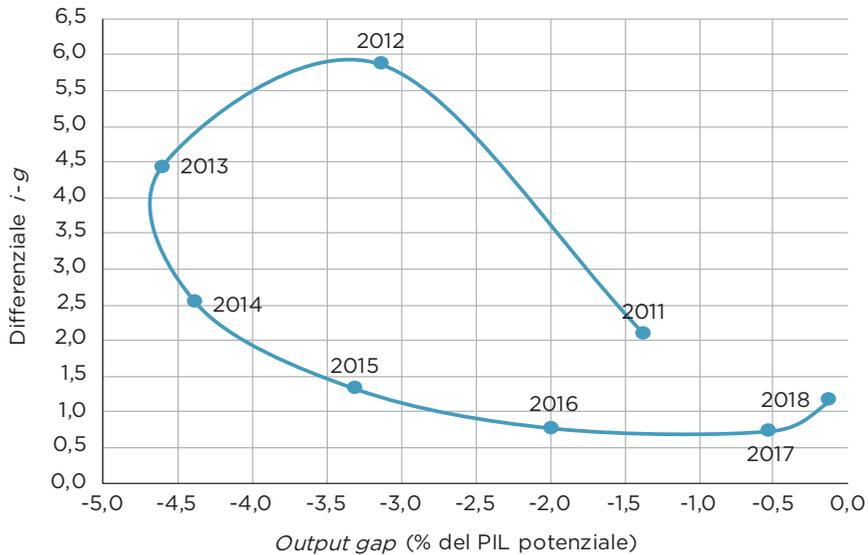
Saldo primario di bilancio per i principali paesi dell'Area euro



Fonte: Commissione europea, AMECO, calcoli dell'autore.

Figura 3 - Italia: il differenziale $i-g$ tende a comportarsi in modo pro-ciclico

Differenziale $i-g$ comparato con l'output gap



Fonte: Commissione europea, AMECO, calcoli dell'autore.

Il differenziale $i-g$ tende ad avere un andamento pro-ciclico (Figura 3). In presenza di un indebolimento della crescita nominale, infatti, difficilmente il costo di finanziamento del debito si riduce in maniera equivalente. Il costo di finanziamento dipende non soltanto dai tassi di interesse e dal costo delle emissioni effettuate nell'anno, ma anche dal flusso cedolare e dagli interessi imputati per competenza sull'esercizio relativamente a tutte le emissioni di titoli pubblici degli ultimi anni non ancora scadute. Pertanto, in presenza di una durata media e di una *duration* elevate, il costo implicito del debito tende a modificarsi soltanto in misura molto graduale. Da un lato questo permette di assorbire shock temporanei sui tassi di interesse, ma dall'altro tende a determinare un ritardo rispetto agli sviluppi ciclici. Dal 2011 in poi il differenziale è stato tanto più positivo tanto più negativo è stato l'*output gap*, forzando il paese a generare surplus primari elevati in coincidenza con fasi cicliche negative.

3. Alla radice degli alti tassi italiani: credibilità e politiche di bilancio, l'esperienza recente

Dopo le elezioni politiche italiane del marzo 2018, lo spread di rendimento sui titoli di stato italiani rispetto a quelli tedeschi aveva fatto registrare solo una debole pressione al rialzo, a dimostrazione del fatto che gli investitori erano ancora in attesa dei nuovi sviluppi politici che si andavano profilando. Il 15 maggio, il quotidiano online Huffington Post Italy pubblicò la presunta bozza di contratto tra la Lega e il Movimento Cinque Stelle. Il documento rivelava le intenzioni dei due partiti su euro e politica fiscale. Nel documento emergeva la questione dell'uscita dell'Italia dall'euro (*Italexit*) e del rapporto con l'Europa, in termini molto simili a quelli esposti nei programmi originari dei due partiti⁶. Si sollecitava l'introduzione di «specifiche procedure tecniche di natura economica e giuridica che consentano agli stati membri di recedere dall'Unione monetaria, e quindi di recuperare la loro sovranità monetaria». In alternativa, si proponeva «una clausola di *opt-out* permanente, al fine di consentire agli stati membri di poter

⁶ Per una discussione delle potenziali conseguenze di *Italexit* si veda Codogno L., Galli G. (2018), Perché è uno scenario catastrofico per il lavoro e il risparmio, in *Cosa succede se usciamo dall'Euro?*, a cura di Stagnaro C., Milano, IBL Libri, pp. 105-120; Codogno L., Galli G. (2017), L'Euro è un'opportunità: uscirne non risolverebbe nessuno dei problemi dell'Italia, in *Unione Europea: 60 anni e un bivio*, a cura di Paganetto L., Gruppo dei 20, Roma, Eurilink University Press; Codogno L., Galli G. (2017), *Italexit is not a Solution for Italy's Problems*, in *Europop*, London School of Economics and Political Science. Si veda anche: Una sospensione volontaria dell'incredulità: il contratto di governo e la Legge di bilancio (*A Willing Suspension of Disbelief: the Contract for Government and the Budget*), con Merler S., in *Politica in Italia. I fatti dell'anno e le interpretazioni*, a cura di Bressanelli E. e Natali D., pubblicato dalla Fondazione di ricerca Istituto Carlo Cattaneo, Il Mulino, Bologna, giugno 2019, <https://www.mulino.it/isbn/9788815283801#>. La versione inglese è stata pubblicata sulla rivista accademica *Contemporary Italian Politics*, 30 luglio 2019, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23248823.2019.1645997>.

avviare un percorso condiviso di uscita concordata nel caso in cui sia una chiara volontà popolare in tal senso». La bozza di accordo invocava anche il «congelamento e cancellazione dei BTP in pancia alla BCE. [...] La BCE avrà sui suoi bilanci circa 250 miliardi di BTP. La loro cancellazione vale circa 10pp di riduzione del debito»⁷.

La versione finale del documento conteneva un riferimento alla cartolarizzazione dei crediti tributari «anche attraverso strumenti quali titoli di stato di piccolo taglio». In sostanza, si trattava dell'introduzione di una valuta parallela o comunque del tentativo di aggirare le regole di bilancio. Anche la proposta di pagare una parte degli stipendi dei dipendenti pubblici in titoli di stato, emersa durante il dibattito sulla Legge di bilancio nell'autunno del 2018, andava nella stessa direzione. Questi progetti ponevano chiaramente l'Italia in rotta di collisione con le autorità dell'Unione europea.

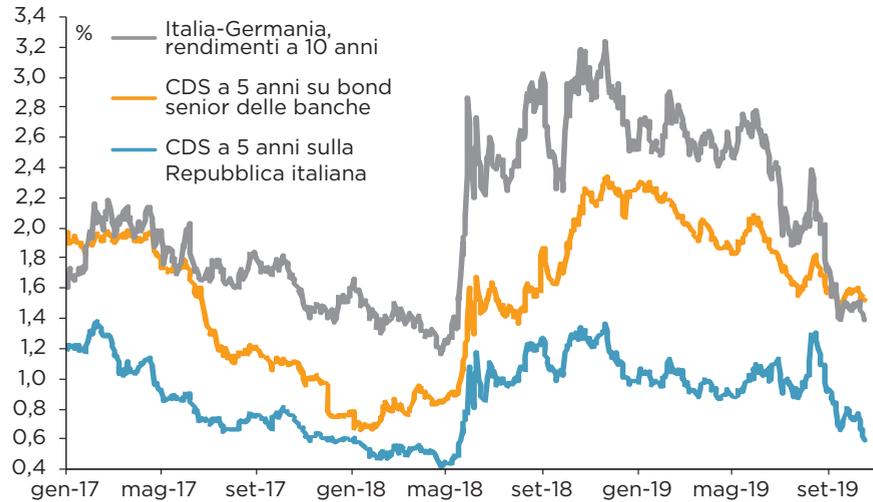
La percezione nei mercati finanziari cambiò, e gli investitori internazionali iniziarono a chiedere un premio aggiuntivo per il rischio di default e di ridenominazione del debito pubblico italiano. I timori non sono venuti meno neppure successivamente a causa dell'accentuazione del conflitto con la Commissione europea in coincidenza con l'approvazione della Nota di aggiornamento al documento di economia e finanza e poi successivamente con la pubblicazione della bozza di Legge di bilancio nell'autunno del 2018. Soltanto a partire dalla fine dell'anno, con l'accordo finale con la Commissione europea, le tensioni vennero gradualmente meno, e gli spread di rendimento iniziarono a diminuire, sia pur molto gradualmente.

A partire dalla fine di maggio del 2019, a seguito delle decisioni del Consiglio Direttivo della Banca centrale europea, i rendimenti sui titoli di stato di tutti i paesi dell'Area euro e i differenziali di rendimento hanno iniziato a ridursi in maniera decisa, e soprattutto quelli dei titoli italiani. Lo spread di rendimento tra titoli di stato italiani a 10 anni e quelli tedeschi aveva superato i 320 punti base nel novembre del 2018 (Figura 4), per poi rimanere in media sopra i 250 punti base nella prima parte del 2019 sino a fine maggio. Da allora è iniziata una riduzione molto accentuata che ha portato il differenziale sino a circa 150 punti base nell'ottobre del 2019. Al contempo sono scesi anche i rendimenti sui titoli tedeschi, producendo una riduzione di circa 150 punti base dei rendimenti su tutta la curva dei tassi (Figura 5). Pur con la gradualità con cui si traduce in una riduzione del costo implicito di finanziamento del debito pubblico, la riduzione dei tassi dall'aprile scorso produrrà risparmi sulla spesa per interessi in percentuale del PIL di quasi un punto percentuale già nel 2022, secondo le stime del Ministero dell'economia e delle finanze.

⁷ La Banca centrale europea compra solo circa l'8% delle attività finanziarie del programma di acquisti del Sistema europeo delle banche centrali. Il rimanente 92% è tipicamente acquistato dalla Banca d'Italia. Quindi la BCE neppure aveva 250 miliardi di titoli di stato italiani nel suo portafoglio, ma apparentemente questo fatto non era noto agli estensori della bozza del Contratto.

Figura 4 - Italia: l'allargamento dello spread nel maggio 2018

Spread di rendimento tra titoli di stato decennali italiani e tedeschi e prezzo dei Credit Default Swap

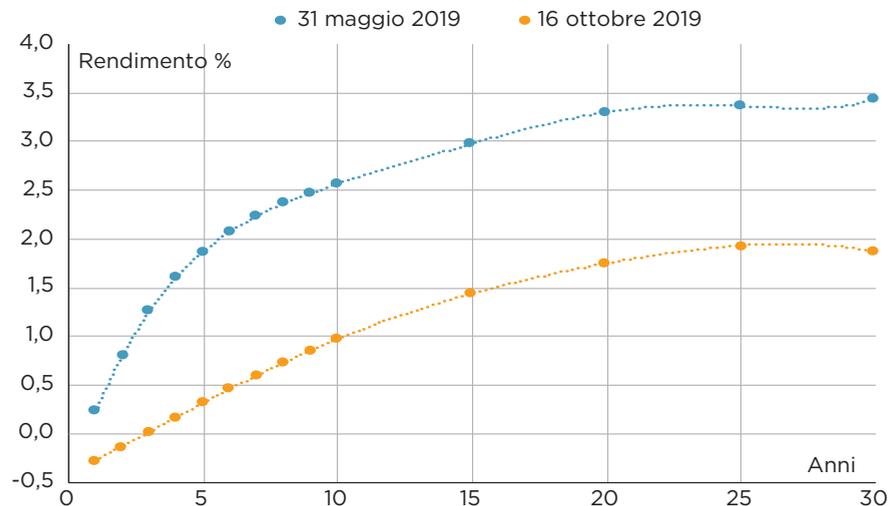


Nota: rendimenti su *constant maturity bond*.

Fonte: Thomson-Reuters Datastream, stime dell'autore.

Figura 5 - Italia: il crollo dei tassi di interesse

Curva dei tassi di interesse sui titoli di stato italiani da fine maggio a ottobre 2019



Nota: *constant maturity yields*.

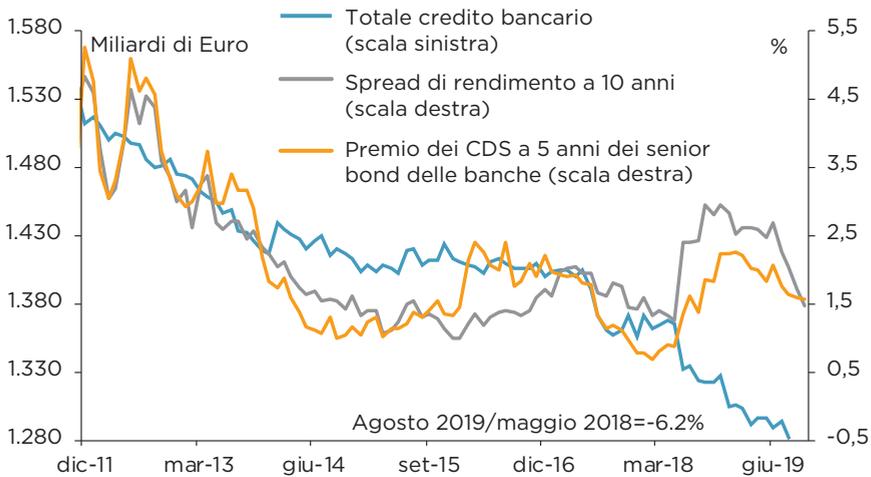
Fonte: Thomson-Reuters Datastream, calcoli dell'autore.

Comunque, difficilmente il differenziale *i-g* diventerà negativo, richiedendo pertanto surplus primari significativi per cercare di stabilizzare il rapporto debito/PIL. La recente forte riduzione dei tassi di interesse e dei tassi *forward* ha significativamente migliorato anche la sostenibilità futura del debito. Tuttavia, quest'ultima rimane dipendente da un periodo prolungato di tassi molto bassi, in linea con le attuali aspettative di mercato. Dunque, il debito italiano rimane vulnerabile ad un possibile inatteso rialzo dei tassi di interesse in futuro⁸.

Inoltre, il legame molto stretto tra il merito di credito dell'emittente sovrano e quello delle banche dello stesso paese ha di fatto ostacolato la trasmissione della politica monetaria attraverso il canale creditizio. Sorprende, ad esempio, come nel maggio del 2018, la reazione delle banche italiane all'allargamento del differenziale di rendimento dei titoli pubblici si sia trasmesso quasi immediatamente all'erogazione di credito all'economia, in una situazione che peraltro mostrava già una forte contrazione sia in termini nominali che in percentuale rispetto al PIL a partire dal 2011 (Figura 6).

Figura 6 - Italia: l'allargamento dello spread impatta immediatamente sul credito

Spread di rendimento tra titoli di stato decennali italiani e tedeschi e totale credito bancario a residenti delle banche italiane



Nota: rendimenti a 10 anni *constant maturity bonds*.

Fonte: Thomson Reuters Datastream, Banca d'Italia, calcoli dell'autore.

⁸ Il 4 ottobre 2019 un gruppo di ex governatori di banche centrali europee ha firmato un memorandum con il quale si criticava l'operato della Banca centrale europea, la permanenza di tassi negativi e le politiche monetarie non ortodosse. La lettera si è addirittura spinta a dire: «il sospetto che dietro alle misure [di *quantitative easing*] vi sia l'intenzione di proteggere governi pesantemente indebitati da un rialzo dei tassi d'interesse sta divenendo sempre più fondato».

4. Capacità fiscale e *safe bond*: la soluzione?

La dipendenza dalla politica monetaria espansiva della Banca centrale europea espone l'economia dell'Area euro al rischio di improvvise inversioni di tendenza nelle condizioni finanziarie, poiché lo spazio per far fronte a gravi shock esterni, finanziari o reali, si è quasi esaurito. Con le prospettive economiche globali che sembrano più cupe di giorno in giorno, in relazione alle guerre commerciali e alle tensioni geopolitiche, questo rischio è tutt'altro che ipotetico.

Il riequilibrio del mix di politiche dallo stimolo monetario a quello fiscale sembra urgente, ma i vincoli di bilancio e l'opposizione politica in alcuni paesi, e soprattutto la Germania, rendono difficile questa prospettiva. Un diverso *policy mix* potrebbe essere raggiunto solo a livello sovranazionale a causa dell'eredità del debito pubblico elevato in diversi stati membri dell'Area euro, e soprattutto in Italia, e agli apriori ideologici contro l'utilizzo della politica fiscale in altri. Tuttavia, anche gli ostacoli politici per la creazione di nuovi strumenti fiscali a livello sovranazionale sembrano essere al momento insormontabili. L'introduzione di una capacità fiscale centralizzata (*fiscal capacity*) e di un *safe asset* emesso da un'entità europea può avvenire soltanto se verranno percepiti come strumenti che migliorano la situazione (*welfare enhancing*) in tutti gli stati membri dell'Unione monetaria⁹.

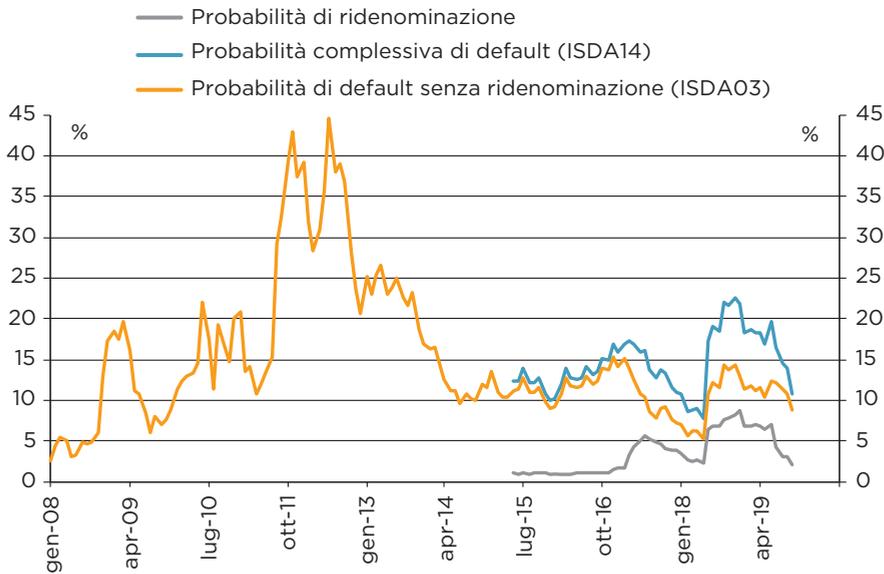
Affinché i paesi "core" si convincano di un tale cambiamento di policy e di una qualche forma di condivisione del rischio, vi dovrebbe essere una riduzione del cosiddetto *moral hazard* e i paesi della periferia dovrebbero comportarsi in modo responsabile.

Numerosi stati membri della periferia, e in particolare quelli che hanno beneficiato di programmi di aggiustamento economico, hanno subito un costo economico e sociale elevato durante le crisi dei debiti sovrani. Le probabilità di default dell'Italia prezzate dai mercati finanziari nel 2011 si sono avvicinate al 50% (Figura 7).

⁹ Codogno, L., van den Noord P. (maggio 2019), The Rationale for a Safe Asset and Fiscal Capacity for the Eurozone, pubblicato su LEQS, London School of Economics and Political Science. <http://www.lse.ac.uk/european-institute/Assets/Documents/LEQS-Discussion-Papers/LEQ-SPaper144.pdf>, e ripubblicato nei *working paper* della LUISS SEP <https://sep.luiss.it/research/working-papers/2019/05/15/1-codogno-p-van-den-noord-rationale-safe-asset-and-fiscal-capacit>, ed anche in <http://ssrn.com/abstract=3392932> e <http://ssrn.com/abstract=3406735>. Una versione rivista e modificata è in corso di pubblicazione in Castañeda J., Roselli A., Wood G. (a cura di), *The Economics of Monetary Unions. Past Experiences and the Eurozone*, Routledge, 2020.

Figura 7 - Italia: le probabilità di default e di ridenominazione

Probabilità di default e di ridenominazione dei titoli di stato italiani con un orizzonte a 5 anni e in ipotesi di percentuale di recupero pari al 60%, stime basate su CDS ISDA 2003 e 2014



Fonte: Thomson Reuters Datastream, calcoli dell'autore.

La dichiarazione “whatever it takes” del Presidente della Banca centrale europea, Mario Draghi, nel luglio 2012, e l'introduzione delle *Outright Monetary Transactions* (OMT) e dei programmi di acquisto di attività finanziarie o *quantitative easing* (QE) hanno contribuito ad allentare le tensioni, a diminuire gli spread di rendimento e a riportare stabilità finanziaria. Tuttavia, hanno anche ridotto gli incentivi a proseguire nella strada del consolidamento fiscale e delle riforme strutturali, così come quelli per affrontare in modo più risoluto il problema dei crediti in sofferenza delle banche, e tutto ciò soprattutto in Italia.

Questo stato di cose ovviamente tende a frustrare qualsiasi iniziativa volta a condividere il rischio finanziario e macroeconomico nell'Area euro, compresa l'istituzione di una capacità fiscale e l'introduzione di un *safe asset*.

Tuttavia, in assenza di tali meccanismi di condivisione del rischio, l'Unione monetaria rimane incompleta e vulnerabile. La Banca centrale europea è costretta a continuare con politiche ultra espansive supplendo alle mancanze sul lato fiscale. Senza il programma di acquisti da parte della BCE, i rendimenti dei debiti sovrani in paesi “pe-

riferici” come l’Italia sarebbero probabilmente più elevati, e a causa del legame ancora molto stretto tra debito sovrano e settore bancario nazionale (il cosiddetto *doom-loop*), anche le banche entrerebbero sotto pressione e ridurrebbero ancor più il finanziamento all’economia.

In sostanza la *fiscal capacity* e il *safe asset* aiuterebbero paesi come l’Italia a ridurre *i-g*, facilitando il percorso di rientro dal debito elevato, ma rimarrebbe comunque la necessità di mantenere adeguati surplus primari di bilancio.

5. Conclusioni

In Italia, negli ultimi 20 anni, la dinamica tra costo del finanziamento del debito pubblico e la crescita economica è stata sfavorevole, costringendo il governo a mantenere surplus primari rilevanti per tentare di ridurre il rapporto debito/PIL.

L’introduzione di una capacità fiscale autonoma per l’Area euro e di un *safe asset* migliorerebbe la stabilità finanziaria, ridurrebbe gli effetti negativi di shock economici esogeni ed endogeni, ridurrebbe il *doom-loop* tra il debito sovrano e le banche, facilitando in tal modo un percorso di graduale rientro dall’elevato rapporto debito/PIL. Disciplina di bilancio e politiche economiche responsabili restano comunque componenti necessari e imprescindibili per la stabilità finanziaria e quindi anche per la crescita economica.

Rivista di Politica Economica

La Rivista di Politica Economica è stata fondata nel 1911 come "Rivista delle società commerciali" ed ha assunto la sua attuale denominazione nel 1921. È una delle più antiche pubblicazioni economiche italiane ed ha sempre accolto analisi e ricerche di studiosi appartenenti a diverse scuole di pensiero. Nel 2019 la Rivista viene rilanciata, con periodicità semestrale, in un nuovo formato e con una nuova finalità: intende infatti svolgere una funzione diversa da quella delle numerose riviste accademiche a cui accedono molti ricercatori italiani, scritte prevalentemente in inglese, tornando alla sua funzione originaria che è quella di discutere di questioni di politica economica, sempre con rigore scientifico. Gli scritti sono infatti in italiano, più brevi di un *paper* accademico, e usano un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori. Ogni numero è una monografia su un tema scelto grazie ad un continuo confronto fra l'editore e l'*Advisory Board*. La Rivista è accessibile online sul sito di Confindustria.

Redazione Rivista di Politica Economica

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma (Italia)

e-mail: rpe@confindustria.it

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica>

Direttore responsabile

Silvia Tartamella

Coordinamento editoriale ed editing

Gianluca Gallo

Adriana Leo

La responsabilità degli articoli e delle opinioni espresse è da attribuire esclusivamente agli Autori. I diritti relativi agli scritti contenuti nella Rivista di Politica Economica sono riservati e protetti a norma di legge. È vietata la riproduzione in qualsiasi lingua degli scritti, dei contributi pubblicati sulla Rivista di Politica Economica, salvo autorizzazione scritta della Direzione del periodico e con l'obbligo di citare la fonte.

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma