

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	

Debito pubblico e crescita economica

Andrea F. Presbitero*

- *Quando i tassi di interesse sono bassi, come avviene attualmente, può sembrare che l'accumulazione di debito pubblico sia quasi priva di costi. Tuttavia, il debito pubblico ha effetti sull'accumulazione di capitale e sui tassi di interesse, specialmente quando raggiunge livelli particolarmente elevati o dinamiche non sostenibili.*
- *Questo saggio discute gli effetti macroeconomici del debito pubblico, passando in rassegna l'evidenza empirica e i principali meccanismi attraverso cui un debito elevato può determinare una contrazione del tasso di crescita. Elevati livelli di debito pubblico, oltre a rappresentare un potenziale vincolo agli investimenti, indeboliscono l'efficacia della politica economica e la capacità di mettere in atto misure anticicliche per stimolare la domanda in periodi recessivi.*

JEL Classification: E62, H60, H63.

Keywords: debito pubblico, crescita, politica fiscale, sostenibilità del debito.

* apresbitero@imf.org, Fondo Monetario Internazionale, Washington, DC (Stati Uniti). Ringrazio Fabrizio Balassone, Giampaolo Galli, Ugo Panizza e Francesco Spadafora per i commenti su versioni precedenti del *paper*. Le opinioni espresse in questo articolo sono strettamente personali e non rappresentano necessariamente le opinioni del Fondo Monetario Internazionale, del suo *Executive Board* o del suo *management*.

Lower interest rates decrease the fiscal and the economic costs of public debt. [...] The right attitude, however, is not to pretend that debt is catastrophic if it is not. Sooner or later, a government will test that proposition and discover that it is false. The right approach is to tailor the advice to the situation of each country¹.

When treasury debt holders start to doubt our government's ability to repay, or to attract future lenders, they will demand higher interest rates to compensate for the risk. If current spending and tax policy continue unaltered, higher interest costs will have to be financed by even more debt. More borrowing puts more upward pressure on interest rates, and the spiral continues [...] High interest payments would crowd out financing of needed expenditures to restore [...] our domestic infrastructure and other critical government activities².

1. Introduzione

Nel corso del 2019, il debito pubblico italiano ha raggiunto il 135,7% del Prodotto interno lordo (PIL), in rapido aumento dal 100% del PIL nel 2007 e ben al di sopra della media dei paesi dell'Unione europea (80% del PIL) e delle economie avanzate (103% del PIL)³. Per questo motivo, il debito pubblico è spesso al centro del dibattito di politica economica, indicato come un elemento che può influenzare il tasso di crescita dell'economia attraverso vari canali, poiché condiziona le scelte di politica fiscale e le decisioni di consumo e investimento del settore privato.

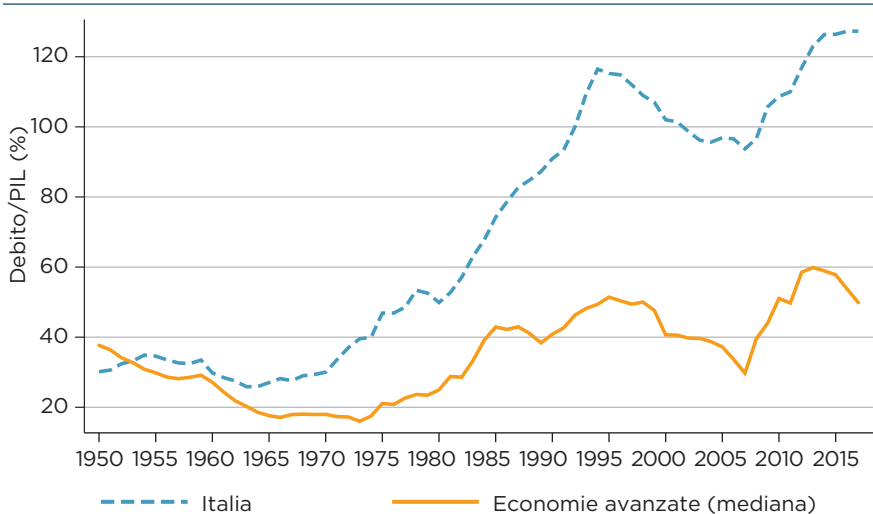
Recentemente non mancano commentatori che tendono a ridimensionare il ruolo del debito pubblico come vincolo alle scelte economiche. Specialmente tra coloro che sostengono la necessità di assumere pieno controllo sulla politica monetaria, è diffusa la convinzione che un governo possa accumulare debito senza pagare alcun costo, o comunque sostenendo costi minimi. L'ipotesi, più o meno implicita, è che un paese con una banca centrale "sovrana" possa sempre stampare moneta e che il finanziamento monetario del deficit non generi inflazione. A questo proposito viene spesso citato l'esempio del Giappone e si fa riferimento alla *Modern Monetary Theory* (MMT). In questo breve saggio, per motivi di spazio, non si entrerà nel merito di questi argomenti, che in parte sono discussi in

¹ Blanchard O., Ubide A., Peterson Institute of International Economics, 15 luglio 2019.

² Boskin M.J., Cochrane J.H., Cogan J.F., Shultz G.P., Taylor J.B., *Wall Street Journal*, 27 marzo 2018.

³ I dati sono presi dell'edizione di ottobre 2019 del *World Economic Outlook*, pubblicato dal Fondo monetario internazionale, con l'eccezione del dato italiano, che riflette la stima più recente pubblicata nella Nota di Aggiornamento del documento di economia e finanza.

Figura 1 - Debito pubblico in Italia e nelle economie avanzate dal secondo dopoguerra



Fonte: elaborazione su dati del Global Debt Database (Mbaye S., Badia M.M, Chae K., 2018, Global Debt Database: Methodology and Sources, *IMF Working Paper*, No. 18/111.). Il campione di economie avanzate include 32 paesi (esclusa l'Italia).

questo volume nel saggio di Panizza⁴. L'obiettivo è invece di presentare una serie di argomenti, basati sulla teoria economica e su riscontri empirici, per confutare la tesi semplicistica che il debito sia senza costi, perché non rappresenterebbe altro che un'obbligazione dello stato verso i propri cittadini⁵.

Sgombriamo il campo da inutili equivoci. Sostenere che il debito pubblico possa essere un ostacolo alla crescita non vuol dire che accumulare debito, o fare deficit (con qualche semplificazione, il debito non è altro che l'accumulazione di deficit passati), sia necessariamente una scelta di politica economica sbagliata⁶. Ci sono molte ra-

⁴ Per approfondimenti, si rimanda, tra gli altri, a Edwards S. (2019), *Modern Monetary Theory: Cautionary Tales from Latin America*, *Economics Working Paper* 19106, Hoover Institution; Rogoff K. (2019), *Modern Monetary Nonsense*, *Project Syndicate*, 4 marzo, e Summers L. (2019), *The Left's Embrace of Modern Monetary Theory is a Recipe for Disaster*, *The Washington Post*, 4 marzo.

⁵ Ad essere precisi, spesso una parte considerevole del debito pubblico è detenuta da non residenti, così che l'accumulazione di debito implica un trasferimento di risorse verso l'estero. In Italia, in particolare, la quota di debito pubblico detenuta da non residenti è pari a circa un terzo (si vedano i dati del Sovereign Bond Holdings dataset pubblicato da Bruegel).

⁶ Il focus di questa nota - e dell'intero numero della Rivista - è sul ruolo del debito pubblico. Chiaramente l'accumulazione di debito privato è egualmente importante e può avere effetti negativi sulla stabilità finanziaria e sulla crescita economica. Per approfondimenti sul ruolo del debito privato, si rimanda, tra gli altri, a Mian A., Sufi A., Verner E. (2017), *Household Debt and Business Cycles Worldwide*, *The Quarterly Journal of Economics*, 132, pp. 1755-1817 e Mian A., Sufi A. (2018), *Finance and Business Cycles: the Credit-Driven Household Demand Channel*, *Journal of Economic Perspectives*, 32, pp. 31-58.

gioni, e un consenso piuttosto diffuso tra gli economisti e i policy maker, per sostenere la necessità di fare politiche anti-cicliche, a sostegno alla domanda e agli investimenti, con effetti positivi sul welfare⁷. Ciò è particolarmente vero in periodi in cui c'è ampia capacità produttiva inutilizzata - ossia il PIL è al di sotto del suo livello potenziale - esistono *gap* infrastrutturali, e il costo del finanziamento è a livelli storicamente bassi. Tutte condizioni che, pur con alcune differenze, sono comuni a diverse economie avanzate negli anni più recenti e che quindi motiverebbero l'attuazione di politiche fiscali espansive per finanziare un aumento degli investimenti attraverso l'emissione di maggiore debito, come suggerito recentemente da Blanchard⁸. Tuttavia, sebbene il ricorso a maggior debito sia particolarmente conveniente con tassi prossimi a zero, non si tratta di una scelta priva di rischi. Infatti, la presenza di un elevato debito pubblico, anche questa comune a molti paesi, rappresenta una fonte di vulnerabilità che deve essere tenuta in considerazione, perché può limitare le scelte di politica economica, avere una serie di effetti negativi sull'economia e generare crisi che si autoalimentano e che possono portare a vere e proprie crisi finanziarie. La seconda citazione iniziale, ripresa da un articolo pubblicato sul Wall Street Journal da cinque economisti statunitensi lo scorso anno, sottolinea come un debito troppo elevato possa innescare una spirale negativa che, attraverso maggiori tassi di interesse e ulteriore maggior deficit, riduce le risorse disponibili per investimenti pubblici e per la spesa sociale. La recente crisi dei debiti sovrani in Europa è un classico esempio dell'emergere di situazioni in cui la percezione da parte dei mercati dell'insostenibilità del debito genera un rialzo dei tassi, che pone ulteriore pressione sulle finanze pubbliche e sulla dinamica del debito, generando situazioni di insolvenza⁹.

⁷ Wyplosz C. (2019), Olivier in Wonderland, *VoxEU*, 17 giugno.

⁸ Blanchard O. (2019), Public Debt and Low Interest Rates, *American Economic Review*, 109, pp. 1197-1229. Blanchard (2019) nella sua lezione presidenziale all'American Economic Association, ha espresso in modo chiaro le implicazioni della sua analisi. Sebbene il suo argomento principale sia che il debito pubblico potrebbe avere costi minori di quelli che generalmente gli vengono attribuiti, conclude affermando: «my purpose in the lecture is not to argue for more public debt, especially in the current political environment. It is to have a richer discussion of the costs of debt and of fiscal policy than is currently the case». (p. 1197). Tuttavia, non sono mancate interpretazioni distorte della sua lezione. Ad esempio, su La Repubblica l'11 gennaio 2019 si leggeva che «Blanchard "scopre" che quando il tasso di crescita di un paese è superiore al tasso di remunerazione del suo debito pubblico, il debito non solo è sostenibile, ma tende a ridursi senza bisogno di tagli alla spesa o aumenti di imposte. Il che, appunto, è una scoperta dell'acqua calda». E ancora: «Che vuol dire tutto ciò? Una bazzecola: che l'importanza data finora al debito pubblico, una fissazione per tanti economisti e addirittura un'ossessione in Europa, è sbagliata». Uno degli obiettivi di questo lavoro è anche mettere in guardia rispetto a queste letture troppo semplicistiche. Altrimenti, usando le parole di Wyplosz (2019): «the world of finance could become dangerous if governments were to believe that we live in the wonderland where the budget constraint does not bite».

⁹ Lorenzoni G., Werning I. (2019), Slow Moving Debt Crises, *American Economic Review*, 109, pp. 3229-3263.

Come riconciliare visioni che sembrano condurre a politiche economiche opposte? Questo breve saggio introduttivo ha l'obiettivo di fornire alcuni strumenti essenziali a comprendere le ragioni che possono indurre, sotto certe condizioni, ad assumere posizioni più o meno favorevoli a un'espansione fiscale, finanziata emettendo debito, per stimolare l'economia. In particolare, ci si propone di presentare in modo sintetico i principali argomenti che gli economisti hanno sviluppato per motivare perché un elevato debito pubblico può costituire un vincolo allo sviluppo e alla crescita economica¹⁰.

Prima di discutere alcuni meccanismi più in dettaglio, è utile fissare alcuni semplici concetti utilizzando una rappresentazione semplificata del funzionamento del sistema economico. Secondo il paradigma keynesiano, in cui non c'è piena occupazione e alcuni agenti possono essere soggetti a vincoli finanziari, la politica fiscale ha un effetto sulla domanda aggregata. In questo tipo di schema - che in genere viene presentato come una buona approssimazione del funzionamento dell'economia nel breve periodo - un'espansione fiscale genera effetti positivi sull'output, senza una contrazione di risparmi e investimenti. Tuttavia, secondo l'approccio neoclassico - che viene comunemente utilizzato per descrivere il comportamento del sistema economico nel lungo periodo - il ruolo della domanda aggregata è limitato. In presenza di agenti che ottimizzano le scelte di consumo (basandosi su un orizzonte temporale finito) e hanno accesso a mercati dei capitali senza frizioni, il debito pubblico può ridurre il tasso di crescita dell'economia perché i maggiori tassi di interesse e la tassazione futura - associati ad alti livelli di debito - scoraggiano il risparmio e l'accumulazione di capitale, che sono input fondamentali per la crescita¹¹. Ne consegue che una politica di bilancio espansiva può stimolare la domanda aggregata nel breve periodo, ma al costo di ridurre l'accumulazione di capitale nel lungo periodo.

¹⁰ Al contrario, per motivi di spazio, non ci concentreremo sul dibattito, piuttosto acceso, sulla dimensione del moltiplicatore della politica fiscale e sulla necessità di politiche per ridurre il debito pubblico, nè sulle ragioni che spingono i governi ad indebitarsi. Su questi temi, si vedano Ramey V. (2019), Ten Years After the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research, *Journal of Economic Perspectives*, 33, pp. 89-114 per una discussione aggiornata sul moltiplicatore fiscale; Reinhart C.M., Reinhart V.R., Rogoff K.S. (2015), Dealing with Debt, *HKS Faculty Research Working Paper*, RWP15-009; Bernardini S., Cottarelli C., Galli G., Valdes C. (2019), Reducing Public Debt: The Experience of Advanced Economies over the Last 70 Years, *Policy brief*, Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani; Best T., Bush O., Eyraud L., Sbrancia M.B. (2019), Reducing Debt Short of Default, in Abbas S., Pienkowski A., Rogoff K. (eds.), *Sovereign Debt: A Guide to Economists and Practitioners*, Oxford: Oxford University Press e il saggio di Panizza in questo volume sulle politiche di riduzione del debito pubblico; e Fatas A., Ghosh A.R., Panizza U., Presbitero A.F. (2019), The Motives to Borrow, in Abbas S., Pienkowski A. e Rogoff K. (eds.) *Sovereign Debt: A Guide to Economists and Practitioners*, Oxford: Oxford University Press sui motivi per cui i governi si indebitano.

¹¹ Diamond P.A. (1965), National Debt in a Neoclassical Growth Model, *American Economic Review*, 55, pp. 1126-1150 e Blanchard O. (1985), Debt, Deficits, and Finite Horizons, *Journal of Political Economy*, 93, pp. 223-247.

Più in generale, l'accumulazione di debito pubblico genera trasferimenti di risorse tra generazioni e l'effetto netto dipende dall'utilizzo delle risorse che vengono prese a prestito¹². Se un deficit finanziato attraverso debito viene speso per consumi correnti, allora la generazione corrente gode dei benefici del debito, trasferendone i costi alle generazioni future. Al contrario, se le risorse sono investite, i benefici di questi investimenti saranno appannaggio anche delle generazioni future. Gli effetti redistributivi del debito sono particolarmente importanti¹³. Si pensi, ad esempio, alla scelta tra sfruttare il basso costo del denaro per finanziare investimenti in infrastrutture (i cui benefici in linea di principio consentiranno di generare maggiori entrate future per rimborsare il debito), rispetto a finanziare una riforma del sistema pensionistico che preveda pensioni più generose, i cui costi dovranno essere sostenuti anche in futuro, quando ragionevolmente i tassi di interesse saranno maggiori.

2. Che cosa dicono i dati

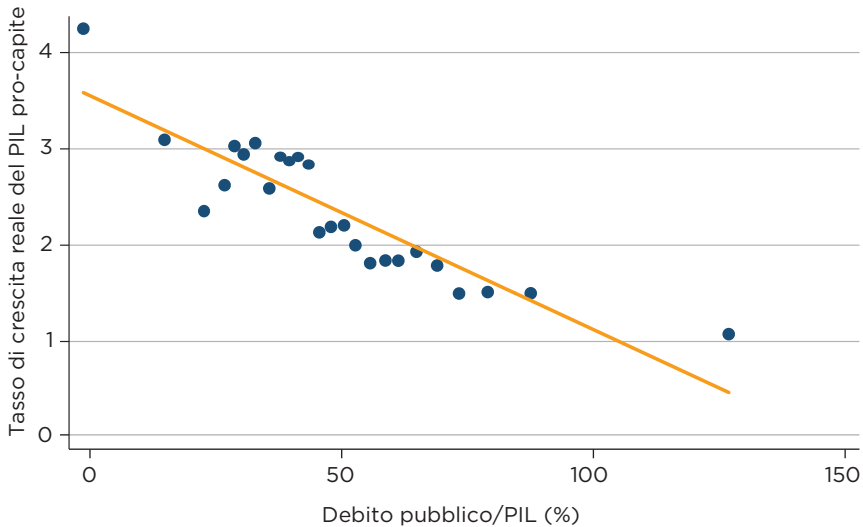
Un dato chiave che emerge osservando i dati macroeconomici è la presenza di una correlazione negativa tra il rapporto tra debito pubblico e PIL e il tasso di crescita dell'economia¹⁴. Fatas, Ghosh, Panizza e Presbitero¹⁵, ad esempio, mostrano che il tasso medio di crescita del PIL diminuisce da 3,7% a 2,5% e poi 1,2% passando da livelli del rapporto debito/PIL al di sotto del 30%, compreso tra 30 e 90%, e maggiore di 90%. Usando dati storici a partire dal 1900 per 17 economie avanzate - inclusa l'Italia - la Figura 2 mostra che livelli più elevati del rapporto debito/PIL sono associati a minori tassi di crescita del PIL reale pro-capite nei 5 anni successivi. Un aumento di 20 punti percentuali del rapporto debito/PIL è associato con una riduzione di quasi lo 0,5% del tasso medio di crescita pro-capite nei cinque anni successivi.

¹² Modigliani F. (1961), Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt, *The Economic Journal*, 71, pp. 730-755.

¹³ Sulla relazione tra debito pubblico e questione distributiva, si veda il recente contributo di Amighini A., Giavazzi F. (2019), Alcune considerazioni su debito e disuguaglianza, *Moneta e Credito*, 72, pp. 219-228.

¹⁴ Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2010), Growth in a Time of Debt, *The American Economic Review*, 100, pp. 573-78.

¹⁵ Fatas A., Ghosh A.R., Panizza U., Presbitero A.F. (2019), The Motives to Borrow, in Abbas S., Pienkowski A., Rogoff K. (eds.), *Sovereign Debt: A Guide to Economists and Practitioners*, Oxford: Oxford University Press.

Figura 2 - Debito pubblico e crescita economica

Fonte: elaborazione su dati del Macrohistory Database (Jordà Ò., Schularick M., Taylor A.M., 2017, *Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts*, in *NBER Macroeconomics Annual 2016*, volume 31, edited by Eichenbaum M., Parker J.A., Chicago: University of Chicago Press). Una regressione del tasso di crescita annuale del PIL reale pro-capite tra l'anno $t+5$ e l'anno t , come funzione del rapporto debito/PIL all'anno t e degli effetti fissi paese, fornisce un coefficiente di 0,024 (p -value = 0,000). Ciò implica che un aumento del rapporto debito/PIL di 10 punti percentuali è associato con una riduzione del tasso di crescita annuale del PIL dello 0,24% nei successivi 5 anni. Per generare la figura (*binned scatterplot*), il tasso di crescita annuale del PIL reale pro-capite tra l'anno $t+5$ e l'anno t (asse y) e il rapporto debito/PIL all'anno t (asse x) sono regrediti sugli effetti fissi annuali. I residui della regressione del rapporto debito/PIL sono divisi in 25 gruppi di uguale dimensione e la figura rappresenta, per ciascun gruppo, la media del tasso di crescita del PIL in quel gruppo. La linea continua rappresenta il *fit* lineare di una regressione OLS dei residui della regressione del tasso di crescita come funzione dei residui della regressione del rapporto debito/PIL. Il numero di osservazioni è 1054 (17 paesi per 62 anni).

Guardando a una prospettiva storica di lungo periodo, Reinhart, Reinhart e Rogoff (2012) identificano 26 episodi di *debt overhang*, definiti come situazioni in cui il debito pubblico ha superato il 90% del PIL. Reinhart, Reinhart e Rogoff¹⁶ mostrano come questi episodi siano persistenti - 20 episodi sono durati per oltre un decennio - e quasi sempre associati con una sostanziale riduzione del tasso di crescita del PIL. Inoltre, notano come non sempre questi episodi abbiano portato a crisi sovrane o a significativi aumenti dei tassi di interesse: in

¹⁶ Reinhart C.M., Reinhart V.R., Rogoff K.S. (2012), *Public Debt Overhangs: Advanced Economy Episodes since 1800*, *Journal of Economic Perspectives*, 26, pp. 69-86.

In casi in cui i tassi di interesse sono minori o uguali a quelli registrati in periodi di basso debito. Ne consegue che la relazione negativa tra debito e crescita passa anche attraverso un effetto sulle quantità, ovvero attraverso la riduzione degli investimenti dovuta a un aumento della tassazione (o una riduzione delle spese).

È importante chiarire che queste evidenze sono puramente descrittive. Si tratta solo di correlazioni, al più multivariate. La letteratura macroeconomica, infatti, non ha prodotto risultati che mostrino in maniera convincente che alti debiti *causano* una minore crescita. La correlazione negativa tra debito e crescita è robusta sia che si confrontino paesi con diversi livelli di debito, sia che si osservi lo stesso paese nel corso del tempo. Tuttavia, può essere il risultato sia di fattori esterni - una recessione globale, ad esempio - sia di politiche fiscali anticicliche che in periodi di bassa crescita generano un aumento del debito - si pensi alla risposta del settore pubblico alla crisi finanziaria globale in molti paesi avanzati. A sostegno di questa ipotesi, Mauro e Zilinsky¹⁷ argomentano che il tasso di crescita dell'economia è il fattore principale per spiegare l'evoluzione del debito pubblico in gran parte delle economie avanzate a partire dal secondo dopoguerra: un basso tasso di crescita non solo deprime il denominatore del rapporto debito/PIL, ma determina anche un maggior deficit (anche in assenza di politiche fiscali anticicliche), poiché le entrate fiscali sono una funzione diretta del PIL (e quindi diminuiscono), mentre le spese tendono a non variare con il ciclo economico.

Tuttavia, la difficoltà di dimostrare inequivocabilmente che il rapporto causale va dall'alto debito pubblico alla crescita non significa che questo effetto non esista. Numerosi studi mostrano infatti una serie di risultati che suggeriscono che debiti elevati tendono a deprimere gli investimenti e ad essere associati con un successivo rallentamento dell'economia. Analizzando i dati a partire dall'Unità d'Italia, Balassone, Francese e Pace¹⁸ evidenziano una relazione negativa tra debito pubblico e crescita, dovuta prevalentemente alla riduzione degli investimenti. In una prospettiva *cross-country*, Bacchiocchi, Borghi e Missale¹⁹ confermano che elevati livelli di debito limitano gli investimenti pubblici (inclusa la spesa in istruzione), mentre Eberhardt e Presbitero²⁰ mostrano la presenza di una relazione negativa tra livelli

¹⁷ Mauro P., Zilinsky J. (2016), Reducing Government Debt Ratios in an Era of Low Growth, *PIIE Policy Brief*, No. 16-10, Peterson Institute for International Economics.

¹⁸ Balassone F., Francese M., Pace A. (2013), Public Debt and Economic Growth: Italy's First 150 Years, in Toniolo G. (eds.), *The Oxford Handbook of the Italian Economy Since Unification*, Oxford: Oxford University Press.

¹⁹ Bacchiocchi E., Borghi E., Missale A. (2011), Public Investment under Fiscal Constraints, *Fiscal Studies*, 32, pp. 11-42.

²⁰ Eberhardt M., Presbitero A.F., Public Debt and Growth: Heterogeneity and Non-linearity, *Journal of International Economics*, 97, pp. 45-58.

di debito e crescita tra paesi. Panizza e Presbitero²¹ forniscono una dettagliata rassegna dell'evidenza macroeconomica. Due risultati emergono come particolarmente importanti. Il primo è la necessità di tenere in considerazione che la relazione tra debito pubblico e crescita può essere mediata da moltissimi fattori (la struttura del debito, il contesto macroeconomico e istituzionale, per nominarne alcuni) che fanno sì che non esista una relazione omogenea tra paesi e che quindi sia necessario adottare politiche che tengano conto del contesto nazionale - come messo in luce anche da Blanchard e Ubide nella citazione iniziale. In particolar modo, spesso si legge di soglie "magiche", al di sotto delle quali il rapporto debito/PIL sembra poter essere tollerabile e sostenibile, ma al di sopra delle quali il debito diventa dannoso per l'economia²². Questo secondo risultato - ossia la presenza di non linearità - è visibile nei dati ed è giustificato dalla creazione di meccanismi di *feedback* negativi che generano crisi che si autoalimentano, in linea con quanto discusso da Boskin e colleghi nella citazione iniziale. In realtà, queste soglie non sono facilmente identificabili, e comunque non sono comuni a tutti paesi (Eberhardt e Presbitero 2015). In particolare, molti fattori giustificano come diversi paesi siano in grado di "tollerare" diversi livelli di debito pubblico prima di innescare rischi di sostenibilità, a seconda delle caratteristiche macroeconomiche e istituzionali e, in particolar modo, del grado di *fiscal space* che garantisce margini di manovra per attuare politiche fiscali correttive (Reinhart, Rogoff e Savastano²³; Ghosh, Kim, Mendoza, Ostry e Qureshi²⁴). Per questo motivo, il riferimento al Giappone, che spesso viene indicato come esempio che giustificerebbe la possibilità di accumulare debito senza costi, lascia il tempo che trova, a meno di non considerare le ragioni per le quali il debito giapponese è percepito dai mercati finanziari come sostenibile.

Passando dall'analisi dei dati macroeconomici a quelli micro - ad esempio dati a livello regionale o di impresa - è più semplice identificare i nessi causali, poiché è possibile controllare per gran parte dei fattori macro-economici che possono distorcere le stime aggregate.

²¹ Panizza U., Presbitero A.F. (2013), Public Debt and Economic Growth in Advanced Economies: A Survey, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 149, pp. 175-204.

²² Il fatto che, a partire dallo studio di Reinhart e Rogoff (2010), la soglia del 90% del rapporto debito/PIL sia diventata particolarmente diffusa, benché in parte ascrivibile alla necessità di semplificare, è un segnale della scarsa attenzione con cui la ricerca economica viene spesso letta e divulgata. Da un lato, gli stessi autori hanno chiarito che non immaginano una discontinuità netta in corrispondenza della soglia, nè che i loro risultati devono essere interpretati come un manifesto a sostegno di politiche di austerità. Dall'altro, gran parte della letteratura empirica non mostra alcuna evidenza a sostegno di una soglia comune. Per una discussione delle forzature sull'*affaire* Reinhart-Rogoff, si rimanda a un interessante contributo di Nannicini T. (2013), Il dibattito sull'austerità dopo l'Excelgate, *Linkiesta*, 14 maggio.

²³ Reinhart C.M., Rogoff K.S., Savastano M.S. (2003), Debt Intolerance, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 1-74.

²⁴ Ghosh A.R., Kim J.I., Mendoza E.G., Ostry J.D., Qureshi M.S. (2013), Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies, *The Economic Journal*, 123 (566), pp. F4-F30.

A questo proposito, un'analisi recente sfrutta il forte aumento del debito pubblico contratto dalle città cinesi per mostrare che l'aumento del debito ha determinato un aumento dei vincoli finanziari e una contrazione degli investimenti, indebolendo le prospettive di crescita di lungo periodo²⁵. Una riduzione della crescita potenziale e della produttività può anche essere il risultato di minori investimenti in attività innovative e di R&S, in risposta ad un aumento del costo del capitale in situazioni di elevato debito pubblico, come mostrato da Croce, Nguyen, Raymond e Schmid²⁶ nel caso degli Stati Uniti²⁷.

3. Che cosa dice la teoria

La teoria economica ha messo in luce una serie di canali attraverso cui elevati debiti pubblici possono agire da vincolo alla crescita e allo sviluppo dell'economia. I due meccanismi principali agiscono uno dal lato delle quantità, l'altro dal lato dei prezzi. Il primo meccanismo si basa su un aspetto chiave che guida le dinamiche economiche, ovvero il ruolo delle aspettative, che a volte viene sottovalutato, più o meno inconsapevolmente, nella discussione pubblica. Alti livelli di debito - il cosiddetto *debt overhang* - agiscono da disincentivo per le scelte correnti di investimento poiché il settore privato anticipa che parte dei profitti futuri dovranno essere utilizzati per rimborsare il debito. Sebbene questo meccanismo sia stato sviluppato alla fine degli anni Ottanta per spiegare gli effetti di elevati debiti pubblici detenuti all'estero sulle economie dell'America Latina²⁸, l'argomento resta valido anche nel caso il debito pubblico sia detenuto da residenti. In questo caso le aspettative di una maggiore pressione fiscale in futuro - necessaria per fare fronte alla maggiore spesa per interessi o per attuare politiche di rientro del debito - scoraggiano l'investimento corrente, con effetti negativi sull'accumulazione di capitale e, di conseguenza, sul tasso di crescita²⁹. L'evoluzione del debito pub-

²⁵ Huang Y., Panizza U., Pagano M. (2019), Local Crowding Out in China, *Journal of Finance*, forthcoming.

²⁶ Croce M.M., Nguyen T.T., Raymond S., Schmid L. (2019), Government Debt and the Returns to Innovation, *Journal of Financial Economics*, 132, pp. 205-225.

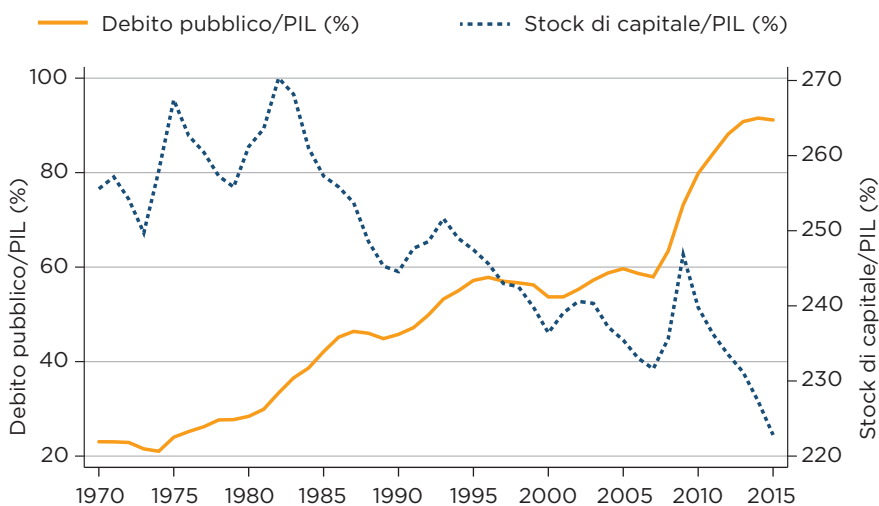
²⁷ Tuttavia, anche questo tipo di analisi microeconomiche vanno interpretate con cautela, data la difficoltà di estrapolare i risultati micro a livello macro: in linea di principio, potrebbe esistere una relazione aggregata positiva tra debito e investimenti, sebbene la crescita degli investimenti sia minore per le imprese con vincoli finanziari più stringenti.

²⁸ Krugman P. (1988), Financing vs. Forgiving a Debt Overhang, *Journal of Development Economics*, 29, pp. 253-268. Sachs J. (1989), The Debt Overhang of Developing Countries, in: Braga de Macedo J., Findlay R. (eds.), *Debt, Growth and Stabilization: Essays in Memory of Carlos Dias Alejandro*, Oxford: Blackwell.

²⁹ Cochrane J.H. (2011), Understanding Policy in the Great Recession: Some Unpleasant Fiscal Arithmetic, *European Economic Review*, 55, pp. 2-30. In aggiunta, la riduzione del debito può essere perseguita anche attraverso politiche inflazionistiche o attraverso forme di repressione finanziaria. Nel caso queste alternative siano percepite come opzioni di politica economica, il settore privato tenderà a ridurre gli investimenti.

blico e dello stock di capitale nelle economie avanzate a partire dal 1970 mette chiaramente in luce come l'accumulazione di debito pubblico si sia accompagnata a una riduzione dello stock di capitale (Figura 3). Una relazione simile è osservabile anche se si analizzano i dati relativi agli investimenti (sia pubblici che privati), a sostegno del fatto che alti livelli di debito spiazzano la spesa per investimenti.

Figura 3 - Debito pubblico e stock di capitale



Fonte: elaborazione su dati del Global Debt Database (Mbaye S., Badia M.M, Chae K., 2018, Global Debt Database: Methodology and Sources, *IMF Working Paper*, No. 18/111.) e dell'Investment and Capital Stock Dataset, entrambi prodotti dal Fondo Monetario Internazionale. I valori del debito pubblico e dello stock di capitale (pubblico e privato) sono scalati per il PIL e presi come medie ponderate in un panel bilanciato di 22 economie avanzate.

Il secondo canale passa attraverso i prezzi, poiché un alto livello di debito pubblico si riflette in un maggiore premio per il rischio e, di conseguenza, in un aumento dei tassi di interesse sui titoli del debito pubblico³⁰. Un semplice esercizio come quello discusso precedentemente sul legame tra debito e crescita mette in luce una relazione positiva tra livello del debito pubblico e tassi di interessi reali sui titoli di stato a lungo termine. In altri termini, un paese deve fronteggiare

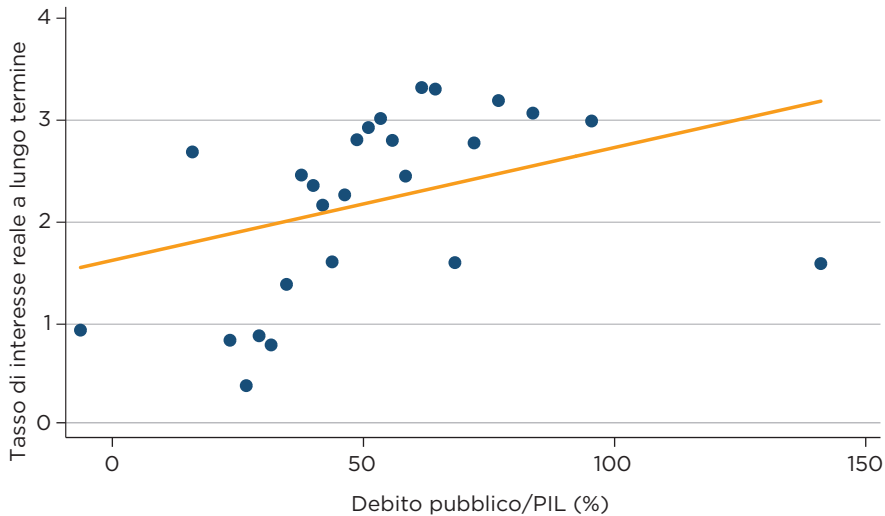
³⁰ Codogno L., Favero C., Missale A. (2003), Yield Spreads on EMU Government Bonds, *Economic Policy*, 18, pp. 503-532; Laubach T. (2009), New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt, *Journal of the European Economic Association*, 7, pp. 858-885.

un costo per finanziarsi tanto maggiore, quanto più elevato è il rapporto debito/PIL. In questo caso, la Figura 4 mostra come la relazione non sia perfettamente lineare, poiché i tassi di interesse dipendono da una serie di altri fattori e, al tempo stesso, uguali livelli di debito possono essere percepiti dai mercati in maniera diversa e quindi riflettersi in tassi più o meno elevati³¹. Ad esempio, la struttura del debito - e in particolar modo chi detiene lo stock di debito pubblico - ha effetti su come i mercati percepiscono la sostenibilità del debito. Dell'Erba, Hausmann e Panizza³² mostrano che esiste una robusta correlazione tra lo spread sul debito pubblico e il livello del rapporto debito/PIL: questa relazione è più forte nelle economie emergenti e nei paesi in cui maggiore è la quota del debito denominato in valuta estera. In linea con questi risultati, Dell'Erba, Hausmann e Panizza mostrano anche che l'elasticità dello spread al debito nell'Area euro è simile a quella stimata per i paesi emergenti, e aumenta durante i periodi di tensione sui mercati finanziari. Ne consegue che un elevato debito pubblico rappresenta una fonte di rischio, soprattutto durante periodi di crisi, non solo poiché tende ad aggravare il costo di finanziamento del settore pubblico, ma anche per via degli effetti che un aumento dello spread ha sul costo del capitale per il settore privato. In presenza di frizioni nel mercato dei capitali e di vincoli finanziari da parte delle imprese, un elevato debito pubblico può rappresentare perciò un serio vincolo all'accesso al credito per le imprese, con effetti negativi sugli investimenti³³.

³¹ La relazione tra debito e tassi di interesse è non-lineare e il legame diventa maggiore quando il debito viene percepito come non sostenibile. Tuttavia, la sostenibilità del debito non dipende (unicamente) dal livello del debito, ma da altri importanti fattori, come la credibilità delle politiche economiche, l'esposizione all'incertezza e a shock esterni e la composizione del debito. Per motivi di spazio l'analisi di sostenibilità del debito pubblico non viene discussa in questo saggio; per una rassegna aggiornata si rimanda a Debrun X., Ostry J.D., Willems T., Wyplosz C. (2019), *Debt Sustainability*, in Abbas S., Pienkowski A., Rogoff K. (eds.), *Sovereign Debt: A Guide to Economists and Practitioners*, Oxford: Oxford University Press.

³² Dell'Erba S., Hausmann R., Panizza U. (2013), *Debt Levels, Debt Composition, and Sovereign Spreads in Emerging and Advanced Economies*, *Oxford Review of Economic Policy*, 29, pp. 518-547.

³³ Broner F., Erce A., Martin A., Ventura J. (2014), *Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-out Effects*, *Journal of Monetary Economics*, 61, pp. 114-142.

Figura 4 - Debito pubblico e tassi di interesse a lungo termine

Fonte: elaborazione su dati del Macrohistory Database (Jordà Ò., Schularick M., Taylor A.M., 2017, *Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts*, in *NBER Macroeconomics Annual 2016*, volume 31, edited by Eichenbaum M., Parker J.A., Chicago: University of Chicago Press). Una regressione del tasso di interesse reale a lungo termine nell'anno t , come funzione del rapporto debito/PIL all'anno t e degli effetti fissi paese, fornisce un coefficiente di 0,011 (p -value = 0,002). Ciò implica che un aumento del rapporto debito/PIL di 10 punti percentuali è associato con un tasso di interesse reale dello 0,1% maggiore. Per generare la figura (*binned scatterplot*), il tasso di interesse reale a lungo termine nell'anno t (asse y) e il rapporto debito/PIL all'anno t (asse x) sono regrediti sugli effetti fissi annuali. I residui della regressione del rapporto debito/PIL sono divisi in 25 gruppi di uguale dimensione e la figura rappresenta, per ciascun gruppo, la media del tasso di interesse reale in quel gruppo. La linea continua rappresenta il fit lineare di una regressione OLS dei residui della regressione del tasso di interesse reale come funzione dei residui della regressione del rapporto debito/PIL. Il numero di osservazioni è 1054 (17 paesi per 62 anni).

A sostegno della tesi che la composizione del debito è un elemento fondamentale, la letteratura ha evidenziato che l'effetto spiazzamento (*crowding out*) degli investimenti privati è esacerbato quando una parte considerevole del debito pubblico è detenuta dal settore bancario. L'esperienza recente della crisi dell'Area euro ha messo in luce come l'espansione della quota di debito pubblico detenuta dal settore bancario, concentrata tra le banche di proprietà pubblica e tra quelle sotto-capitalizzate, si sia associata a una contrazione dell'offerta di credito al settore privato producendo, di conseguenza, un rallentamento degli investimenti (Altavilla, Pagano e Simonelli 2017³⁴;

³⁴ Altavilla C., Pagano M., Simonelli S., Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission, *Review of Finance*, 21, pp. 2103-2139.

Becker e Ivashina 2018³⁵; De Marco 2019³⁶)³⁷. Un lavoro recente analizza nello specifico il caso italiano e sottolinea il rischio che politiche fiscali espansive che vengono percepite dai mercati come non sostenibili - e che quindi si riflettono su un maggior rischio di default e su spread più elevati - possano generare un aumento del costo di finanziamento per le banche e, a cascata, una contrazione dell'erogazione del credito e un rallentamento degli investimenti privati³⁸.

Infine, il livello del debito pubblico è un elemento di vulnerabilità nella misura in cui rende un paese più esposto a shock globali ed è una delle variabili principali per spiegare l'accesso ai mercati internazionali dei capitali e il rischio di crisi sovrane (si veda Panizza, Sturzenegger e Zettelmeyer 2009³⁹ per una rassegna della letteratura)⁴⁰.

4. Debito pubblico, spazio fiscale e politiche anticicliche

Elevati livelli di debito rischiano di avere effetti sull'economia non solo in maniera diretta, secondo i meccanismi appena delineati, ma anche poiché limitano la capacità di fare politiche anticicliche a sostegno dell'economia e, più in generale, perché limitano l'efficacia della politica economica. Romer e Romer⁴¹ hanno analizzato gli effetti delle crisi finanziarie sull'output in 24 economie avanzate a partire dal secondo dopoguerra. La loro analisi distingue tra paesi con o senza *po-*

³⁵ Becker B., Ivashina V., Financial Repression in the European Debt Crisis, *Review of Finance*, 22, pp. 83-115.

³⁶ De Marco F., Bank Lending and the European Sovereign Debt Crisis, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54, pp. 155-182.

³⁷ Per questo stesso motivo, tra l'altro, una maggiore quota di debito detenuta dai residenti è associata a un minore moltiplicatore della politica fiscale (Broner F., Clancy D., Erce A., Martin A., 2018, Fiscal Multipliers and Foreign Holdings of Public Debt, *ESM Working Paper* 30, European Stability Mechanism). Tuttavia, durante le crisi l'aumento delle esposizioni verso i titoli di stato da parte delle banche può svolgere un ruolo di stabilizzazione (agendo da *contrarian investor*), come discusso, ad esempio, da Lanotte M., Tommasino P. (2018), Recent Developments in the Regulatory Treatment of Sovereign Exposures, *VoxEU*, 5 febbraio.

³⁸ Balduzzi P., Brancati E., Schiantarelli F. (2018), Financial Markets, Banks Cost of Funding, and Firms' Decisions: Lessons from Two Crises, *Journal of Financial Intermediation*, 36, pp. 1-15.

³⁹ Panizza U., Sturzenegger F., Zettelmeyer J., The Economics and Law of Sovereign Debt and Default, *Journal of Economic Literature*, 47, pp. 651-698.

⁴⁰ In aggiunta al livello del rapporto debito/PIL, anche la sua dinamica influenza l'accesso ai mercati finanziari. In un recente lavoro, Bassanetti, Cottarelli e Presbitero (Bassanetti A., Cottarelli C., Presbitero A.F., 2019, Lost and Found: Market Access and Public Debt Dynamics, *Oxford Economic Papers*, 71, pp. 445-471) mostrano infatti come una dinamica decrescente del rapporto debito/PIL sia associata a una minore probabilità di crisi sovrana e perdita di accesso ai mercati e con una maggiore probabilità di riguadagnare l'accesso ai mercati dopo un periodo di esclusione. In linea con questo risultato, alcuni studi mostrano che la dinamica del rapporto debito/PIL piuttosto che il suo livello influenzano il tasso di crescita dell'economia (Chudik A., Mohaddes K., Pesaran M.H., Raissi M., 2017, Is there a Debt-Threshold Effect on Output Growth?, *The Review of Economics and Statistics*, 99, pp. 135-150).

⁴¹ Romer C.D., Romer D.H. (2018), Phillips Lecture - Why Some Times Are Different: Macroeconomic Policy and the Aftermath of Financial Crises, *Economica*, 85, pp. 1-40.

licy space, considerando sia la capacità di reagire alla crisi con la leva monetaria (ovvero avendo un *tasso di policy* sufficientemente sopra lo zero) e con quella fiscale (ovvero avendo un basso rapporto debito/PIL). I risultati sono chiari: i paesi che sono entrati in crisi con la possibilità di reagire sia con la politica economica che con quella fiscale non hanno registrato alcuna significativa riduzione dell'output. Al contrario, i paesi che hanno affrontato crisi finanziarie senza spazio fiscale monetario hanno visto il prodotto ridursi del 10%, con effetti persistenti. Questo è il motivo principale per cui in genere si raccomandano politiche (anticicliche) di rientro del debito: una cosa è affrontare una crisi con un debito al 30% del PIL, con ampio spazio fiscale per fare deficit e sostenere la domanda aggregata, altro è gestire una crisi partendo da un debito oltre il 100% del PIL: in questo caso la capacità di fare *deficit spending* è limitata e gli effetti delle politiche espansive sul costo del debito sono maggiori.

In genere, in risposta a un aumento del debito pubblico, i governi mettono in atto politiche fiscali restrittive - limitando il deficit o mantenendo surplus di bilancio - come mostrato, tra gli altri, da Bohn⁴² e Mauro, Romeu, Binder e Zaman⁴³. Ne deriva che elevati (e crescenti) debiti pubblici possono indurre a politiche di austerità che risultano inefficaci, oltre che generare un incremento della volatilità macroeconomica, per via dell'incapacità di fare politiche fiscali anticicliche, con conseguenze negative per la crescita di lungo periodo.

5. Considerazioni conclusive

In situazioni in cui c'è ampia capacità produttiva inutilizzata e ci sono *gap* infrastrutturali da colmare, ma al tempo stesso lo stock di debito pubblico è elevato, i policy maker devono affrontare il *trade-off* tra la necessità di sostenere la domanda aggregata e gli investimenti e quella di contenere il rischio che il debito pubblico si avvii su una traiettoria insostenibile. Allo stato attuale, molti paesi si trovano a dover affrontare queste scelte, in una condizione in cui tassi di interesse a livelli storicamente bassi rendono particolarmente conveniente indebitarsi. La questione fondamentale, allora, è capire se il tasso di crescita dell'economia (g) è superiore al costo del finanziamento (r). Non si tratta di una decisione statica, ma deve essere presa tenendo in considerazione gli effetti che le scelte di politica economica avranno sia su r che su g .

⁴² Bohn H. (1998), The Behavior of US Public Debt and Deficits, *The Quarterly Journal of Economics*, 113, pp. 949-963.

⁴³ Mauro P., Romeu R., Binder A., Zaman A. (2015), A Modern History of Fiscal Prudence and Profdigacy, *Journal of Monetary Economics*, 76, pp. 55-70.

Questo saggio ha delineato i meccanismi principali attraverso cui il debito pubblico ha effetti sull'economia, in particolare sui tassi di interesse e sulla crescita dell'output. Un debito elevato può indurre un aumento del risparmio e una contrazione degli investimenti, se gli agenti scontano che il debito corrente dovrà essere ripagato con un aumento futuro delle tasse. Al tempo stesso, se la politica di bilancio non è compatibile con un sentiero di sostenibilità del debito, i tassi di interesse sono destinati ad aumentare. Infine, alti debiti limitano lo spazio di azione della politica fiscale, rendendo il paese più esposto agli effetti di crisi finanziarie e recessioni. Ne consegue che la presenza di un elevato debito pubblico, specialmente con una dinamica crescente, costituisce un fattore di vulnerabilità particolarmente importante, in grado di alterare le scelte di spesa, anche in periodi di tassi di interesse straordinariamente bassi. Blanchard, Leandro, Merler e Zettelmeyer⁴⁴ guardano al caso italiano e mettono in evidenza come l'incertezza sulle politiche di bilancio e, in particolar modo, sulla volontà di cooperare con le istituzioni europee - fino ad arrivare a uno scenario di uscita dall'euro - abbia messo chiaramente in luce i costi economici di politiche fiscali incompatibili con la sostenibilità del debito pubblico. Nel corso dell'estate del 2018, lo spread sui titoli del debito pubblico italiano è aumentato considerevolmente, riflettendo sia un maggiore *fiscal risk* - ovvero il rischio che un deficit troppo elevato porti il debito su una traiettoria non sostenibile - che un maggior *redenomination risk* - ovvero il rischio legato all'abbandono della moneta unica (De Santis⁴⁵; Gros⁴⁶). La Banca d'Italia ha calcolato che l'aumento dei tassi sui titoli di stato ha determinato un aumento della spesa per interessi pari a quasi 1.5 miliardi di euro nella seconda metà del 2018. Ma gli effetti dell'aumento dei rendimenti colpiscono non solo le finanze pubbliche, ma anche banche, imprese e famiglie. L'aumento dello spread si traduce in un aumento del costo della raccolta per le banche e in una riduzione del rapporto tra capitale e attivo bancario, con potenziali effetti negativi sull'offerta e sul costo del credito⁴⁷. Nelle recenti Considerazioni finali, il Governatore Ignazio Visco ha ribadito come l'elevato rapporto tra debito pubblico e PIL sia un vincolo stringente e ha sottolineato come, in un paese ad alto debito pubblico, un aumento del disavanzo possa rivelarsi controproducente e provocare un aumento del premio al rischio sovrano, con potenziali effetti negativi sul prodotto e sulla dinamica del debito⁴⁸.

⁴⁴ Blanchard O., Leandro A., Merler S., Zettelmeyer J. (2018), Impact of Italy's Draft Budget on Growth and Fiscal Solvency, *PIIE Policy Brief*, No. 18-24, Peterson Institute for International Economics.

⁴⁵ De Santis R. (2018), Redenomination Risk, *Journal of Money, Credit and Banking*, forthcoming.

⁴⁶ Gros D. (2018), Italian Risk Spreads: Fiscal Versus Redenomination Risk, *VoxEU*, 29 agosto.

⁴⁷ Banca d'Italia (2018), *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, novembre, Roma; Banca d'Italia (2019), *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, maggio, Roma.

⁴⁸ Banca d'Italia (2019), Considerazioni finali del Governatore. *Relazione Annuale anno 2018*, Roma.

Quali lezioni trarre da questa esperienza? La prima è che il rallentamento economico in corso non implica che sia ottimale espandere il debito pubblico. Un debito elevato ha costi economici e redistributivi e aumenta il rischio che un paese si trovi in un “equilibrio cattivo”, ossia un equilibrio in cui aspettative di elevati tassi di interesse si auto-realizzano, generando una spirale negativa del debito che può portare a una crisi⁴⁹. Ciò è particolarmente vero se la maggiore spesa finanziata in disavanzo è impiegata per trasferimenti o per investimenti che non sono in grado di incidere sul potenziale di crescita di lungo periodo. Un programma di investimenti poco credibile o caratterizzato da sprechi e inefficienze può scoraggiare gli investitori e determinare un aumento del costo del finanziamento.

La seconda lezione è che la letteratura economica indica chiaramente che non ci sono soluzioni comuni a tutti, né esistono soglie magiche oltre le quali il debito passi da essere un fattore di crescita a un vincolo all'economia. Nelle parole di Blanchard⁵⁰ «it may be difficult to assess what such a safe level of debt is: it is likely to depend on the nature of the government, its ability to increase and maintain a primary surplus». Più in generale, il differenziale tra tasso di crescita dell'economia e tasso di interesse ($r-g$) è endogeno rispetto al livello di debito. Ciò implica che anche nei casi in cui $r-g$ è negativo non è detto che rimanga tale in futuro, soprattutto in presenza di alti livelli di debito pubblico. Di conseguenza, in presenza di un debito pubblico particolarmente elevato, una politica economica prudente non ha alternative che seguire quello che viene spesso indicato come “sentiero stretto”⁵¹, ossia dovrebbe mirare a ridurre il rapporto debito/PIL agendo, da un lato, sul denominatore (ovvero generando maggiore crescita - su come farlo, almeno nel caso italiano, sarebbe necessario un nuovo volume di questa Rivista) e, dall'altro, controllando i saldi di bilancio e agendo soprattutto in termini di riallocazione della spesa pubblica, privilegiando gli investimenti a discapito dei consumi.

⁴⁹ Lorenzoni G., Werning I. (2019), Slow Moving Debt Crises, *American Economic Review*, 109, pp. 3229-3263.

⁵⁰ Blanchard O. (2019), Public Debt and Low Interest Rates, *American Economic Review*, 109, p. 1226.

⁵¹ Padoan P.C., *Il sentiero stretto... e oltre*, Il Mulino, Bologna, 2019.

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