

**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**BILANCIO PUBBLICO E POLITICHE ECONOMICHE**  
**NELL'ATTUALE CRISI ECONOMICA**

**RELATORE:**

**CH.MA PROF.SSA FAVARO DONATA**

**LAUREANDO: ZANELLA SAMUELE**

**MATRICOLA N. 1091799**

**ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017**

# INDICE

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>3</b>
<b>CAPITOLO I .....</b>	<b>4</b>
<b>TRATTI SALIENTI DELLA TEORIA ECONOMICA SUL DEBITO PUBBLICO E SULLE POLITICHE DI BILANCIO .....</b>	<b>4</b>
<b>1.1 Vincolo di bilancio del governo, deficit e debito pubblico .....</b>	<b>4</b>
<b>1.2 Teorie classiche e keynesiane sul debito pubblico e sulle politiche di     bilancio .....</b>	<b>7</b>
<b>1.3 Sostenibilità del debito pubblico .....</b>	<b>13</b>
<b>CAPITOLO II.....</b>	<b>17</b>
<b>TEORIE DI POLITICA ECONOMICA E DEBITO PUBBLICO NELLA RECENTE RECESSIONE ECONOMICA .....</b>	<b>17</b>
<b>2.1 Politiche di austerità .....</b>	<b>17</b>
<b>2.2 Politiche fiscali espansive.....</b>	<b>21</b>
<b>2.3 Politica monetaria.....</b>	<b>25</b>
<b>CAPITOLO III .....</b>	<b>30</b>
<b>POLITICHE ECONOMICHE ADOTTATE DALL'UE E DALL'ITALIA NELLE CRISI ECONOMICHE.....</b>	<b>30</b>
<b>3.1 Politiche economiche durante le crisi: il caso Italia pre Unione economica     e monetaria dell'Unione europea.....</b>	<b>30</b>
<b>3.2 Politiche monetarie e vincoli di bilancio dell'Unione europea nel corso     della recente crisi economica .....</b>	<b>34</b>
<b>3.3 Effetti delle politiche monetarie e fiscali dell'UE sui Paesi periferici.....</b>	<b>39</b>
<b>CONCLUSIONI .....</b>	<b>47</b>
<b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....</b>	<b>49</b>

# INTRODUZIONE

Il presente elaborato si propone di studiare le politiche economiche intraprese dai *policy makers* in periodi di crisi economica, in particolare nell'ambito dell'Unione europea nel corso della Grande recessione e della successiva crisi dei debiti sovrani. Parimenti si tratta la relazione che intercorre fra politiche di bilancio e debito pubblico.

Nel capitolo I si trattano i principali apporti della teoria economica in tema di debito pubblico e di politiche di bilancio, anche entrando nel dibattito tra classici e keynesiani circa la capacità della politica fiscale di sostenere la domanda aggregata. Nella parte finale si affronta il tema della sostenibilità del debito pubblico e la sua relazione con la crescita economica.

Nel capitolo II vengono prese in esame, separatamente, le politiche economiche nel corso della recente crisi economica, da una prospettiva sostanzialmente teorica ma al contempo contestualizzata, soprattutto nell'ambito europeo.

Infine nel capitolo III si prendono in esame le politiche concretamente adottate dall'UE in risposta alla recessione, indagando il ruolo svolto dai vincoli di bilancio nel condizionare le decisioni di politica fiscale dei Paesi membri e, in particolare, si analizza l'effetto di queste ultime sui Paesi dell'Europa meridionale e dell'Irlanda. A questo contesto si contrappone un esempio di politiche economiche intraprese in assenza di vincoli imposti alla politica fiscale: il caso dell'Italia nel corso delle crisi petrolifere.

# CAPITOLO I

## TRATTI SALIENTI DELLA TEORIA ECONOMICA SUL DEBITO PUBBLICO E SULLE POLITICHE DI BILANCIO

### 1.1 Vincolo di bilancio del governo, deficit e debito pubblico

Nel bilancio pubblico sono rappresentate le entrate e le spese delle pubbliche amministrazioni. Queste ultime si suddividono in: amministrazioni dello Stato, amministrazioni locali ed enti previdenziali. Si ha un disavanzo pubblico (deficit) qualora, in un determinato anno, le spese pubbliche eccedano le entrate pubbliche. Il debito pubblico è invece costituito dalla somma dei disavanzi accumulati dallo Stato negli anni.

Pertanto il vincolo di bilancio del governo nell'anno  $t$  è dato dall'equazione:

$$[1.1] \quad \text{disavanzo}_t = rB_{t-1} + G_t - T_t$$

$G_t - T_t$  è detto saldo primario ed è dato dalla differenza tra la spesa pubblica  $G_t$  e le entrate tributarie  $T_t$ . Nel caso in cui la prima superi queste ultime si realizza un disavanzo primario, viceversa si ha un avanzo primario. A quest'aggregato, per determinare il disavanzo pubblico complessivo nell'anno  $t$ , va aggiunto l'onere degli interessi sul debito pubblico, dato dal tasso di interesse reale  $r$  che moltiplica lo stock del debito alla fine dell'anno precedente  $B_{t-1}$ .

Le entrate e le spese pubbliche sono a loro volta composte da distinti aggregati. Tra le entrate si distinguono:<sup>1</sup>

- Imposte, prelevamento coattivo di ricchezza che colpisce la capacità contributiva dei cittadini (reddito, patrimonio, consumi);
- Tasse, prelevamenti che colpiscono i cittadini qualora usufruiscano di determinati servizi;
- Contributi sociali, prelievi coattivi operati per il finanziamento di specifiche opere di pubblica utilità;
- Vi sono infine entrate in conto capitale, che non rientrano tra le entrate tributarie; sono le entrate straordinarie e derivano dalla vendita del patrimonio pubblico, conseguenza del fenomeno delle privatizzazioni.

Le spese pubbliche sono suddivise in:

- Spese correnti, quelle destinate al funzionamento delle amministrazioni pubbliche;
- Spese in conto capitale, sostenute dallo Stato per investimenti diretti e indiretti;

---

<sup>1</sup> A pesare di questa distinzione, i termini imposte e tasse saranno utilizzati come sinonimi per indicare le entrate complessive. Dal momento che la loro trattazione in questo elaborato avviene a titolo meramente economico senza rientrare nel campo delle scienze delle finanze, questa semplificazione non compromette lo studio delle politiche fiscali.

- Spese per acquisto di beni e servizi da parte delle amministrazioni pubbliche;
- Spese di trasferimento<sup>2</sup>, tra le quali rientrano le prestazioni sociali e i pagamenti di interessi sul debito pubblico.

La politica fiscale dello Stato non si limita alla determinazione dell'ammontare della spesa pubblica e delle entrate fiscali, infatti, la diversa composizione di queste voci può determinare effetti diversi sul reddito e influenzare la crescita economica del paese attraverso canali differenti. Per questo motivo, nel pianificare la politica fiscale, assume importanza anche la composizione della spesa pubblica e delle entrate tributarie. Poiché la propensione al consumo dipende dal livello del reddito, la loro composizione diventa rilevante nel favorire in diversa misura soggetti con livelli del reddito più o meno alti. In questo modo si influenza il valore del moltiplicatore fiscale e si avrà una risposta differente della domanda aggregata alla politica fiscale.

Il disavanzo<sub>t</sub> nel vincolo di bilancio del governo corrisponde al fabbisogno complessivo dell'operatore pubblico nell'anno *t*, se negativo si produrrà un risparmio pubblico che andrà a diminuire lo stock del debito pubblico, viceversa, se positivo, si avrà un aumento del debito e l'operatore pubblico si dovrà porre il problema di come finanziare questo saldo passivo.

Lo Stato può coprire il fabbisogno emettendo titoli di debito pubblico (BOT, BTP, CCT) e vendendoli a soggetti privati, oppure chiedendo alla banca centrale che li acquisti. La banca centrale paga i titoli del debito pubblico con creazione di nuova base monetaria attraverso le cosiddette operazioni di mercato aperto. Questo processo è chiamato "monetizzazione del debito", poiché permette allo Stato di non ricorrere all'indebitamento ma di finanziarsi attraverso la creazione di nuova moneta. Dette modalità di finanziamento del disavanzo sono rappresentate dall'equazione [1.2]:

$$[1.2] \quad \text{disavanzo}_t = \text{Fabbisogno}_t = (B_t - B_{t-1}) + (M_t - M_{t-1})$$

dove:  $(B_t - B_{t-1})$  rappresenta la parte di disavanzo finanziata mediante emissione di nuovi titoli, mentre  $(M_t - M_{t-1})$  quella finanziata mediante creazione di nuova base monetaria da parte della banca centrale attraverso le operazioni di mercato aperto.

Da questa relazione emerge come la politica fiscale e la politica monetaria siano tra loro collegate ed, essendo Tesoro e banca centrale indipendenti, i due regimi di *policy* possono entrare in conflitto.

Nella teoria economica si identificano due regimi opposti: il *regime monetarista*, nel quale la banca centrale finanzia i disavanzi di bilancio con emissione di nuova base monetaria (si ha

---

<sup>2</sup> Come si nota dal vincolo di bilancio del Governo, gli interessi sul debito non verranno considerati una componente della spesa pubblica  $G_t$  ma saranno indicati nel fattore  $rB_{t-1}$ .

pertanto un dominio della politica fiscale sulla politica monetaria); e il *regime ricardiano*<sup>3</sup>, dove la banca centrale, indipendente dalla politica fiscale, non interviene nel finanziamento dei disavanzi pubblici. Nella storia le diverse impostazioni teoriche si sono alternate ed i Paesi sono ricorsi più al primo regime in determinati periodi e più al secondo in altri. Il regime che si ha in Italia negli anni '70 è un esempio di *regime monetarista*. All'opposto, nell'attuale Sistema europeo delle banche centrali (SEBC), prevale il *regime ricardiano* poiché alla Banca centrale europea è vietato l'intervento a sostegno delle politiche fiscali dei vari Paesi membri. Il tema dell'indipendenza della banca centrale, i vantaggi e gli svantaggi dei due regimi saranno approfonditi nei prossimi capitoli.

Nel prosieguo di questo paragrafo ci limiteremo ad assumere che il fabbisogno dello Stato sia coperto solamente attraverso la vendita di titoli a investitori privati (famiglie, imprese e banche), ovvero ipotizzando che la banca centrale non intervenga nel finanziamento del debito pubblico. Questa semplificazione, tutto sommato, rappresenta verosimilmente l'attuale realtà economica europea (ma anche quella degli Stati Uniti e non solo), nella quale prevale il *regime ricardiano*.

In questo contesto, sotto l'ipotesi  $(M_t - M_{t-1}) = 0$ , il debito pubblico varia in base al disavanzo dell'anno  $t$  e quest'ultimo può essere finanziato solo mediante emissione di titoli. Il vincolo di bilancio del governo è il seguente:

$$[1.3] \quad B_t - B_{t-1} = rB_{t-1} + G_t - T_t$$

La [1.3] può essere riorganizzata isolando il debito pubblico alla fine dell'anno  $B_t$ . In questo modo risulta più chiara la relazione che questo ha con il saldo primario e con la componente di interessi che maturano sul debito preesistente:

$$[1.4] \quad B_t = (1 + r)B_{t-1} + G_t - T_t$$

Da questa equazione si può già notare come il debito cresce ad un tasso pari al tasso di interesse. Per rendere più chiara la relazione tra tasso di interesse e crescita del debito pubblico è più utile un esempio. Ipotizziamo che, partendo da una situazione di bilancio in pareggio, il governo decida di ridurre le tasse (solo per un anno) di  $n$  miliardi di euro, generando così un deficit per tale ammontare. Gli anni seguenti il saldo primario viene mantenuto in pareggio ma non vengono mai aumentate le tasse per ripagare il debito. Il debito iniziale di  $n$  miliardi, a causa del tasso di interesse che lo stato deve pagare ai detentori dei titoli, gli anni successivi sarà rispettivamente, in miliardi di euro:  $n(1 + r)$ ,  $n(1 + r)^2$ ,  $n(1 + r)^3$  ecc. È per questo motivo che si parla di *autoalimentazione del debito*, un problema che affligge sempre più molti Paesi.

---

<sup>3</sup> Nome preso dall'economista inglese David Ricardo che per primo teorizzò l'indipendenza della banca centrale.

L'espressione del debito pubblico in termini assoluti non permette di valutare effettivamente se un dato stock di debito di un Paese è da considerarsi adeguato o se il Paese inizia a trovarsi in una situazione di eccessivo indebitamento.

A tal fine risulta più agevole studiare il rapporto tra debito pubblico e PIL (Prodotto interno lordo) di uno stato. Dividendo quindi entrambi i membri della [1.4] per il reddito<sup>4</sup>  $Y_t$  otteniamo:

$$[1.5] \quad \frac{B_t}{Y_t} = (1 + r) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Questa equazione viene ripresa ed elaborata nel terzo paragrafo di questo capitolo quando si parla di sostenibilità del debito.

## 1.2 Teorie classiche e keynesiane sul debito pubblico e sulle politiche di bilancio

Il dibattito sul tema del debito pubblico è stato, ed è tuttora, uno dei più accesi tra gli economisti, tant'è che sono molteplici i contributi apportati dalle varie scuole di pensiero economico. In questo elaborato si pone l'attenzione sulle due scuole di pensiero principali: quella classica e quella keynesiana<sup>5</sup>. All'interno del dibattito assume un'importante rilevanza il tema della politica fiscale e, specificatamente, della capacità dello Stato, attraverso la spesa in deficit, di sostenere la domanda aggregata. Nella letteratura economica si trovano posizioni divergenti circa gli effetti dell'accumulazione di debito pubblico e circa l'influenza che questo determina nelle altre variabili macroeconomiche quali livello del reddito, domanda aggregata e occupazione.

David Ricardo, uno dei massimi esponenti della teoria classica, fornì uno dei contributi più influenti sul tema, al quale fu poi attribuito il nome di *teorema di equivalenza ricardiana*. Secondo l'economista inglese la spesa pubblica finanziata mediante ricorso al debito o mediante l'introduzione di una tassa straordinaria sono equivalenti e non producono alcun effetto sulla domanda aggregata. In altre parole, la scelta di finanziamento di una maggiore spesa pubblica non influenza le attività economiche, pertanto il ricorso al disavanzo e all'indebitamento è inutile. Questo perché, se si considera il vincolo di bilancio intertemporale del governo, ad una spesa in deficit nel periodo corrente corrisponderà un aumento delle

---

<sup>4</sup> In macroeconomia reddito e produzione sono due modi diversi di vedere il PIL. Per questo motivo le tre variabili sono considerate equivalenti.

<sup>5</sup> Per approfondimenti si rimanda ai testi sulle scuole di pensiero economico.

imposte in futuro per farvi fronte, ed il valore attuale delle imposte future è pari al disavanzo causato dalla maggiore spesa pubblica. Chiarire quest'ultimo aspetto è fondamentale per capire il teorema di equivalenza ricardiana. Un disavanzo - ipotizziamo di  $n$  - originato nel periodo corrente per finanziare una spesa pubblica, crescerà negli anni successivi a causa dell'interesse sul debito. Come abbiamo già visto tale crescita del debito avverrà ad un tasso pari al tasso di interesse,  $(1 + r)$ .

Perciò nell'anno  $t$ , anno in cui il governo deciderà di ripagare il debito, sarà necessario aumentare la tassazione di  $n(1 + r)^t$ . Scontando le maggiori imposte future ed ottenendo il loro valore attuale ci accorgiamo che quest'ultimo è pari all'aumento della spesa pubblica finanziata in deficit, infatti si ha che:

$$\text{valore attuale delle maggiori imposte future} = \frac{n(1+r)^t}{(1+r)^t} = n = \text{disavanzo.}$$

Se gli individui sono razionali possono prevedere l'aumento delle imposte future, in questo modo si sentono meno ricchi e iniziano a diminuire i loro consumi (e ad aumentare i loro risparmi) fin da subito. La previsione che al deficit dell'anno corrente seguiranno maggiori imposte future e che il valore attuale di esse è pari alla spesa pubblica finanziata in deficit fa sì che quest'ultima non abbia effetto sul reddito.

Ecco che si nota l'equivalenza ricardiana: alla diminuzione del risparmio pubblico da parte del Governo corrisponde, in misura equivalente, un aumento del risparmio privato. Per questo motivo l'effetto che si sarebbe verificato sull'economia se il governo avesse finanziato la spesa pubblica con un'imposta *una tantum* è esattamente identico, a livello aggregato, a quello originato dal ricorso all'indebitamento. In definitiva, ne consegue l'incapacità delle politiche di *deficit spending* di stimolare l'economia, dal momento che non comportano nessun aumento della domanda aggregata.

Ricardo però, pur sostenendo la logica della propria tesi, ammise che essa difficilmente trovava riscontro nella realtà. Una serie di motivi, che rendono la realtà diversa dalle assunzioni dell'economista, fanno sì che questa equivalenza non si verifichi. Ad esempio è improbabile che gli individui riescano a prevedere l'esatto aumento delle imposte future; ma soprattutto, più lontano nel tempo è previsto l'aumento delle imposte, più gli individui tendono ad ignorarlo e, di conseguenza, esso influisce meno sulle decisioni di consumo e risparmio del periodo corrente. Inoltre le ipotesi di Ricardo si riferivano ad una situazione di pieno impiego delle risorse, di conseguenza l'intervento dello Stato avrebbe necessariamente dato luogo ad una spesa improduttiva. Anche questa ipotesi, se al tempo della formulazione della proposizione dell'economista classico poteva rappresentare fedelmente la realtà, difficilmente trova riscontro nel contesto economico attuale.

La tesi di Ricardo viene però ripresa dall'economista neoclassico Barro (1974) il quale, non solo supporta la validità dell'equivalenza ricardiana, ma sostiene che essa rappresenti in modo corretto la realtà, anche nel contesto economico contemporaneo. Per capire l'assunto di Barro è opportuno considerare prima l'approccio keynesiano alla questione del debito pubblico e della politica fiscale.

John Maynard Keynes introduce una visione della macroeconomia completamente opposta a quella fino ad allora contemplata dalla scuola classica. Secondo Keynes, non solo lo Stato può sostenere la domanda aggregata intervenendo attivamente ma, di più, una sua politica di bilancio sarebbe in grado di produrre effetti più che proporzionali alla variazione della spesa pubblica o delle imposte. Ciò a causa dell'effetto di quello che venne appunto definito *moltiplicatore keynesiano*. Il moltiplicatore agisce come illustrato di seguito.

Immaginiamo di trovarci in una situazione di equilibrio nel mercato dei beni, dove la produzione  $Y$  è uguale alla domanda  $Z$ <sup>6</sup>:

$$[1.6] \quad Y = Z = c_0 + c_1(Y - T) + \bar{I} + G$$

la domanda di beni  $Z$  è data dalla somma di consumo, investimento e spesa pubblica. I consumi sono dati da una componente fissa ( $c_0$ ) e da una componente variabile ( $c_1$ ) in base al reddito disponibile:  $C = c_0 + c_1(Y - T)$ ; mentre gli investimenti, la spesa pubblica e le imposte sono considerate variabili esogene. Isoliamo il moltiplicatore sviluppando la [1.6] e giungendo a rappresentare l'equilibrio come segue:

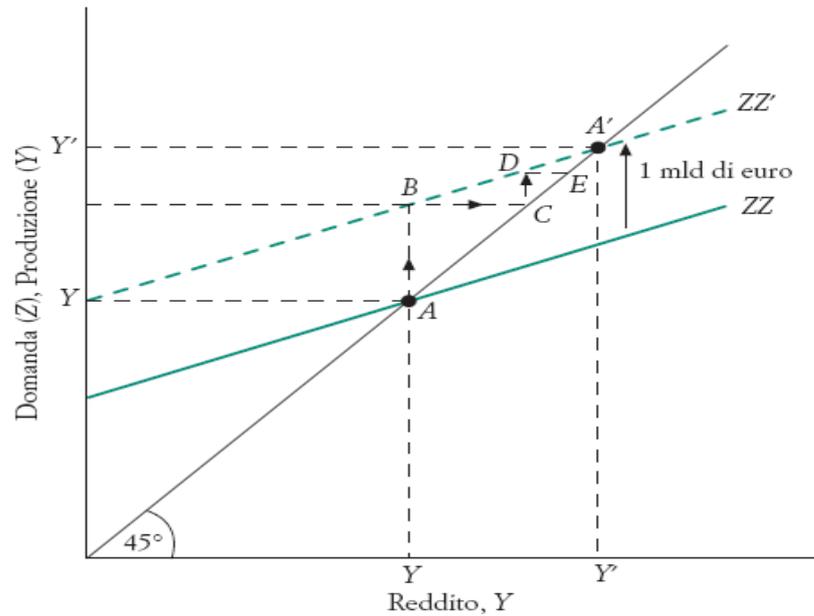
$$[1.7] \quad Y = \frac{1}{1-c_1} (c_0 + \bar{I} + G - c_1 T)$$

Il fattore  $(c_0 + \bar{I} + G - c_1 T)$  è chiamato spesa autonoma e rappresenta la componente della domanda che non dipende dal livello di produzione; il termine  $1/(1 - c_1)$  è il moltiplicatore: essendo la propensione marginale al consumo  $c_1$  compresa tra zero e 1 il quoziente assumerà un valore maggiore di 1. Questo valore sarà tanto più grande quanto maggiore è la propensione al consumo. La logica del moltiplicatore è la seguente: un qualsiasi aumento della spesa autonoma fa aumentare la domanda, alla quale segue un aumento della produzione, e quindi del reddito, dello stesso ammontare. In seguito all'aumento del reddito aumentano i consumi, i quali a loro volta generano un ulteriore incremento della domanda e così via. Questo procedimento si può notare più chiaramente a livello grafico.

---

<sup>6</sup> Per semplicità consideriamo un'economia chiusa, nella quale non si hanno né importazioni né esportazioni.

Figura 1. Moltiplicatore keynesiano



Fonte: Blanchard et al. (2014)

La curva di domanda è data dalla retta ZZ; mentre la retta a 45° rappresenta l'equilibrio tra domanda e produzione. Partendo dalla situazione di equilibrio (punto A) lo Stato decide di aumentare la spesa pubblica di 1 miliardo di euro. Questo shock nella spesa autonoma fa aumentare la domanda, sempre di 1 miliardo di euro: la ZZ trasla verso l'alto parallelamente a se stessa, raggiungendo la posizione in ZZ'. La nuova domanda è inizialmente data dal punto B. A fronte di una domanda maggiore le imprese aumentano la produzione e ciò implica un aumento del reddito (punto C). L'aumento del reddito dà luogo ad un ulteriore incremento della domanda (punto D). Così via gli aumenti di domanda, produzione e reddito continuano (in misura sempre meno intensa) fino al raggiungimento del nuovo punto di equilibrio A'. L'aumento finale del reddito, da Y a Y', è maggiore dell'aumento iniziale della spesa pubblica per effetto del moltiplicatore.

Questo moltiplicatore è un modello semplificato e sovrastimato, i valori stimati dalle differenti scuole di pensiero sono ancora piuttosto differenti nonostante i numerosissimi studi empirici. Nel capitolo II si esaminerà più nel dettaglio il moltiplicatore.

Quel che conta però è che, con il proprio apporto, Keynes ha completamente ribaltato la posizione dello Stato attribuendogli un ruolo attivo e fondamentale nel sistema economico. Secondo Keynes il compito del governo è quello di attuare politiche fiscali anticicliche: espansive durante i periodi di recessione e restrittive in periodi di espansione economica. In questo modo l'arresto dell'economia in un periodo di recessione viene attenuato attraverso una politica di *deficit spending* a sostegno dello sviluppo economico. Mentre in periodi di

boom economico lo Stato può far fronte al debito accumulato negli anni di recessione attraverso politiche fiscali restrittive e attraverso le maggiori entrate fiscali derivanti dall'aumento del reddito.

Queste considerazioni, seppur frutto del lavoro di Keynes, furono esplicitate dall'economista Abba Lerner. È a quest'ultimo che si attribuisce il termine *Finanza Funzionale* - in contrapposizione a quello classico di *Finanza Neutrale* che dominò la teoria economica prima di Keynes - che esprime il suddetto principio secondo il quale lo Stato dovrebbe perseguire obiettivi di pieno impiego senza preoccuparsi del debito pubblico.

Riguardo al debito pubblico Keynes sostiene che i titoli emessi per finanziare una spesa in deficit sono da considerarsi come un impiego finanziario del reddito degli individui che li hanno sottoscritti. Quindi i titoli, posseduti da parte del settore privato, sono da considerarsi parte della loro ricchezza, in particolare ricchezza finanziaria ( $W$ ). Secondo questo approccio, una spesa pubblica in disavanzo comporta gli effetti derivanti da una maggiore ricchezza finanziaria del settore privato. Questi effetti possono essere descritti attraverso il modello IS-LM. Nel mercato dei beni l'aumento di  $W$  genera un aumento dei consumi determinando un'ulteriore spostamento della curva IS verso destra. Mentre nei mercati finanziari, all'aumento della ricchezza finanziaria, seguirà un aumento della domanda di attività finanziarie e quindi uno spostamento della LM verso l'alto. Ciò conferma l'effetto più che proporzionale sul reddito di una politica fiscale espansiva finanziata attraverso debito pubblico.

Contrariamente a quanto sostenuto dalla dottrina keynesiana troviamo quanto affermato in Barro (1974) ossia, come già anticipato, l'inefficacia sia del disavanzo sia del debito nello stimolare il reddito.

Barro (1974) riprende il teorema dell'equivalenza ricardiana contrastando la teoria di Keynes secondo cui i titoli del debito costituiscono ricchezza finanziaria del settore privato. Il motivo è da attribuire alle aspettative degli individui di aumenti delle imposte future. Come assunto da Ricardo, a fronte di politiche di *deficit spending* i cittadini valuteranno la loro ricchezza scontando le future imposte che lo Stato dovrà aumentare per rispettare il proprio vincolo di bilancio intertemporale. Di conseguenza l'aumento del risparmio privato compenserà la spesa in deficit e l'effetto sul reddito della politica di bilancio sarà nullo. Questa proposizione è identificata con il termine di *neutralità del debito pubblico* e viene attribuita congiuntamente a Barro e a Ricardo.

A differenza di Ricardo che considerava questa teoria non rilevante a livello empirico, Barro (1974) sostiene che essa, sotto alcune condizioni particolari, si verifichi anche nella

realtà. Le principali assunzioni affinché valga il principio di neutralità del debito e si abbia quindi l'inefficacia delle politiche di bilancio sono le seguenti:

- i) famiglie con vita infinita, ossia gli individui considerano nella loro funzione di utilità, oltre che il consumo corrente, anche l'utilità dei loro discendenti. Barro fa ricorso ad un modello a generazioni sovrapposte, nel quale ciascun individuo adotta comportamenti altruistici verso i propri discendenti prevedendo, nel corso della propria vita, una donazione testamentaria ottimale da lasciare loro;
- ii) mercati dei capitali perfetti. I prezzi sono determinati correttamente considerando tutta l'informazione disponibile e non sono presenti opportunità di arbitraggio;
- iii) tassazione di tipo *lump-sum* (a somma fissa), ovvero non dipendente dal reddito né dalla ricchezza. Cosicché non determina distorsioni nei comportamenti degli individui;
- iv) famiglie in grado di prevedere perfettamente la tassazione futura;

Le famiglie pianificano un lascito ereditario ottimale ai propri discendenti, quello che massimizza la loro funzione di utilità. Dunque nel momento in cui percepiscono che in futuro verranno aumentate le imposte, aumentano il risparmio per mantenere inalterato il lascito ottimale. Proprio perché ciascuna funzione di utilità è legata a quella dei figli, si genera un effetto a catena che fa sì che l'utilità della prima generazione dipenda anche da quella della *i*-esima, in altre parole l'orizzonte temporale degli individui diventa infinito. Quindi in base a questa assunzione non conta quando avverrà l'aumento della tassazione: l'aumento del risparmio avverrà indipendentemente dal momento in cui il governo deciderà di aumentare le tasse per ripagare il debito. Mentre ciò non si verificherebbe se gli individui avessero un orizzonte temporale finito che li porterebbe a considerare solo la tassazione che prevedono avverrà nel periodo in cui sono ancora in vita. In questo modo l'aumento del risparmio sarà solo parziale e verrebbe meno la neutralità del debito.

La conclusione di Barro (1974) è che i bond di Stato non si possono considerare ricchezza netta della nazione. Anche se l'economista riconosce che per coloro che li detengono sicuramente rappresentano un'attività finanziaria, per gli individui soggetti a tassazione, invece, i titoli rappresentano una passività finanziaria. In aggregato i due effetti si compensano e non si avrà nessun aumento della ricchezza.

Il lavoro di Barro (1974) non è esente da critiche, soprattutto alcune delle assunzioni in esso contenute sono considerate irrealistiche. Nonostante il suo contributo sia considerato fondamentale nella letteratura economica, la posizione predominante è a sfavore della neutralità del debito: sono numerose le evidenze empiriche che dimostrano che politiche di *deficit spending* possono avere un effetto positivo sulla domanda aggregata e

sull'occupazione. Ciò porta quindi ad interrogarsi su temi quali gli effetti dell'accumulazione del debito, in particolare sulla sua sostenibilità e sul peso che un'eccessiva accumulazione può determinare sulle generazioni future e sulla crescita economica.

### 1.3 Sostenibilità del debito pubblico

Abbiamo precedentemente accennato come il debito pubblico è un fenomeno che si autoalimenta. Lo stock del debito può aumentare all'infinito, anche semplicemente a causa di un singolo disavanzo iniziale, in assenza della volontà da parte del governo di ripagarlo negli anni successivi. Per stabilire se il debito è sopportabile per un dato Paese è fondamentale considerare il rapporto tra debito e PIL: è attraverso la ricchezza prodotta che si ottengono le risorse con le quali verrà ripagato il debito.

La relazione tra debito pubblico e crescita economica viene studiata da Domar (1944) dove si dimostrano le relazioni che determinano l'evoluzione del rapporto debito/PIL nel lungo periodo. Le assunzioni di crescita del PIL esogena, di tasso di interesse costante e di stabilità dei prezzi suggerirebbero la banalità del modello, tuttavia il suo apporto alla letteratura è da considerarsi estremamente importante ed i suoi contenuti sono centrali nel tema della sostenibilità del debito.

La crescita del PIL, indicata con  $g$ , è data da:  $\frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} = g$ , che può essere riscritta nella forma  $Y_t = Y_{t-1}(1 + g)$ ; poiché è assunta la stabilità dei prezzi il tasso di interesse reale coincide con il tasso di interesse nominale, si ha quindi  $r = i$ . Riprendendo l'equazione [1.5] e considerando le suddette condizioni otteniamo:

$$[1.8] \quad \frac{B_t}{Y_t} = \frac{1+r}{1+g} \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

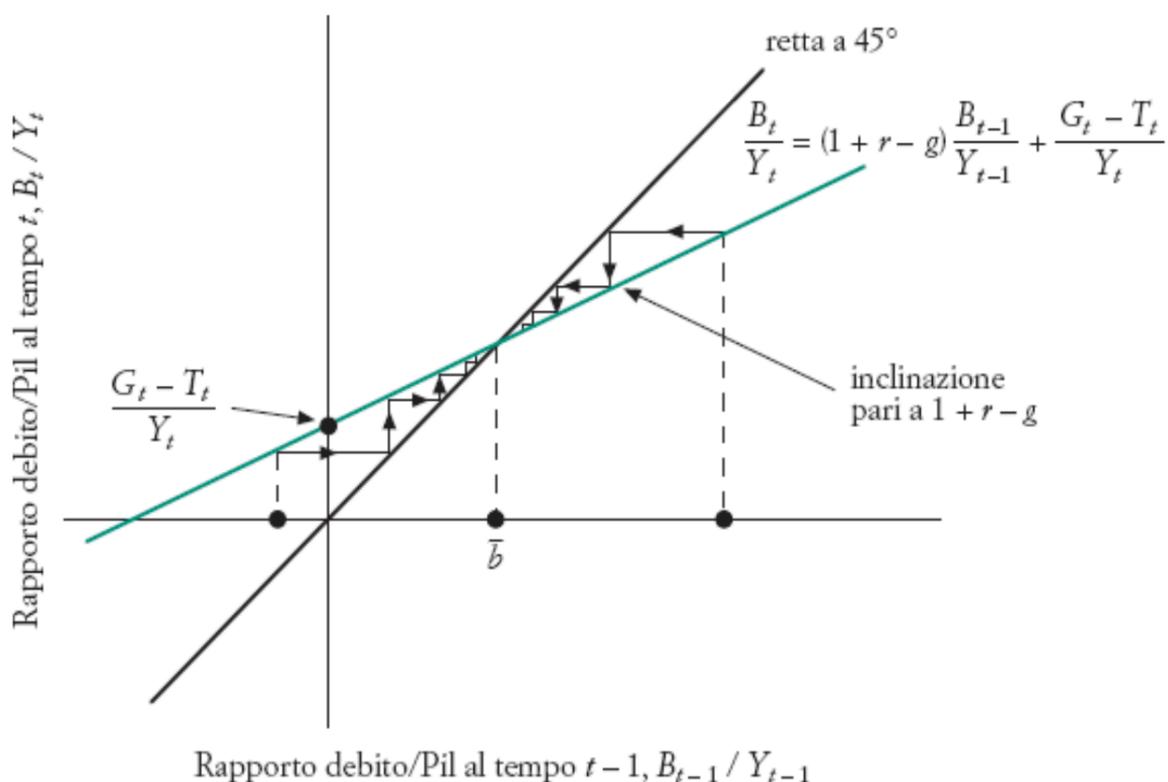
Il termine  $\frac{1+r}{1+g}$  può essere riscritto nella formula  $(1 + r - g)$ . Adottando poi la notazione minuscola per indicare il rapporto debito/PIL otteniamo l'equazione [1.9] rappresentante l'andamento di detto rapporto nel lungo periodo:

$$[1.9] \quad b_t = (1 + r - g)b_{t-1} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Questo modello mostra come il punto chiave della sostenibilità del debito è dato dalla reazione tra il tasso di interesse sul debito e la crescita della ricchezza. Dal rapporto tra queste due variabili e dal saldo primario dipenderà la dinamica del debito nel lungo periodo. Quanto maggiore è la differenza tra tasso di interesse e crescita della ricchezza, tanto più il Governo dovrà generare saldi primari rilevanti al fine di scongiurare l'esplosione del rapporto debito/PIL.

Se invece un Paese ha un tasso di crescita economica maggiore del tasso di crescita del debito, nonostante generi disavanzi primari negli anni, il debito non rappresenta un problema in quanto il suo rapporto con il PIL convergerà ad un punto di equilibrio (*steady state*). Ciò risulta più evidente a livello grafico. Nella figura 2 si nota il convergere del debito allo stato stazionario  $\bar{b}$ .

Figura 2. Andamento del rapporto debito/PIL nel lungo periodo\*



Fonte: Blanchard et al. (2014)

\*ipotesi di crescita a tasso minore del tasso di interesse ( $g < r$ )  
e di disavanzi primari ( $G_t - T_t > 0$ )

Domar (1944), fiducioso nella teoria keynesiana, sostiene che si può espandere il reddito attraverso l'indebitamento e che, se le politiche di *deficit spending* sono abbastanza produttive da generare una crescita economica maggiore del tasso di interesse, l'operatore pubblico non dovrà nemmeno aumentare la pressione fiscale per far fronte al debito pubblico. Quindi l'assunto su cui si dovrebbe centrare lo Stato non è tanto quello di non generare disavanzi che vadano ad accrescere lo stock del debito, bensì, è più importante, garantire una crescita economica in grado di inibire gli effetti dell'aumento del debito.

Un concetto molto simile viene analizzato da Pasinetti (si veda Sylos Labini 2003, pp. 275-276), il quale analizza l'aumento del reddito derivante dalla spesa in disavanzo e lo compara

con il costo a cui il Governo ha preso a prestito le risorse per finanziare tale spesa pubblica. Il concetto è lo stesso che vale per i prestiti concessi alle imprese. Se un'impresa, ottenuti finanziamenti ad un dato tasso di interesse, è in grado di investirli in attività con un rendimento maggiore del costo di finanziamento il problema dell'onere del debito non si pone. Allo stesso modo lo Stato non dovrà mai aumentare le imposte se le politiche di spesa in disavanzo sono in grado di generare aumenti della ricchezza con i quali saranno pagati gli interessi.

Si individua così una zona di sostenibilità del debito, all'interno della quale il rapporto tra debito e ricchezza resta stabile o, meglio, diminuisce. Questo *range* di sostenibilità è dato da  $\frac{G_t - T_t}{Y_t} - (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_t}$ . Si nota che, se  $r < g$ , il secondo fattore è positivo e consente al saldo primario di essere negativo senza che si verifichi un aumento dell'incidenza del debito sul PIL. Viceversa con  $r > g$  il governo sarà obbligato a generare un avanzo primario per lo stesso ammontare se vuole evitare che il rapporto aumenti.

In definitiva il problema della sostenibilità del debito dipende principalmente dalla differenza tra tasso di interesse e tasso di crescita del reddito; queste due variabili giocano un ruolo primario nella determinazione dell'andamento del rapporto debito/PIL nel lungo periodo, facendo passare in secondo piano l'importanza del saldo primario. In ogni caso, anche il più convinto dei keynesiani esclude che politiche di disavanzo possano essere protrate all'infinito. Prima o poi il debito raggiunge un livello che fa entrare in crisi il sistema finanziario, tuttavia gli economisti non sono in grado di stabilire quale sia questo valore di criticità.

Fra gli aspetti considerati finora circa la sostenibilità del debito si è trascurato l'effetto che determina su di esso l'inflazione. Essa, erodendo il valore reale dello stock del debito, determina un effetto positivo sul rapporto debito/PIL. Nelle equazioni considerate finora valeva la condizione  $i = r$ , mentre in un contesto in cui il livello generale dei prezzi varia, il tasso di interesse, in termini reali, è dato dalla differenza tra il tasso nominale e il tasso di inflazione ( $\pi$ ). Il fattore che moltiplica lo stock del debito diventa  $(1 + i - \pi - g)$ : si nota quindi l'effetto positivo dell'inflazione nel ridurre il costo del debito.

Perché l'inflazione produca l'effetto di erodere lo stock del debito è necessario, principalmente, che una quota importante dei titoli del debito pubblico sia a lunga scadenza. In questo modo l'aumento improvviso del livello dei prezzi farà diminuire, in termini reali, l'onere del debito per lo Stato, questa situazione si è verificata in Italia nel cosiddetto periodo di Grande inflazione (si veda capitolo III). Nel contesto attuale, invece, l'indicizzazione dei titoli all'inflazione e la preferenza di titoli a breve termine da parte dei mercati finanziari

rendono questo rimedio inefficace. Possiamo pertanto concludere che l'inflazione può avere un effetto positivo sull'onere del debito soltanto nel caso in cui essa, o meglio, un suo aumento, non sia previsto dai *rentiers*. Tuttavia, in seguito all'esperienza degli anni '70, i mercati finanziari sono diventati pressoché immuni all'inflazione, pertanto al giorno d'oggi non possiamo considerare l'inflazione un rimedio efficace contro il debito pubblico.

## CAPITOLO II

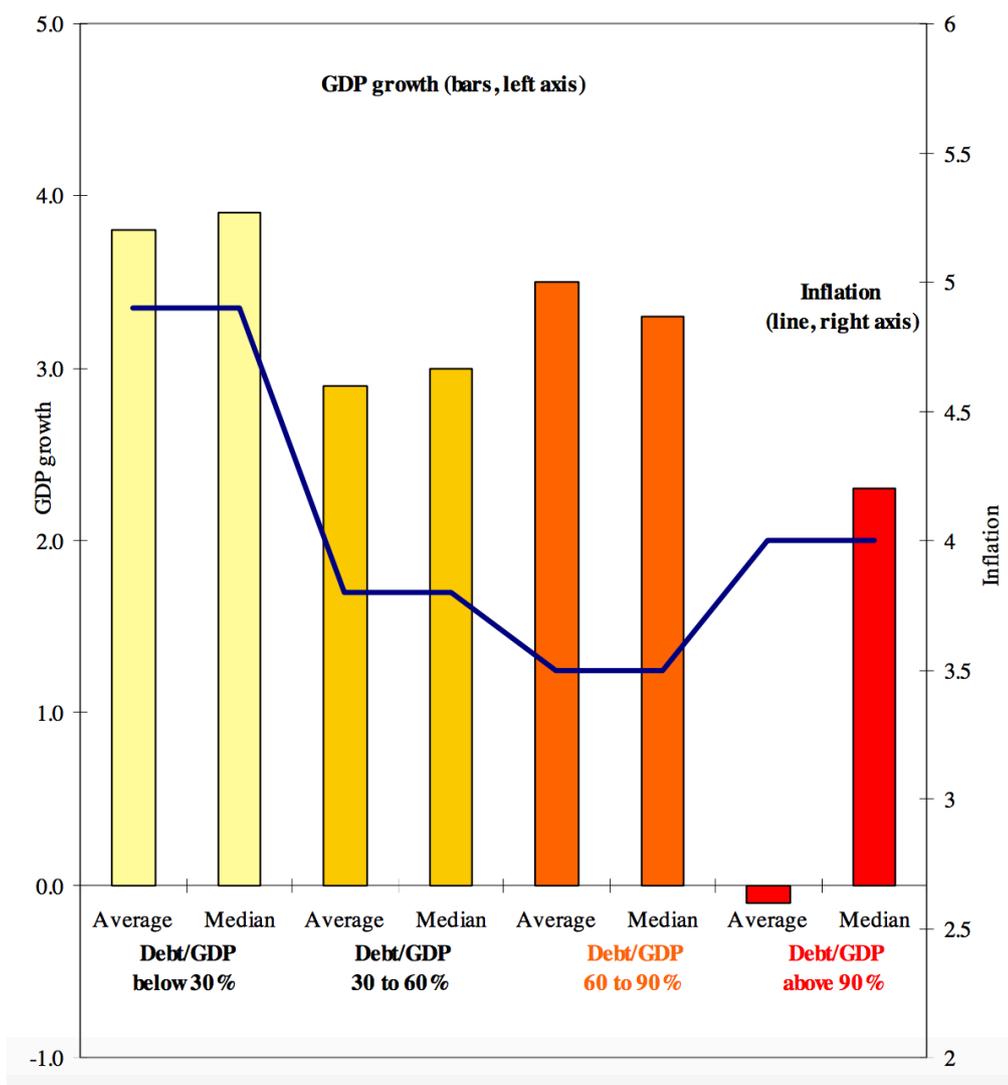
### TEORIE DI POLITICA ECONOMICA E DEBITO PUBBLICO NELLA RECENTE RECESSIONE ECONOMICA

#### 2.1 Politiche di austerità

Per gran parte del XX secolo le decisioni di politica economica, in ossequio della teoria keynesiana, non si sono curate molto dei disavanzi. I crescenti debiti accumulati, soprattutto dalla maggior parte dei Paesi industrializzati, hanno portato gli economisti a focalizzarsi sui problemi del debito pubblico e sulla necessità di risanare i conti pubblici. Nei periodi di espansione economica, in realtà, il debito non ha mai rappresentato un problema, come prevedeva il modello di Domar (1944). È con il rallentamento dell'economia che la crescita non è stata più in grado di contrastare l'aumento dei debiti e l'orientamento della dottrina economica si è via via spostato a favore di politiche più restrittive, nel rispetto più ferreo del vincolo di bilancio del governo.

È con lo scoppio della crisi finanziaria del 2008 che i consensi verso le politiche di austerità, già maturati dalla fine del secolo scorso, hanno acquisito maggior vigore e l'abbattimento del debito pubblico è diventato l'obiettivo primario per i *policy makers*. Da allora si ritiene che gli eccessivi squilibri nelle finanze pubbliche siano il problema principale e che la recessione, in assenza di interventi decisi, sarebbe potuta sprofondare verso scenari peggiori. È la tesi di Reinhart e Rogoff (2010): un debito elevato compromette la crescita economica. Nella loro analisi empirica i due economisti giungono alla conclusione che l'accumulo di uno stock del debito superiore al 90% del PIL rallenta fortemente la crescita, fino a farla diventare persino negativa: essa raggiunge in media il valore del  $-0,1\%$  per i Paesi che hanno un debito oltre suddetta soglia (figura 3).

Figura 3. Rapporto debito/PIL, crescita del PIL e inflazione dal 1946 al 2009, selezione di 20 Paesi avanzati<sup>7</sup>



Fonte: Reinhart e Rogoff (2010)

Il contributo di questo studio nel porre in primo piano la necessità del risanamento dei debiti pubblici è notevole, cosicché l'idea di tendenza diventa quella secondo la quale un eccessivo debito pubblico compromette la crescita di lungo periodo. Il successo di questo articolo è rilevante anche in ambito politico, tant'è che gran parte dei Paesi avanzati ha risposto alla crisi finanziaria con politiche di austerità, per far fronte agli squilibri presenti nei rispettivi bilanci pubblici.

Reinhart e Rogoff (2010) ha però ricevuto moltissime critiche nell'ambito accademico: agli autori si imputano errori di calcolo e omissioni di dati significativi, che compromettono il risultato della loro analisi. Infine, il rapporto si limita a evidenziare una semplice correlazione

<sup>7</sup> Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito Spagna, Svezia e USA.

tra debito e crescita, però essa non può essere ritenuta causale: non è dimostrato che un rallentamento della crescita sia causato da un debito eccessivamente elevato. Queste osservazioni sono contenute in Ash et al. (2014), i quali sostengono che la crescita del PIL per i Paesi indebitati oltre il 90% non sia negativa dello 0,1% ma positiva del 2,2%. Secondo loro la distorsione dei risultati in Reinhart e Rogoff (2010) deriva dall'esclusione di dati di Paesi che registrarono una forte crescita nonostante avessero un debito oltre il 90%, nonché dalla ponderazione inappropriata delle statistiche di sintesi. Queste analisi rifiutano la tesi secondo la quale un eccessivo debito pubblico compromette la crescita del PIL.

Ciononostante, al di là delle critiche a Reinhart e Rogoff (2010), uno stock del debito al livello di quello di molti Paesi avanzati non può essere trascurato. In queste situazioni il peso degli interessi diventa sempre più ingente e una politica di risanamento fiscale è da considerarsi necessaria per la stabilità finanziaria di un Paese e per la sua crescita di lungo periodo.

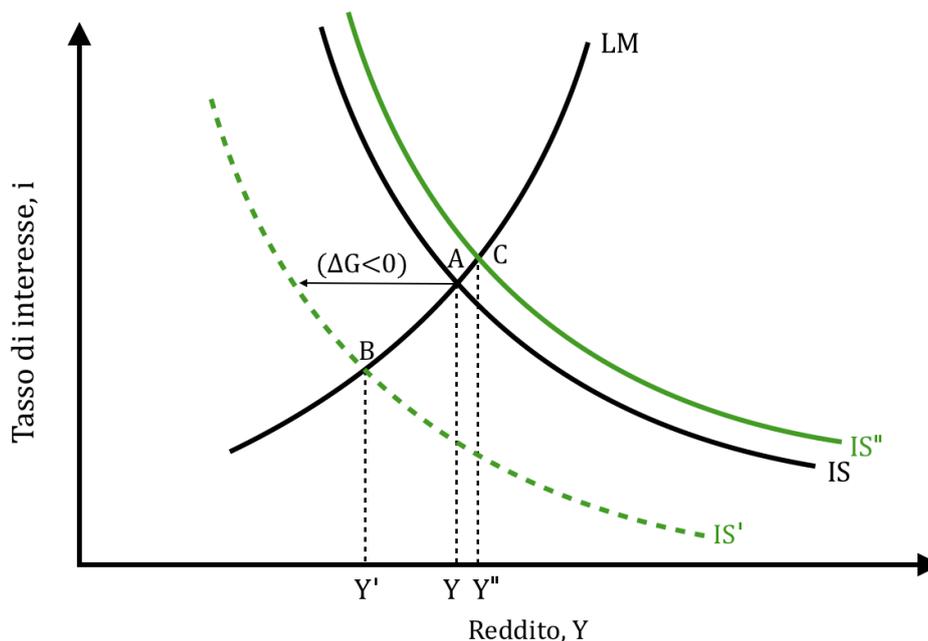
Se sulla necessità di molti Paesi di abbattere il proprio debito pubblico non vi sono dubbi, invece, sul fatto di considerare il consolidamento fiscale l'obiettivo primario in una fase del ciclo economico particolarmente avversa, come quella della Grande recessione, troviamo pareri discordanti. I post-keynesiani considerano deleterio focalizzarsi sul rientro del debito pubblico in questa fase, considerando prioritarie politiche di sostegno del reddito. Viceversa gli economisti con una visione più neoliberista reputano le politiche di austerità indispensabili, non solo per fronteggiare il debito pubblico, ma anche per combattere la recessione.

Quest'ultima posizione si basa sulla teoria della cosiddetta *austerità espansiva*, introdotta negli anni '90, in base alla quale le politiche di austerità, se ben impostate, sono in grado di lanciare la ripresa economica. Il fenomeno avverrebbe grazie alle aspettative razionali degli individui, i quali, consapevoli che una diminuzione della spesa pubblica comporta minori imposte in futuro, cominciano a spendere di più fin da subito (concetto visto nel capitolo I con l'equivalenza ricardiana). L'idea di fondo è che i tagli alla spesa pubblica fanno aumentare la fiducia dei consumatori e favoriscono la ripresa dell'economia.

Perché politiche di austerità generino una spinta espansiva è però necessario che i moltiplicatori siano negativi. Infatti, poiché un taglio della spesa pubblica influisce direttamente sul reddito, la risposta dell'aumento della spesa privata dovrà essere più che proporzionale alla contrazione del PIL (generata direttamente dalle minori spese governative) per far sì che la politica fiscale abbia effetti espansivi. Se ad esempio il governo decidesse di ridurre la spesa pubblica di 100 miliardi di euro, anche il PIL si ridurrebbe per lo stesso

ammontare. Pertanto il risultato della *policy* sarebbe espansivo solo se la fiducia dei consumatori e degli investitori fosse tale da generare una maggiore domanda di beni e servizi per un valore superiore a 100 miliardi di euro, ossia se i moltiplicatori della politica fiscale avessero valore negativo. Nel modello IS-LM un effetto di questo tipo potrebbe essere raffigurato come in figura 4.

Figura 4. Modello IS-LM: austerità espansiva ed effetti sul reddito di una politica fiscale restrittiva.<sup>8</sup>



Fonte: Nostra elaborazione

L'equilibrio iniziale è dato dal punto A, la riduzione della spesa pubblica fa spostare inizialmente la IS verso sinistra in IS': il reddito diminuisce dello stesso ammontare ( $\Delta G$ ). Successivamente il clima di fiducia generato dalla politica fiscale genera un aumento dei consumi e degli investimenti più che proporzionale alla riduzione della spesa pubblica: la curva IS si sposta verso destra da IS' a IS'', il reddito aumenta sino a raggiungere Y'' e il nuovo equilibrio è dato dal punto C (nel quale il reddito è maggiore rispetto alla situazione iniziale).

La possibilità che questo effetto si verifichi è stata smentita da Blanchard e Leigh (2013) dove si afferma che le stime dei moltiplicatori attuate nell'ambito del Fondo monetario internazionale (FMI) sono state sottovalutate di almeno una unità. La realtà stessa dimostra che politiche restrittive, in un periodo di recessione, non sono in grado di ridurre l'incidenza del debito; ciò perché, per effetto dei moltiplicatori, hanno causato forti contrazioni del PIL,

<sup>8</sup> Il solo fine di questo modello è rappresentare il concetto di austerità espansiva. Pertanto non si considerano gli shock indotti dalla politica nel mercato della moneta

mentre gli effetti positivi sulle finanze pubbliche sono stati esigui se non nulli. In particolare si vedrà nel prossimo capitolo l'effetto recessivo di politiche restrittive per alcuni Paesi europei.

In definitiva, la scarsa efficacia delle politiche di rigore fiscale adottate dai *policy maker* confermano che un focus sulla riduzione del debito nel breve termine può risultare controproducente in assenza di una crescita adeguata. Più proficua appare un'austerità che consideri le fasi del ciclo economico e che non punti al risanamento in periodi di recessione. Non ci si dovrebbe preoccupare se nell'immediato non si ottengono degli avanzi di bilancio che riducono il debito, purché vi sia un piano concreto ed efficace di crescita che permetterà dunque il rientro dal debito pubblico.

## 2.2 Politiche fiscali espansive

Nel capitolo I abbiamo visto i principi di politica economica della teoria keynesiana, la quale invita le autorità pubbliche all'adozione di politiche fiscali espansive durante i periodi di recessione. In quella sede si sottolineò come l'efficacia di questo approccio si basi sul concetto del moltiplicatore fiscale. In questo paragrafo si approfondisce, anche dal punto di vista analitico, il moltiplicatore in una formulazione più completa rispetto a quella basilare trattata allora. Partiamo dal mercato dei beni e riprendiamo l'equazione di equilibrio [1.6], ora però consideriamo gli investimenti endogeni, introducendo la seguente funzione di investimento:

$$[2.1] \quad I = \bar{I} + d_1 Y - d_2 i \quad \text{con } d_1, d_2 > 0$$

$\bar{I}$  è la componente autonoma degli investimenti,  $d_1$  misura la sensibilità degli investimenti al reddito e  $d_2$  la sensibilità al tasso di interesse. Sostituendo questa equazione in quella di equilibrio del mercato dei beni [1.6] otteniamo<sup>9</sup>:

$$[2.2] \quad Y = [c_0 + c_1(Y - T)] + [\bar{I} + d_1 Y - d_2 i] + G$$

Esplicitando questa equazione per  $Y$  si otterrebbe il moltiplicatore della domanda aggregata, ma per determinare il moltiplicatore della politica fiscale è necessario considerare anche le interazioni che i vari shock determinano nel mercato monetario. Consideriamo quindi l'equazione di equilibrio dei mercati finanziari:

$$[2.3] \quad \frac{M}{P} = f_1 Y - f_2 i \quad \text{con } f_1, f_2 > 0$$

---

<sup>9</sup> Si mantiene l'ipotesi di economia chiusa.

$\frac{M}{P}$  rappresenta l'offerta di moneta in termini reali, mentre la domanda reale di moneta è funzione positiva del reddito e negativa del tasso di interesse;  $f_1$  e  $f_2$  misurano rispettivamente la sensibilità della domanda di moneta al reddito e al tasso di interesse.

Per determinare il moltiplicatore della politica fiscale occorre studiare gli effetti che essa determina in una situazione di equilibrio sia del mercato dei beni sia del mercato monetario, l'equilibrio si ottiene mettendo a sistema le equazioni [2.2] e [2.3]. Omettendo i calcoli matematici, il valore di equilibrio della produzione è:

[2.4]

$$Y = \frac{1}{(1 - c_1 - d_1) \frac{f_2}{d_2} + f_1} \frac{M}{P} + \frac{1}{(1 - c_1 - d_1) + d_2 \frac{f_1}{f_2}} A$$

Il termine  $A$  è detto spesa autonoma e abbiamo visto, nel capitolo I, che è dato da  $[c_0 + \bar{I} + G - c_1 T]$ . È questo il termine su cui può agire il governo mediante le politiche fiscali. Nell'equazione [2.4] possiamo notare il moltiplicatore della politica fiscale, infatti, ad una variazione di una delle componenti della spesa autonoma segue una variazione del reddito di:

[2.5]

$$\frac{\Delta Y}{\Delta A} = \frac{1}{(1 - c_1 - d_1) + d_2 \frac{f_1}{f_2}}$$

La parte  $1/(1 - c_1 - d_1)$  è il moltiplicatore della domanda aggregata e si assume che esso abbia un valore maggiore di 1. Il secondo termine rappresenta invece il cosiddetto effetto di spiazzamento degli investimenti (*crowding out*), fenomeno in base al quale una politica di *deficit spending* provoca una riduzione degli investimenti privati. Per chiarire questo aspetto descriviamo concettualmente il meccanismo del moltiplicatore tenendo in considerazione sia gli effetti sul mercato dei beni sia quelli sui mercati finanziari. In seguito ad una politica fiscale espansiva (ipotizziamo una riduzione delle imposte) il reddito aumenta; nel mercato monetario un maggior reddito, *ceteris paribus*, fa aumentare il livello delle transazioni e quindi anche la domanda di moneta. Posto che la banca centrale non aumenti l'offerta di moneta, si viene a determinare una situazione di eccesso di domanda di moneta, che viene compensata attraverso un aumento del tasso di interesse. È quest'aumento del tasso di interesse che determina l'effetto spiazzamento sulla domanda di investimento (che diminuisce), frenando quindi l'effetto espansivo del moltiplicatore. Questo perché, un tasso di interesse maggiore è sinonimo di un maggiore costo di finanziamento per le imprese, con conseguente contrazione degli investimenti.

In seguito alla diminuzione degli investimenti si avranno altri effetti (di entità sempre minore) sul reddito, sulla domanda di moneta, sul tasso di interesse e così via. L'effetto finale sul

reddito è dato dalla formula del moltiplicatore espressa nella [2.5], dove il valore dipende ovviamente dall'entità delle variabili.

Si nota, nel moltiplicatore della domanda aggregata, che la propensione marginale al consumo  $c_1$  e l'elasticità degli investimenti al reddito  $d_1$  sono direttamente proporzionali al valore del moltiplicatore della politica fiscale. I termini  $d_2$  e  $f_1$  invece sono inversamente proporzionali: minore è il loro valore, maggiore sarà l'effetto moltiplicativo della politica fiscale; al contrario fra il moltiplicatore e  $f_2$  si ha una relazione diretta, perché quest'ultimo smorza l'effetto del *crowding out*. Vediamo come agiscono queste tre variabili. Risulta chiara l'incidenza della sensibilità degli investimenti al tasso di interesse: ad un aumento del tasso di interesse la contrazione degli investimenti sarà considerevole se  $d_2$  è elevato, viceversa sarà lieve. Mentre, per quel che riguarda  $f_1$  la dinamica è la seguente: se la domanda di moneta è particolarmente sensibile al reddito, all'aumento di quest'ultimo corrisponderà un aumento notevole della domanda di moneta; quindi l'aumento del tasso di interesse (necessario per compensare l'eccesso di domanda di moneta) ed il conseguente spiazzamento degli investimenti, sarà tanto maggiore quanto più grande è  $f_1$ . Infine, con una domanda di moneta piuttosto sensibile al tasso di interesse ( $f_2$  elevato), anche una variazione esigua del tasso di interesse sarà sufficiente per riportare in equilibrio il mercato della moneta. Pertanto si avrà una minore contrazione degli investimenti.

Il moltiplicatore della politica fiscale assume valori diversi in base a vari fattori, tra cui i principali sono la fase del ciclo economico e la risposta della politica monetaria. Negli ultimi anni è cresciuto l'interesse per il loro studio e i valori stimati sono diversi, poiché essi variano in base alle ipotesi sottostanti ai modelli di stima. Generalmente, i modelli neoclassici tendono ad attribuire valori inferiori rispetto a quelli keynesiani. Ciò è dovuto alle ipotesi di aspettative razionali degli individui (*equivalenza ricardiana*) e all'attribuzione di un peso maggiore al fenomeno del *crowding out* nei modelli neoclassici.

Solo su una questione le idee delle due scuole di pensiero conciliano: i valori assunti dai moltiplicatori fiscali sono maggiori nei periodi recessivi e minori in quelli espansivi. Questo avviene principalmente per due ragioni.

In primo luogo, in un periodo di recessione le aspettative negative di famiglie e imprese fanno assumere a  $d_2$  un valore tendente a zero. Cosicché si ha uno spiazzamento degli investimenti quasi nullo in seguito all'aumento del tasso di interesse causato da una politica fiscale espansiva.

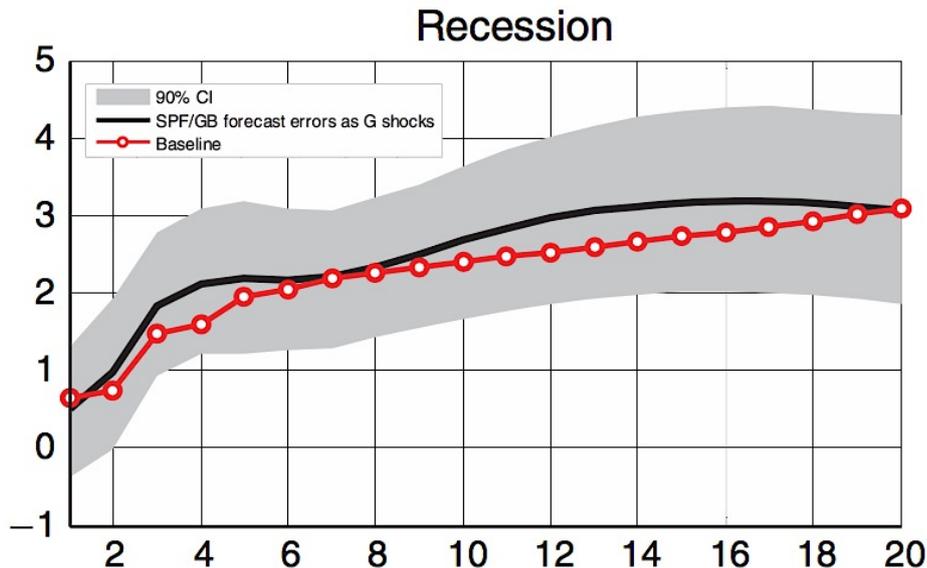
Inoltre, in periodi di trappola della liquidità (caratterizzanti le fasi recessive) la curva LM diventa (quasi) orizzontale, ossia la sua pendenza  $f_1/f_2$  è pressoché nulla. In questo modo,

l'eccesso di domanda di moneta causato dalla politica di bilancio espansiva non genera aumenti significativi del tasso di interesse.

Inoltre i valori dei moltiplicatori tendono a essere maggiori se, alle politiche fiscali espansive, seguono politiche monetarie accomodanti; giacché l'aumento del tasso di interesse viene assorbito dall'aumento dell'offerta di moneta da parte della banca centrale, scongiurando dunque l'effetto di spiazzamento degli investimenti. E questa eventualità si sta verificando tuttora, poiché la BCE, la FED e le banche centrali degli altri Paesi avanzati stanno attuando forti politiche monetarie espansive.

Sono molteplici gli studi sui valori dei moltiplicatori avvenuti negli ultimi anni. Ad esempio Auerbach e Gorodnichenko (2011), hanno stimato per gli Stati Uniti valori del moltiplicatore della spesa pubblica prossimi allo zero in periodi espansivi e compresi tra 1,5 e 2 nei periodi recessivi. Mentre Auerbach e Gorodnichenko (2012) stimano che il perdurare di una fase recessiva nel tempo può far raggiungere ai moltiplicatori valori prossimi al 3 dopo 20 trimestri. La figura 5 mostra in particolare il moltiplicatore della spesa pubblica.

Figura 5. Stima del moltiplicatore della spesa pubblica in periodo di recessione



Fonte: Auerbach e Gorodnichenko (2012)

Alla luce dei numerosi studi che stimano valori elevati dei moltiplicatori, i mix di politica economica che potrebbero essere adottati per uscire dalla Grande recessione - in una prospettiva post-keynesiana - sono i seguenti. Una politica di bilancio espansiva diretta all'aumento di investimenti pubblici; specialmente quelli volti ad aumentare l'occupazione, nonché quelli in opere infrastrutturali, in grado di generare economie esterne a favore delle

imprese. Queste politiche fiscali devono porsi obiettivi di crescita di lungo periodo, è quindi opportuno intervenire sulle spese che hanno i moltiplicatori più elevati, come quelle appena citate. Tuttavia non si può ignorare il rispetto del vincolo di bilancio, è dunque necessario, per lo meno, ridurre al minimo il deficit causato dalla manovra fiscale. Pertanto si potrebbe aumentare contemporaneamente la tassazione, che presenta valori dei moltiplicatori più piccoli. Risulta inoltre necessaria una *spending review*, che permetta di sostenere la domanda aggregata senza gravare sulle finanze pubbliche, ad esempio per quel che riguarda le entrate: ridurre la tassazione sui redditi da lavoro (riduzione del cuneo fiscale), in particolare per i salari più modesti, e aumentarla sui redditi elevati, i quali hanno una minore propensione al consumo.

### **2.3 Politica monetaria**

Un ruolo fondamentale nella politica economica è svolto dalle banche centrali; le strategie di politica monetaria da esse adottate contribuiscono a determinare gli sviluppi economici dei loro Paesi di riferimento. L'obiettivo principale che spetta loro è assicurare la stabilità dei prezzi, per la BCE il target è mantenere il tasso di inflazione inferiore, ma vicino, al 2% nel medio periodo. La banca centrale persegue gli obiettivi prefissati variando l'offerta di moneta, in modo da intervenire indirettamente sul tasso di interesse. A tal fine dispone di diversi strumenti di politica monetaria.

Uno di questi è rappresentato dalle operazioni di mercato aperto con le quali, attraverso l'acquisto o la vendita di titoli, determina iniezioni o prelievi di base monetaria ( $H$ ). La modificazione dell'offerta di moneta determina quindi variazioni del tasso di interesse.

La banca centrale può inoltre intervenire fissando le riserve obbligatorie minime che le banche commerciali devono accantonare sui depositi, determinando così il valore del moltiplicatore della moneta. Il funzionamento del moltiplicatore può essere spiegato con un esempio. Supponiamo che la banca centrale acquisti titoli per 100 euro da una banca commerciale e che l'obbligo di riserva sia del 10%. Con i restanti 90 euro potrà acquistare titoli presso altri istituti finanziari o concedere prestiti a privati; nel primo caso la banca che ha incassato i 90 euro accantonerà a riserva il 10% e avrà a disposizione i restanti 81 euro per ulteriori operazioni, e così via. Nel caso di prestiti a privati il processo è il medesimo, poiché questi verranno depositati e saranno disponibili per altre operazioni, previo rispetto dell'obbligo di riserva. La banca centrale, fissando la percentuale di riserva obbligatoria, determina il valore del moltiplicatore e può così variare l'offerta di moneta aggregata ( $M^S$ ).

Un altro strumento a disposizione della banca centrale, che si basa sullo stesso canale del precedente, è la fissazione del Tasso Ufficiale di Sconto. Il TUS è il tasso a cui le banche commerciali possono ottenere rifinanziamenti, ossia maggiore liquidità, da parte della banca centrale. Maggiore è il costo di rifinanziamento, minore sarà la liquidità che le banche avranno a disposizione per le loro operazioni, in questo modo l'offerta aggregata di moneta diminuisce e il tasso di interesse aumenta.

Tuttavia un periodo di forte depressione come quello attuale rende questi strumenti inefficaci. Infatti in questi periodi si verifica la cosiddetta trappola della liquidità, situazione in cui la domanda di moneta si appiattisce e il tasso di interesse si rivela sostanzialmente immune a variazioni dell'offerta di moneta. Inoltre le aspettative negative prevalgono sui bassi tassi di interesse: le banche non erogano prestiti (*credit crunch*) e l'effetto espansivo della politica monetaria non si verifica. Di conseguenza le banche centrali sono dovute ricorrere a strumenti non convenzionali per compiere i loro obiettivi di politica monetaria e fronteggiare la recessione. Vedremo nel prossimo capitolo le operazioni messe in atto dalla BCE nel corso della recente crisi.

Abbiamo visto nel capitolo I che la politica monetaria è direttamente connessa alla politica fiscale e che le sue strategie, influenzando il costo di finanziamento del debito degli Stati, possono condizionarne le rispettive politiche di bilancio. Approfondiamo questo assunto prendendo in esame due situazioni opposte: quella europea e quella giapponese.

In Europa, in seguito alla crisi del debito della Grecia, i mercati finanziari iniziarono a porsi seri dubbi sulla sostenibilità dei debiti di molti Stati e questo causò forti aumenti degli spread, con conseguenti ripercussioni nei conti pubblici. I Paesi più indebitati furono costretti a offrire premi al rischio maggiori per poter reperire le risorse finanziarie di cui avevano bisogno (l'Italia raggiunse un picco di oltre il 7% nel 2011 sui BTP decennali<sup>10</sup>).

Per contro, il Giappone, nonostante un debito pubblico al 240% del PIL<sup>11</sup> nel 2017, paga sui bond decennali un tasso di interesse inferiore allo 0,3%<sup>12</sup>. La differenza dipende da molti fattori, ma il più importante è sicuramente quello legato alla banca centrale. Negli ultimi anni la Bank of Japan ha agito da prestatore di ultima istanza, acquistando direttamente i titoli emessi dal Governo rimasti invenduti nei mercati finanziari e questo ha permesso al Giappone di finanziare il proprio debito ad un costo particolarmente basso. Mentre in Europa la BCE,

---

<sup>10</sup> Fonte: Ministero del Tesoro, [www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici/principali\\_tassi\\_di\\_interesse/](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/)

<sup>11</sup> Fonte: Fondo Monetario Internazionale, [www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG\\_NGDP@WEO](http://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO)

<sup>12</sup> Fonte: Investing.com - [www.it.investing.com/rates-bonds/japan-10-year-bond-yield](http://www.it.investing.com/rates-bonds/japan-10-year-bond-yield)

vincolata dai trattati<sup>13</sup>, non ha potuto fare altrettanto, e ciò ha pesato sui tassi di interesse. In realtà, dal 2015, anche la BCE ha cominciato ad attuare il *Quantitative Easing* (QE) e in questo modo, anche grazie alle altre operazioni non convenzionali, gli spread sono diminuiti.

In una situazione in cui la banca centrale agisce da prestatore di ultima istanza finanziando il debito si ha però un problema: l'inflazione. È chiaro che un regime di questo tipo non libera la politica fiscale dalle proprie responsabilità: il rispetto del vincolo di bilancio non viene meno. E, se in un periodo di recessione (con forti spinte disinflazionistiche), le banche centrali possono perseguire i propri obiettivi di *inflation targeting* e allo stesso tempo attuare la cosiddetta “monetizzazione del debito”, in periodi espansivi ciò non può avvenire perché l'acquisto di titoli da parte della banca centrale genererebbe pressioni inflazionistiche. Un contesto concreto di monetizzazione del debito e inflazione si vedrà nel prossimo capitolo quando verrà approfondito il caso dell'Italia degli anni '70.

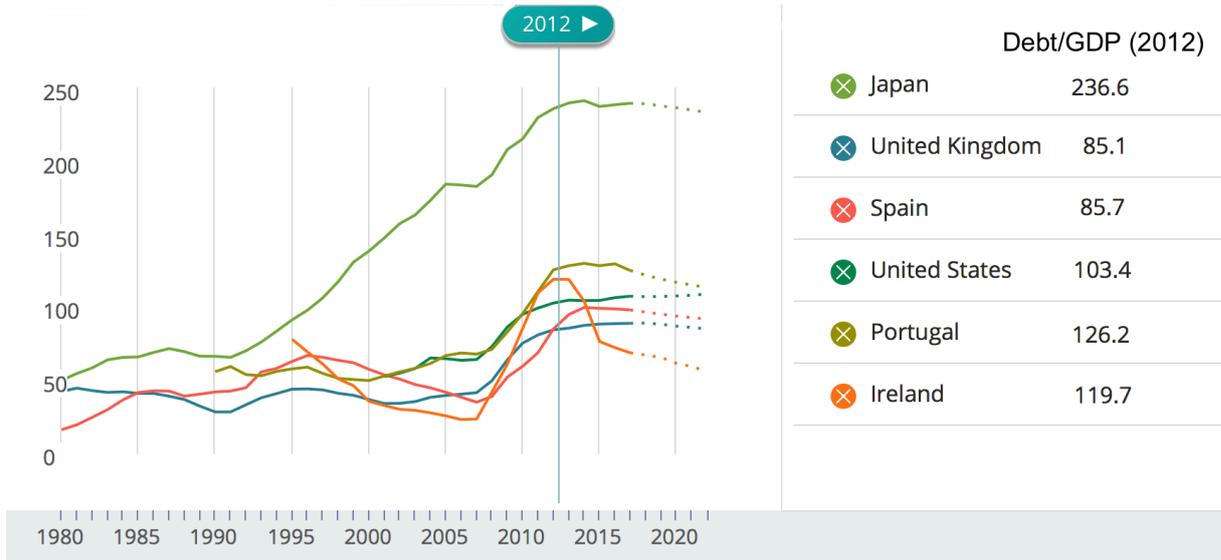
La crisi dei debiti sovrani ha quindi messo in luce gli svantaggi della mancanza di un istituto a garanzia del debito di ciascuno stato. Gli Stati che non posseggono una propria moneta e una propria banca centrale sono soggetti a rischi di blocchi di liquidità che quelli come il Giappone o la Gran Bretagna non corrono. È questo il motivo per cui molti Paesi membri dell'eurozona hanno visto i loro spread aumentare più di quelli dei Paesi sopracitati, nonostante questi ultimi avessero un debito maggiore. Un confronto tra rapporto debito/PIL e spread di alcuni dei PIIGS<sup>14</sup> con quelli di altri Paesi extra Ue con un debito elevato è rappresentato rispettivamente nelle figure 6 e 7.

---

<sup>13</sup> In particolare dall'art. 123 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea che vieta alla BCE l'acquisto di titoli del debito degli Stati membri e dall'art 127 che attribuisce alla BCE la funzione principale della stabilità dei prezzi.

<sup>14</sup> L'acronimo PIIGS indica i Paesi europei in difficoltà finanziarie: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna

Figura 6: Rapporto debito/PIL dei Paesi elencati in legenda

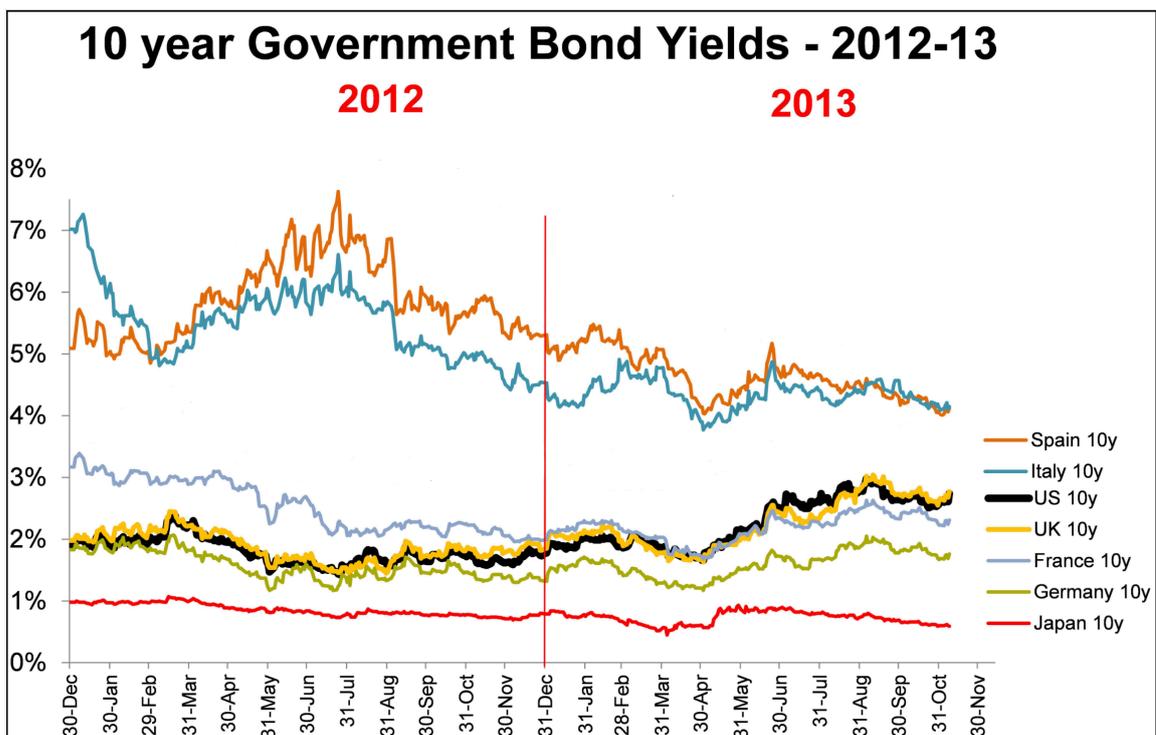


Fonte: Fondo Monetario Internazionale

[www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG\\_NGDP@WEO](http://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO)

Prendendo come riferimento la Spagna (il Paese con il minor debito tra i PIIGS nel 2012) si nota che, a fronte di un debito inferiore a quello di USA e Giappone, paga dei tassi di interesse sostanzialmente superiori a quelli degli altri Paesi menzionati.

Figura 7: Tasso di interesse sui bond decennali dei Paesi elencati in legenda



Fonte: Nostre elaborazioni da grafico Philo Capital Advisers

[www.cuffelinks.com.au/australia-joins-piigs/](http://www.cuffelinks.com.au/australia-joins-piigs/)

Il tasso di interesse non dipende quindi dallo stock di debito accumulato ma dal rischio di default percepito dai mercati, e la valuta in cui è denominato il debito è un elemento determinante nella valutazione di questo rischio. La differenza è dovuta al fatto che, qualora si verificassero crisi di liquidità, i Paesi come Giappone o Usa possono contare sull'intervento di emergenza della propria banca centrale, mentre quelli dell'eurozona no (stando alle norme attuali).

I Paesi dell'eurozona sono inoltre soggetti agli attacchi speculativi dei cosiddetti *bond vigilantes*, in una dinamica che può essere espressa come segue: se questi investitori perdono fiducia nelle politiche economiche di un Paese, iniziano a vendere in massa i suoi bond; in questo modo il prezzo dei titoli si riduce e il tasso di interesse aumenta. E poiché ciò grava sulle finanze pubbliche compromettendo l'efficacia delle politiche fiscali è molto probabile che queste aspettative siano autorealizzanti: l'aspettativa di aumenti di deficit e la conseguente vendita consistente di titoli determina aumenti del tasso di interesse che causano proprio l'aumento del disavanzo atteso. Principalmente per questi motivi gli Stati europei devono osservare il vincolo di bilancio con maggior rigore.

Una soluzione per l'Europa ai problemi appena visti risiede, secondo alcuni economisti, nell'introduzione di un unico strumento di debito comune a tutti i Paesi dell'eurozona, attraverso gli *eurobonds*. In questo modo il debito sarebbe emesso a livello accentrato e sarebbe garantito da tutti gli Stati. I vantaggi consisterebbero nell'eliminazione degli spread e nella riduzione del rischio di insolvenza dei Paesi, che non sarebbero costretti a finanziare i loro debiti a tassi elevati. Tuttavia l'accentramento del debito richiede un simmetrico accentramento delle decisioni di politica fiscale, e per ora i Paesi non sono intenzionati a cedere questa sovranità. Inoltre gli Stati con i conti pubblici più in ordine non sono disposti ad accollarsi il rischio sui debiti dei Paesi con le finanze pubbliche più dissestate. Una soluzione di questo tipo solleva molte questioni, inoltre, perché possa essere adottata sono necessarie importanti modifiche ai trattati. Al momento sembra quindi alquanto irrealistica, ma può darsi che in futuro questo ulteriore passo verso l'integrazione economica e politica dell'Unione europea possa non essere visto con altrettanta ostilità.

## CAPITOLO III

### POLITICHE ECONOMICHE ADOTTATE DALL'UE E DALL'ITALIA NELLE CRISI ECONOMICHE

#### 3.1 Politiche economiche durante le crisi: il caso Italia pre Unione economica e monetaria dell'Unione europea

Per analizzare le politiche economiche adottate dall'Italia durante le crisi petrolifere degli anni '70 è necessaria un'introduzione del contesto macroeconomico di quegli anni.

Dalla conclusione della II Guerra mondiale l'economia ha visto il periodo più lungo di crescita della storia moderna. In questo periodo si ha un dominio delle teorie keynesiane con la conseguente adozione della politica fiscale come strumento attivo di politica economica per la stabilizzazione del ciclo economico. Il predominio della teoria keynesiana si esaurisce con la crisi degli anni '70 il cui contesto macroeconomico porta alla nascita e all'affermazione della teoria monetaria. Il miracolo economico che si era verificato fino a quegli anni aveva portato ad un abbassamento significativo del tasso di disoccupazione, creando un contesto nel quale la domanda è costantemente superiore all'offerta. Di conseguenza l'adozione di politiche a sostegno della domanda non avrebbe fatto altro che creare inflazione, poiché l'offerta non era in grado di soddisfare l'intera domanda.

In Italia la bassa disoccupazione di quegli anni causa un ulteriore effetto: i sindacati approfittano del loro potere contrattuale per strappare significativi aumenti salariali che determinano una perdita di competitività delle imprese italiane, in quegli anni infatti l'aumento dei salari fu maggiore dell'aumento dei profitti di queste ultime. In quel periodo venne intensificato il meccanismo della cosiddetta scala mobile, sistema che prevede l'automatico aumento dei salari nominali all'inflazione. Ciò sarà un elemento fondamentale dell'economia italiana che, di fatto, contribuì a determinare un contesto di inflazione costante per tutti gli anni '70 e '80.

Negli anni '70 la situazione è opposta a quella della Grande depressione: non si ha un problema di contrazione della domanda bensì un problema di eccesso di domanda che determina una crisi di sovrapproduzione, giacché gli acquisti di massa dei decenni precedenti avevano causato una saturazione dei bisogni soddisfatti dalla maggior parte dei beni. Ciò porta ad una contrazione dei consumi che, nella prima metà degli anni '70, causa una recessione. Questi fattori caratterizzanti il contesto economico di quegli anni determinano una marginalizzazione della teoria keynesiana ed un riemergere dei principi di *laissez-faire*.

Un altro aspetto fondamentale del contesto economico italiano di quegli anni è dato dal rapporto tra politica monetaria e politica fiscale. Come accennato nei capitoli precedenti, in Italia vige un *regime monetarista* che si sostanzia nell'obbligo di acquisto da parte della Banca d'Italia dei titoli di Stato rimasti invenduti. Di fatto la Banca d'Italia è obbligata a monetizzare il debito che il Tesoro non riesce a collocare sul mercato. Quest'aspetto, da un lato contribuisce ad aggravare il fenomeno dell'inflazione di quegli anni, mentre dall'altro garantisce al Tesoro un costo del debito contenuto. Tuttavia questo regime indurrà quest'ultimo ad adottare comportamenti opportunistici, soprattutto verso la fine di quel decennio quando le scelte di politica fiscale saranno irresponsabili.

Gli anni '70 vedono altresì un forte sviluppo del *Welfare State*, che determina un aumento della spesa da parte del Governo nei settori della sanità, dell'assistenza, della previdenza e dell'istruzione.

Il fattore determinante la crisi di quegli anni è il forte aumento del prezzo del greggio avvenuto come conseguenza del cartello dell'OPEC e della guerra dello Yom Kippur<sup>15</sup>. In tutti i Paesi industrializzati, fortemente dipendenti dal petrolio per i loro sistemi energetici e industriali, la prima crisi petrolifera scoppiò nel 1973-'74. In Italia l'iniziale esplosione dell'inflazione viene fortemente alimentata dai meccanismi descritti in precedenza causando un'inflazione costante e a due cifre per più di un decennio. Per la prima volta nella storia si ha un contesto caratterizzato congiuntamente da recessione e inflazione, il quale venne battezzato con il termine *stagflazione*.

L'Italia risponde con politiche fiscali restrittive volte soprattutto a limitare gli utilizzi energetici e dei carburanti, ad esempio viene vietato l'uso delle automobili la domenica, viene ridotto l'orario dei negozi ecc. Mentre la politica monetaria viene mantenuta espansiva al fine di contrastare la recessione. Durante gli anni '70 l'obiettivo primario della politica economica è ancora quello di assicurare la piena occupazione, infatti, nonostante la recessione di quegli anni, la disoccupazione aumenta un poco, ma rimane a livelli ancora piuttosto bassi (figura 8).

---

<sup>15</sup> A seguito della quale i Paesi produttori del petrolio impongono un deciso aumento del prezzo ai Paesi occidentali, rei di aver appoggiato Israele nel conflitto.

Figura 8: Tasso di disoccupazione in Italia, anni 1960-2017



Fonte: Elaborazione Goofynomics su dati OCSE (per gli anni 1960-1990)  
[www.goofynomics.blogspot.it/2013/07/58-anni-di-disoccupazione-in-italia.html](http://www.goofynomics.blogspot.it/2013/07/58-anni-di-disoccupazione-in-italia.html)

In realtà la Banca d'Italia, oltre all'obbligo di acquisto dei titoli di stato, avrebbe l'impegno di assicurare la stabilità del cambio con le altre valute europee. L'Italia aveva infatti aderito nel 1972 al cosiddetto "serpente monetario europeo", il quale prevedeva dei limiti di oscillazione delle valute europee ( $\pm 1,125\%$ ). Tuttavia la stretta monetaria che avrebbe dovuto attuare la Banca d'Italia per rispettare l'equilibrio valutario si sarebbe rivelata eccessivamente costosa in termini di occupazione (considerando il *trade-off* tra inflazione e disoccupazione della curva di Philips). Pertanto durante la crisi la priorità degli obiettivi di policy fu il sostegno all'occupazione. È questa la differenza rispetto alla recente crisi: il mix di politica economica è stato indirizzato verso quest'obiettivo, cosa che nella Grande recessione non è avvenuta, poiché alla politica fiscale è stato imposto l'obiettivo di consolidamento delle finanze pubbliche, nonostante esso abbia effetto recessivo come visto nel capitolo precedente. Inoltre la politica monetaria è intervenuta immediatamente con politiche espansive (tra l'altro non poteva essere altrimenti all'epoca, a causa del *regime monetarista*). Nella crisi attuale invece la BCE non ha potuto intervenire immediatamente a causa dei vincoli dei Trattati, come si vedrà nei prossimi paragrafi.

Negli anni seguenti, il persistere di un'elevata inflazione, alimentata dai suddetti paradigmi dell'economia italiana, oltre che dall'internalizzazione nelle aspettative degli individui di continui aumenti di prezzi, fece cambiare obiettivi ai *policy makers*: alla fine del decennio, con lo scoppio della seconda crisi petrolifera del 1979, l'obiettivo principale di politica economica divenne la lotta all'inflazione. I livelli raggiunti dall'inflazione in quegli anni sono rappresentati in tabella 1.

Tabella 1: Evoluzione dell'inflazione in Italia dal 1946 al 2011

<b>1940</b>	<b>1941</b>	<b>1942</b>	<b>1943</b>	<b>1944</b>	<b>1945</b>	<b>1946</b>	<b>1947</b>	<b>1948</b>	<b>1949</b>
19,0	16,0	15,2	67,9	344,6	97,0	18,0	62,1	5,9	1,2
<b>1950</b>	<b>1951</b>	<b>1952</b>	<b>1953</b>	<b>1954</b>	<b>1955</b>	<b>1956</b>	<b>1957</b>	<b>1958</b>	<b>1959</b>
-1,1	9,3	4,3	2,0	3,0	2,9	4,7	1,8	4,4	0,0
<b>1960</b>	<b>1961</b>	<b>1962</b>	<b>1963</b>	<b>1964</b>	<b>1965</b>	<b>1966</b>	<b>1967</b>	<b>1968</b>	<b>1969</b>
2,5	3,3	4,8	7,6	5,7	4,7	2,3	3,7	1,4	2,7
<b>1970</b>	<b>1971</b>	<b>1972</b>	<b>1973</b>	<b>1974</b>	<b>1975</b>	<b>1976</b>	<b>1977</b>	<b>1978</b>	<b>1979</b>
4,9	4,8	5,7	10,8	19,1	17,0	16,8	17,0	12,1	14,8
<b>1980</b>	<b>1981</b>	<b>1982</b>	<b>1983</b>	<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
21,2	17,8	16,5	14,7	10,8	9,2	5,9	4,7	5,0	6,6
<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
6,1	6,4	5,4	4,2	3,9	5,4	3,9	1,7	1,8	1,6
<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
2,6	2,7	2,4	2,5	2,0	1,7	2,0	1,7	3,2	0,7
<b>2010</b>	<b>2011</b>								
1,6	2,7								

Fonte: Di Pace (2013)

Si può evincere l'elevato livello di inflazione che, dalla crisi del 1973 si protrae fino a metà degli anni '80. Nel 1981 si decise così di fare un passo decisivo per la lotta all'inflazione: attraverso il cosiddetto "divorzio tra Tesoro e Banca d'Italia" si abbandona il *regime monetarista* liberando quest'ultima dall'obbligo di acquisto dei titoli del debito non collocati sui mercati. Venendo meno la monetizzazione del debito si riesce a limitare il fenomeno inflattivo, però si ha un aumento sostanzioso della spesa per interessi. Negli anni '70 la forte inflazione ed i bassi tassi di interesse hanno permesso al debito pubblico di stabilizzarsi tra il 50 e il 65% del PIL, nonostante le politiche fiscali volte alla stabilizzazione del ciclo economico. Dal 1981 invece, il maggior costo del debito e le politiche fiscali irresponsabili portano il debito a raggiungere il picco del 120,9% del PIL nel 1995 (figura 10).

Tabella 2: Evoluzione del rapporto debito/PIL in Italia dal 1946 al 2011

1946	32	1957	31	1968	33	1979	65	1990	95,2	2001	108,3
1947	24	1958	31	1969	33	1980	56,1	1991	98,1	2002	105,4
1948	28	1959	33	1970	34	1981	58,5	1992	105,0	2003	104,1
1949	30	1960	31	1971	40	1982	63,1	1993	115,1	2004	103,7
1950	31	1961	29	1972	43	1983	69,4	1994	121,2	2005	105,7
1951	27	1962	29	1973	45	1984	74,9	1995	120,9	2006	106,3
1952	29	1963	28	1974	47	1985	80,9	1996	120,2	2007	103,3
1953	29	1964	27	1975	55	1986	85,1	1997	117,5	2008	106,1
1954	32	1965	30	1976	54	1987	89,1	1998	114,3	2009	116,4
1955	32	1966	31	1977	58	1988	90,8	1999	113,1	2010	119,2
1956	31	1967	31	1978	65	1989	93,3	2000	108,6	2011	120,7

Fonte: Di Pace (2013)

La sconsideratezza delle politiche economiche degli anni '80 pesa tuttora sull'economia italiana, tant'è che il contagio dalla crisi greca è avvenuto a causa dell'onere del debito pubblico che l'Italia si portava dietro da quegli anni.

Potrebbe sembrare un paradosso il fatto che il debito inizi ad aumentare proprio quando i *policy makers* cambiano il loro obiettivo principale di politica economica abbandonando di fatto il paradigma delle politiche di stabilizzazione e di sostegno all'occupazione per focalizzarsi sulla risoluzione di altre problematiche, quali l'inflazione negli anni '80 e il debito pubblico dal '95. In realtà non si tratta di un paradosso, come si è visto nel capitolo I quando si è parlato di sostenibilità del debito e si è sottolineata l'importanza della crescita economica. Si può quindi ritenere che una delle prerogative dell'operatore pubblico dovrebbe essere il supporto della crescita economica, anche per mezzo di interventi a sostegno dell'occupazione, soprattutto nelle fasi avverse del ciclo economico. Purtroppo, come si vedrà più avanti, le politiche adottate dall'Italia in risposta alla recente crisi sono state opposte a quelle adottate allora e gli effetti recessivi non sono mancati.

### **3.2 Politiche monetarie e vincoli di bilancio dell'Unione europea nel corso della recente crisi economica**

Con il crack finanziario del 2008 e con la successiva crisi dei debiti sovrani è emersa l'incompletezza dell'assetto di *governance* dell'Unione europea. Innanzitutto, all'introduzione della moneta unica non ha seguito l'introduzione di una politica economica altrettanto uniforme tra i diversi Paesi. I criteri di coordinamento inizialmente previsti si

limitavano a stabilire alcuni parametri di stabilità dei bilanci pubblici (i famosi parametri di Maastricht) che i Paesi dell'eurozona avrebbero dovuto rispettare, ovvero:

- Rapporto deficit/PIL non superiore al 3%;
- Rapporto debito/PIL non superiore al 60% (o convergenza alla soglia).

Nel corso della crisi emerse l'insufficienza di un assetto fondato esclusivamente su tali criteri, cosicché l'UE apportò numerose modifiche al proprio funzionamento introducendo strumenti di garanzia per soccorrere i Paesi in crisi e strumenti per intensificare il coordinamento delle politiche economiche fra i diversi Stati e per rafforzare la sorveglianza del rispetto dei parametri di bilancio.

Il primo intervento in questo senso avviene nel 2011 attraverso l'introduzione del cosiddetto "semestre europeo", con l'obiettivo di rafforzare il coordinamento e la sorveglianza delle politiche economiche ex ante, attraverso il monitoraggio, la prevenzione e la correzione degli eventuali elementi problematici riscontrati. Inizialmente il Consiglio europeo elabora le linee guida da rispettare sulle politiche di bilancio; successivamente ciascuno Stato, tenendo conto delle indicazioni delle istituzioni europee, presenta il proprio piano di politiche di bilancio alla Commissione europea, la quale elabora infine le raccomandazioni più idonee per ciascun Paese. In questo modo si garantisce una maggiore armonizzazione delle politiche economiche all'interno dell'UE.

Il Patto di stabilità e crescita (PSC) viene riformato nel 2011 e nel 2013 attraverso l'introduzione di atti legislativi e regolamenti comunitari contenuti in due pacchetti chiamati rispettivamente *Six pack* e *Two pack*.

La direttiva ed i cinque regolamenti contenuti nel *Six pack* hanno l'obiettivo di: stabilizzare e armonizzare le politiche fiscali (in un'ottica di lungo termine); inserire meccanismi di trasparenza nella formulazione delle politiche di bilancio; rendere più severa l'applicazione di sanzioni per i Paesi che non rispettano i vincoli di bilancio (fino ad allora mai applicate); obbligare i Paesi a convergere alle regole sul pareggio di bilancio, attraverso una riduzione del deficit dello 0,5% l'anno; forzare i Paesi con un debito oltre il 60% del PIL ad adottare un piano di rientro di almeno 1/20 all'anno della parte eccedente la suddetta soglia (vincolo che sarà poi ripreso nel *Fiscal Compact*).

Con il *Two pack* si rafforza la sorveglianza per i Paesi con un elevato debito pubblico e per quelli che usufruiscono dei pacchetti di assistenza finanziaria, adottando un approccio preventivo per evitare ex ante il ripetersi di crisi come quella greca. Questi Stati sono obbligati a presentare un bilancio preventivo ad ottobre per l'anno successivo, sul quale la Commissione europea valuterà la compatibilità con gli obiettivi del PSC e fornirà raccomandazioni specifiche per ogni Stato. Gli obiettivi di stabilità finanziaria del *Two pack*

sono stati estesi, con l'*Euro plus pact*, ad altri aspetti più strutturali quali: occupazione, competitività, sostenibilità finanziaria di lungo termine; con l'obiettivo di coordinare le politiche economiche dei Paesi anche sotto questi profili.

Un'ulteriore modifica al PSC entra in vigore nel 2013 (i cui vincoli sono però applicati dal 2015) con il Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance dell'Unione economica e monetaria, detto *Fiscal Compact*, all'insegna di un rispetto più stringente dei vincoli di bilancio.

In particolare il rafforzamento dei vincoli prevede: un deficit strutturale<sup>16</sup> non superiore al 0,5% del PIL (mentre per i Paesi con un debito inferiore al 60% la soglia è dell'1%), un rapporto deficit/PIL inferiore al 3%, il rientro del debito ad un ritmo medio di 1/20 all'anno per la parte eccedente la soglia del 60% del PIL. Il principio del pareggio di bilancio deve inoltre essere introdotto negli ordinamenti giuridici nazionali. L'Italia ha provveduto tramite la modifica dell'art. 81 della Costituzione.

Per la verifica del rispetto del vincolo relativo al rientro del debito, si considerano tre metodologie di calcolo: 1) il *backward looking*, la riduzione di 1/20 si compara con la media dei tre anni precedenti al 2015; 2) il *backward looking corretto per il ciclo*, analogo al punto precedente ma tenendo conto dell'output gap (calcolando quindi il PIL corretto per il ciclo); 3) il *forward looking*, la riduzione avviene nei due anni successivi il 2015, calcolando il tasso medio di 1/20 in base ai valori dei tre anni precedenti al 2017. Le procedure di sanzione si aprono solo se un Paese non rispetta nemmeno una delle tre modalità di calcolo. Se ciò avviene si ha innanzitutto una fase, detta "braccio preventivo", costituita da avvertimenti, raccomandazioni correttive, piani di rientro nonché dal versamento di importi fino allo 0,2% del PIL a titolo di ammenda, che saranno in seguito restituiti se il Consiglio europeo valuta un miglioramento della politica fiscale del Paese. Infine, qualora quest'ultimo caso non si verifichi, è prevista una sanzione di ammontare massimo dello 0,1% del PIL. In ogni caso, attraverso la calendarizzazione del semestre europeo sono automaticamente previste fasi di monitoraggio e di prevenzione degli squilibri macroeconomici svolti prevalentemente dalla Commissione europea.

Oltre a meccanismi di integrazione delle politiche fiscali e di stabilizzazione dei conti pubblici l'UE ha introdotto strumenti per l'assistenza finanziaria dei Paesi in difficoltà, i cosiddetti fondi "salva-stati". Nel 2010, per far fronte alla crisi di liquidità della Grecia, furono costituiti i primi due: l'*European Financial Stabilization Mechanism* (EFSM) e

---

<sup>16</sup> Inteso come disavanzo corretto per la congiuntura del ciclo economico. Viene misurato considerando la differenza, chiamata *output gap*, tra la "produzione potenziale" (quella che si sarebbe verificata in condizioni normali del ciclo economico) e la produzione reale.

l'*European Financial Stability Facility* (EFSF). Gli aiuti ai Paesi in difficoltà avvengono attraverso prestiti, a causa della clausola *no bail-out* prevista dall'articolo 125 del TFUE che vieta trasferimenti finanziari fra Stati. I titoli emessi dall'EFSM sono garantiti dal Bilancio dell'Unione europea, ma a causa della sua dimensione piuttosto limitata (60 miliardi) questo fondo venne prontamente integrato all'EFSF. Le risorse finanziarie di quest'ultimo sono invece raccolte attraverso l'emissione di bond garantiti dagli Stati membri in proporzione alla loro quota di partecipazione al fondo. Gli impegni di garanzia degli Stati ammontano a 440 miliardi di euro, ai quali si integrano i 60 messi a disposizione dalla Commissione europea con l'EFSM oltreché altri 250 garantiti dal FMI. Il fondo è stato attivato per la prima volta per sostenere la Grecia attraverso un prestito di 110 miliardi di euro, successivamente ne hanno fatto ricorso anche l'Irlanda (2010) e il Portogallo (2011) rispettivamente per 85 e 78 miliardi.

L'ESFS e l'ESFM nel 2013 vengono sostituiti dall'ESM (*European Stability Mechanism*), uno strumento permanente di aiuti finanziari, amministrato da un consiglio composto dai Ministri delle finanze dei Paesi membri. Nell'ESM gli Stati provvedono a veri e propri versamenti di capitale. L'ammontare complessivo del capitale sottoscritto è di 700 miliardi, tuttavia quello attualmente versato ammonta a soli 80 miliardi e i versamenti sono avvenuti per mezzo di emissione di titoli da parte degli Stati in proporzione alla loro quota di capitale. Per questo motivo l'ESM ha ricevuto alcune critiche circa il suo assetto finanziario, le quali sottolineano come le diverse affidabilità degli Stati membri possano comprometterne l'intera struttura.

Per quel che riguarda i finanziamenti concessi dall'ESM sono riconosciuti più strumenti rispetto ai precedenti fondi; essi possono consistere, oltreché nella concessione di prestiti, nell'acquisto di titoli di Stato sia nel mercato primario sia in quello secondario, nonché in operazioni di ricapitalizzazione di istituti finanziari (come avvenuto per le banche spagnole).

Tuttavia, il ruolo fondamentale nel placare la crisi è stato esercitato dalla BCE che, per far fronte alla situazione di emergenza, ha abbandonato il ruolo di mero garante della stabilità dei prezzi per tornare attivamente a svolgere funzioni di politica monetaria più ampie. I suoi interventi hanno fatto tornare gli spread a livelli tollerabili ripristinando la sostenibilità delle politiche fiscali e sventando una possibile crisi dell'intera Eurozona.

Abbiamo visto nel capitolo II l'inefficacia delle politiche monetarie tradizionali durante la recente recessione, dunque, con gli interessi ai minimi storici e con il sopravvenire della trappola della liquidità, la BCE fu costretta ad adottare strumenti di politica monetaria alternativi. Inoltre con la crisi dei debiti sovrani apparve lampante la necessità di un "aggiramento" dei Trattati da parte della BCE, per potere intervenire a sostegno dei Paesi.

Il primo strumento non convenzionale fu il *Securities Markets Programme* (SMP) e venne introdotto nel 2010, esso prevedeva l'acquisto di titoli di stato sul mercato secondario dei Paesi in difficoltà finanziarie (nel 2011 viene esteso anche a Italia e Spagna). Agli acquisti seguivano poi operazioni di sterilizzazione: ovvero di assorbimento di un'equivalente ammontare di liquidità, in modo da non espandere la base monetaria.

Successivamente si introdussero misure volte a garantire la liquidità al sistema bancario. Nel 2011 le *Long-Term Refinancing Operations* (LTROs): aste di liquidità a cui partecipano le banche ottenendo prestiti triennali a tassi agevolati dalla BCE e fornendo come garanzia titoli degli Stati europei. Tra dicembre 2011 e febbraio 2012 furono prestati oltre 1000 miliardi alle banche europee, l'obiettivo era incentivare gli istituti finanziari a espandere il credito, anche acquistando i titoli di Stato e normalizzandone quindi i tassi, tuttavia ciò non bastò per contrastare il *credit crunch*.

Sicché nel 2014 si adottarono le *Targeted Long-Term Refinancing Operations* (TLTROs), aste mediante le quali si erogano prestiti alle banche destinati a finanziare le imprese e le famiglie. Infatti con le operazioni TLTROs i tassi del finanziamento della BCE alle banche che concedono prestiti per investimenti nell'economia reale sono pari a zero nelle tranche del 2014, mentre in quelle del 2016 possono scendere addirittura al  $-0,40\%$ . Tuttavia le aspettative negative di famiglie e imprese, in una fase recessiva, prevalgono sui bassi tassi di interesse pertanto nemmeno questo strumento è stato in grado di riportare l'inflazione al target<sup>17</sup>.

La svolta avvenne nel luglio 2012 Mario Draghi annunciò che la BCE era pronta ad acquistare, senza nessun limite indicato ex ante, i titoli di Stato dei Paesi in difficoltà sul mercato secondario, attraverso le *Outright Monetary Transactions* (OMT), operazioni che decretano il termine dell'SMP poiché assolvono la stessa funzione. La differenza risiede nel fatto che le OMT sono concesse solo ai Paesi che hanno previamente richiesto di usufruire di uno dei fondi "salva-stati". Probabilmente per questo motivo le OMT non sono mai state utilizzate, tuttavia la loro introduzione, assieme al deciso intervento di Draghi alla *Global Investment Conference* di Londra<sup>18</sup>, ha contribuito a rassicurare i mercati.

A settembre del 2014 la BCE lanciò l'*Asset Purchase Programme* (APP) un programma di acquisto diretto di asset (tra i quali titoli pubblici e privati) che sarà poi ampliato nel marzo del 2015 quando la BCE ufficializza l'acquisto di titoli ad un ritmo di 60 miliardi di euro al mese. È l'avvio del famoso *Quantitative Easing* (QE). Il Consiglio della BCE stabilisce

---

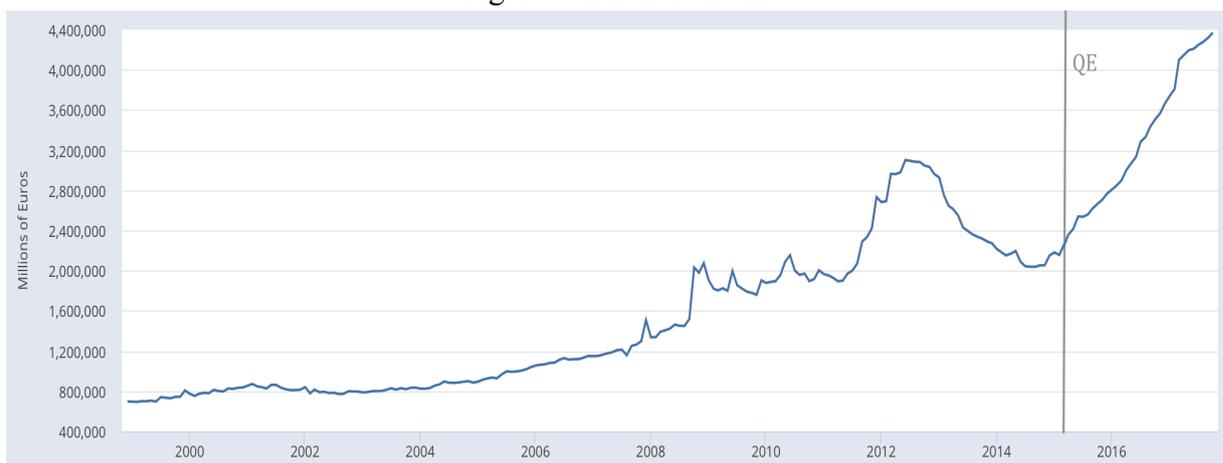
<sup>17</sup> Si sottolinea che tutte le operazioni non convenzionali della BCE hanno sempre l'obiettivo di *inflation targeting*, come previsto dai Trattati.

<sup>18</sup> Nella quale il Presidente della BCE pronunciò la famosa frase "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough."

inizialmente che il programma sarebbe durato fino a settembre 2016, tuttavia a fronte di un'inflazione permanente a livelli troppo bassi, il programma viene esteso fino a marzo 2017 ed il ritmo di acquisto innalzato a 80 miliardi mensili. Il programma viene poi ulteriormente modificato: nel 2016 viene prolungato fino a dicembre 2017 riportando il ritmo di acquisto a 60 miliardi da aprile 2017, infine ad ottobre 2017 la BCE dichiara che continuerà l'acquisto almeno fino a settembre 2018 portando il ritmo a 30 miliardi al mese da gennaio 2018.

La figura 9 Mostra come il bilancio della BCE riflette le politiche di espansione monetaria adottate in questi ultimi anni.

Figura 9: Bilancio BCE



Fonte: *Elaborazione Federal Reserve Economic Data su dati BCE*  
[www.fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETS](http://www.fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETS)

La riduzione del 2013 non rappresenta un'intenzionale manovra restrittiva della BCE, bensì è determinata da una contrazione dei prestiti da parte delle banche commerciali, in ogni caso tale riduzione è stata compensata con l'introduzione del QE, continuando l'espansione monetaria. Espansione che, anche se in ritardo, si rivelò provvidenziale per salvare l'intera eurozona dalle pressioni dei mercati. La crisi ha reso palese come il mandato della BCE volto unicamente alla stabilità dei prezzi non sia idoneo ad evitare ipotesi di default dei Paesi.

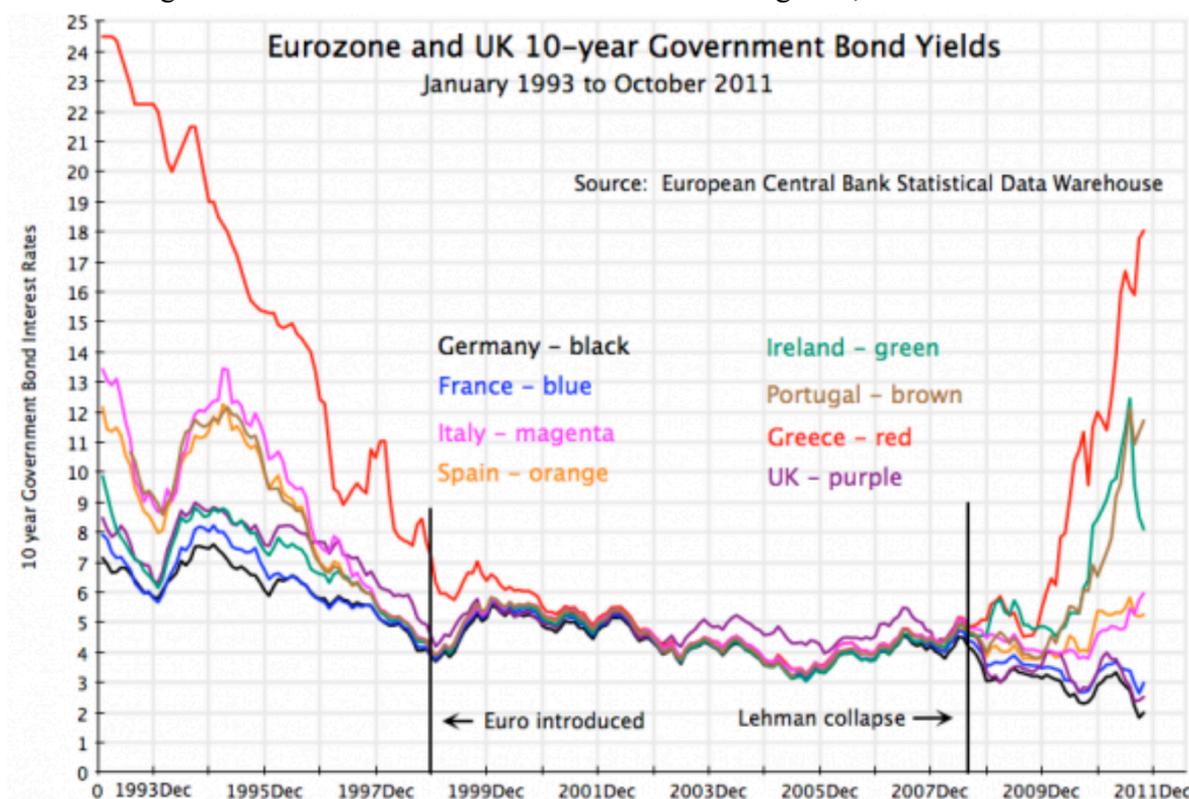
### 3.3 Effetti delle politiche monetarie e fiscali dell'UE sui Paesi periferici

Con il crack finanziario del 2008 fu necessario l'intervento degli Stati per salvare molti istituti di credito che risultavano pieni di titoli tossici, ormai privi di valore. Il salvataggio causò un forte aumento della spesa pubblica, di fatto quei titoli tossici furono sostituiti con i finanziamenti ottenuti dai Governi attraverso l'emissione dei titoli del debito pubblico. Inizialmente il salvataggio avvenne con successo, tant'è che nessuna

istituzione europea fallì, ma il problema emerse successivamente, quando la recessione fece venire alla luce gli squilibri delle finanze pubbliche dei Paesi dell'Europa meridionale, mostrando anche l'inadeguatezza della *governance* europea. Infatti, prima della crisi, l'integrazione delle politiche economiche dei Paesi membri si basava esclusivamente sul rispetto dei parametri di Maastricht. Si riteneva che il rispetto dei vincoli di bilancio fosse sufficiente per stabilizzare l'intera macro-area.

Tuttavia questi criteri si sono rivelati un mezzo di coordinamento insufficiente delle politiche economiche. Anche perché, negli anni pre-crisi, la loro inosservanza da parte di molti Paesi non è mai stata sanzionata, di conseguenza la credibilità dell'intero Patto di stabilità e crescita è venuta meno e ciò ha favorito comportamenti di *moral hazard*. Infatti, l'introduzione dell'euro ha fatto convergere i tassi di interesse verso quelli della Germania, in questo modo anche i Paesi mediterranei hanno potuto indebitarsi a tassi inferiori e attuare politiche di bilancio con più leggerezza. La figura 10 mostra la convergenza dei tassi avvenuta con l'introduzione dell'Euro e la successiva esplosione dei tassi dei PIIGS in seguito alla crisi finanziaria.

Figura 10: Tassi sui titoli decennali dei Paesi in legenda, anni 1993-2011



Fonte: Elaborazione Worthwhile Canadian Initiative su dati BCE – [www.worthwhile.typepad.com/worthwhile\\_canadian\\_initi/2012/06/what-were-they-thinking.html](http://www.worthwhile.typepad.com/worthwhile_canadian_initi/2012/06/what-were-they-thinking.html)

Questi bassi tassi e la mancata applicazione delle sanzioni spinsero alcuni Paesi a eseguire politiche fiscali senza rispettare i vincoli di bilancio ed accumulando un elevato debito pubblico. L'esempio più eclatante di politiche fiscali opportuniste è quello della Grecia, che ha registrato ingenti disavanzi durante tutti gli anni pre-crisi arrivando persino a falsare i dati di bilancio per occultare l'entità del proprio deficit. Nel 2009, il governo dichiarò che il disavanzo dell'anno, a fronte di previsioni dichiarate di circa il 6%, avrebbe superato il 12% (infatti fu del 15,7%). In realtà tutti i dati di quel decennio furono falsati e a quel punto le certezze di garanzia si esaurirono e i mercati, vedendo concretizzarsi l'ipotesi di crisi di liquidità, iniziarono a chiedere premi al rischio sempre maggiori fino ad arrivare a una situazione in cui la Grecia non era più in grado di collocare i propri titoli sul mercato: è lo scoppio della crisi dei debiti sovrani che contagerà gli altri Paesi deficitari dell'UE. I dati macroeconomici di interesse della Grecia sono esposti in tabella 3:

Tabella 3: Evoluzione del rapporto debito/PIL e deficit/PIL e della crescita reale del PIL in Grecia dal 2004 al 2015

Grecia	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rapporto debito/PIL (%)	99,8	110	107,8	107,3	112,9	129,7
Rapporto deficit/PIL (%)	7,6	5,5	5,7	6,5	9,8	15,7
Crescita PIL reale (%)	4,8	0,8	5,6	3,2	-0,2	-4,3
Grecia	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rapporto debito/PIL (%)	148,3	170,3	156,9	176,2	175,9	170,9
Rapporto deficit/PIL (%)	10,7	9,5	9	13,5	2	1,1
Crescita PIL reale (%)	-5,5	-9,2	-7,3	-3,2	0,4	-0,3

Fonte: *Debito e deficit AMECO, Macroeconomic database of the European Commission*  
[www.ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/gen\\_gov\\_data/documents/2013/autumn2013\\_country\\_en.pdf](http://www.ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/gen_gov_data/documents/2013/autumn2013_country_en.pdf)

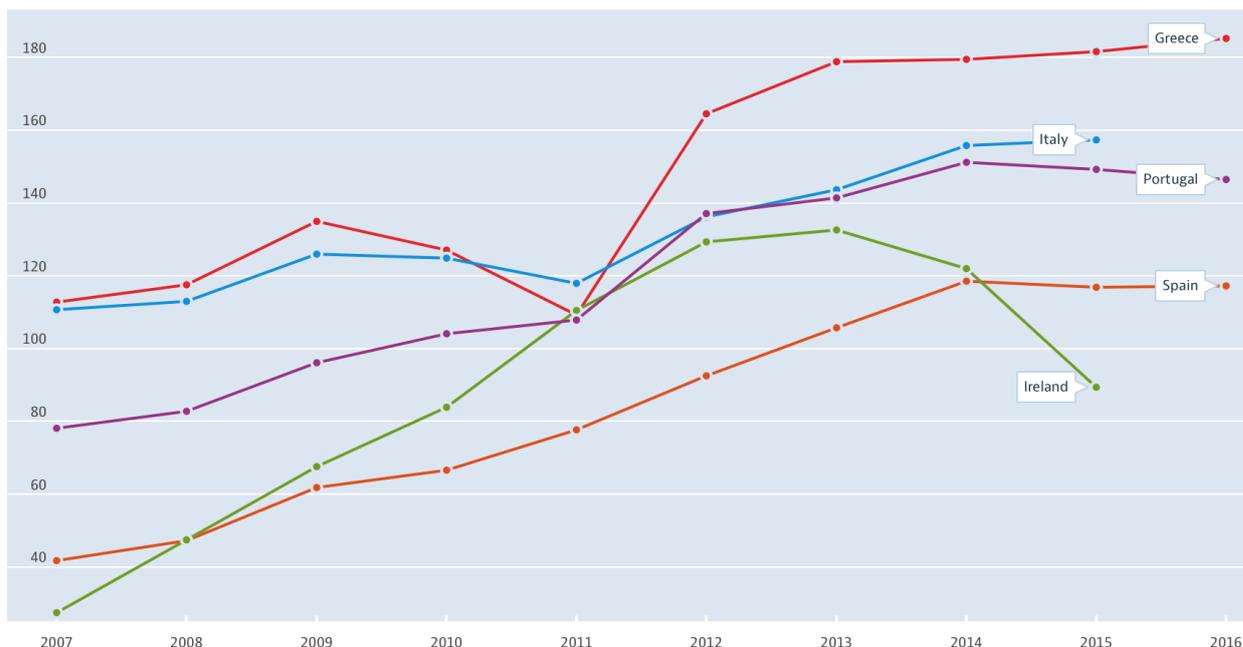
*Crescita PIL: OECD, [www.data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm](http://www.data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm)*

I dati mostrano la gravità della situazione finanziaria della Grecia e i pesanti deficit registrati ogni anno mostrano come la politica fiscale sia stata veramente sregolata.

Se la Grecia aveva perso il controllo delle proprie finanze pubbliche, per gli altri PIIGS le finanze pubbliche non erano così malmesse, ciononostante essi furono violentemente contagiati dalla crisi greca. Le cause del contagio dei PIIGS non furono le stesse per tutti i Paesi.

Spagna, Irlanda e Portogallo non presentavano un debito preoccupante prima della crisi finanziaria, i primi due in particolare, avevano sempre rispettato i parametri di Maastricht negli anni precedenti la crisi, come si nota dalla figura 11.

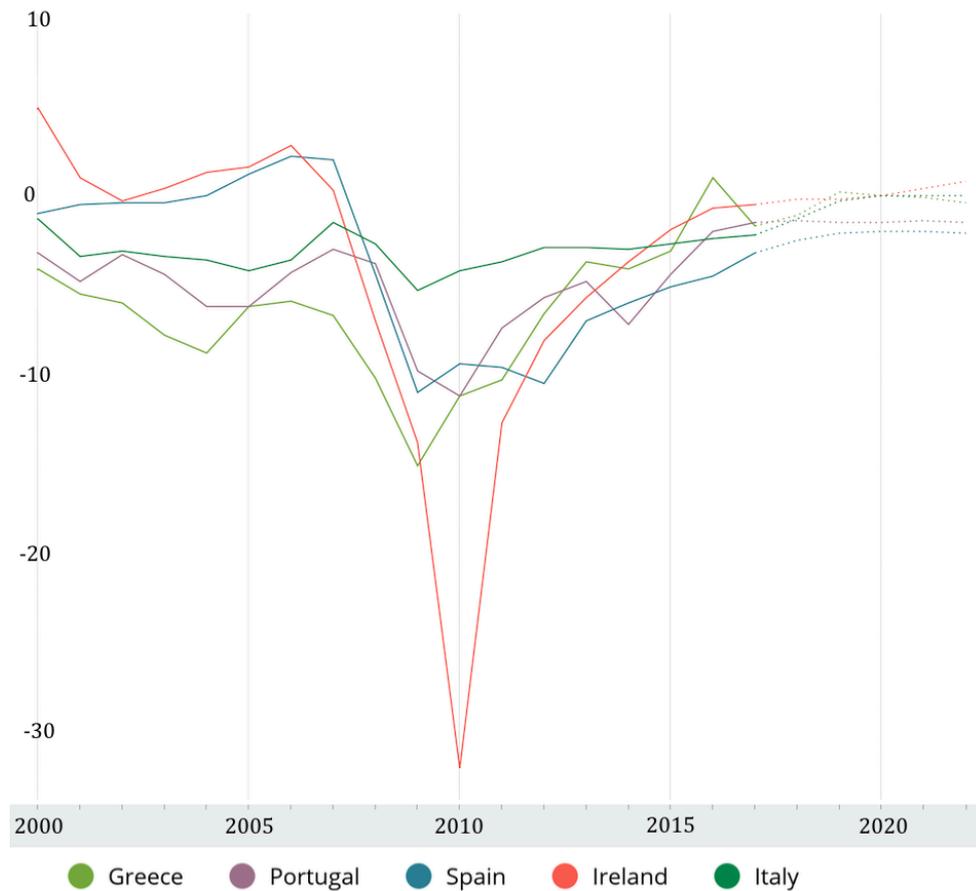
Figura 11: Rapporto Debito/PIL dei PIIGS, 2007, 2016



Fonte: OCSE - <https://data.oecd.org/gga/general-government-debt.htm>

Si notano i livelli del debito inizialmente non preoccupanti per Irlanda e Spagna (soprattutto l'Irlanda allo scoppio della crisi finanziaria ha un debito appena oltre il 40% del PIL). Ciononostante le loro economie vennero compromesse da forti bolle immobiliari (la cui causa può essere in parte attribuibile ai già citati bassi tassi d'interesse pre-crisi dovuti all'introduzione dell'Euro), e la conseguenza fu che il loro debito aumentò vertiginosamente (figura 11) a causa dell'ingente spesa sostenuta per il *bail-out* dei loro istituti finanziari che fece registrare disavanzi estremamente pesanti (figura 12).

Figura 12: Rapporto deficit PIL dei PIIGS



Fonte: FMI - [www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL\\_NGDP@WEO](http://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_NGDP@WEO)

Clamoroso è il caso dell'Irlanda che raggiunse un deficit di oltre il 30% del PIL nel 2010, mentre quelli di Spagna e Portogallo sono intorno al 10%.

Dalle figure precedenti si può invece evincere che l'Italia fu contagiata a causa del suo debito pubblico che si portava dietro dalle politiche fiscali degli anni '80 e '90. Per questo motivo i mercati intravidero un pericolo di default: il debito italiano era il secondo più alto d'Europa già da prima della crisi dei mutui sub-prime.

Dallo scoppio della crisi greca si ha un aumento del rischio percepito per tutti i PIIGS e gli spread iniziano ad aumentare rapidamente. L'aumento del costo del debito, gli stabilizzatori automatici e le spese sostenute per il salvataggio delle banche danno origine a deficit ancora maggiori che fanno aumentare gli spread sempre più, innescando quindi un circolo vizioso.

Le istituzioni europee e i governi rispondono con politiche di austerità volte a riequilibrare le finanze pubbliche in modo da placare i mercati. Tuttavia esse causano forti effetti recessivi che, per mezzo di diminuzioni del PIL, non fanno altro che aumentare il debito. Si è visto nel capitolo II come politiche fiscali restrittive, in periodi di crisi, contribuiscano ad accentuare la dinamica recessiva, è proprio quello che è avvenuto nel biennio 2011-2013 (il culmine della

crisi dei debiti sovrani) quando il debito aumenta in tutti i PIIGS nonostante le decise politiche di austerità<sup>19</sup> proprio a causa di contrazioni della crescita. (tabella 4).

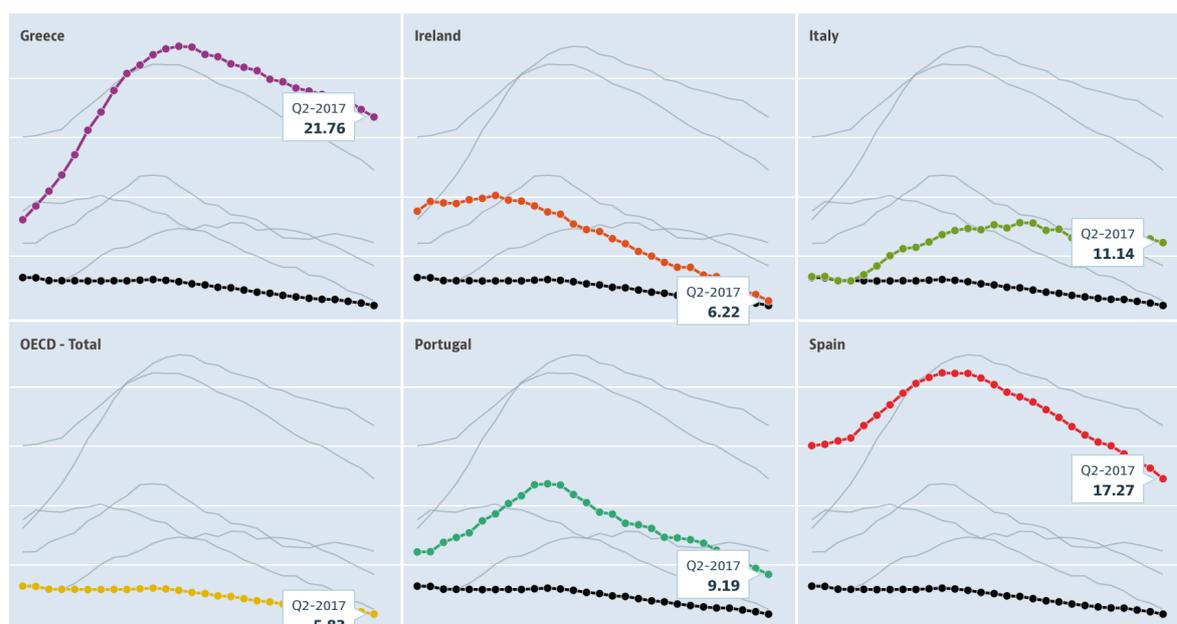
Tabella 4: Crescita del PIL reale (%) dei PIIGS, anni 2009- 2018

Location ▾	▾ 2009	▾ 2010	▾ 2011	▾ 2012	▾ 2013	▾ 2014	▾ 2015	▾ 2016	▾ 2017	▾ 2018
Greece	-4.3	-5.5	-9.2	-7.3	-3.2	0.4	-0.3	-0.1	1.1	2.5
Ireland	-4.6	2.0	-0.1	-1.1	1.1	8.4	26.3	5.2	3.7	2.5
Italy	-5.5	1.6	0.7	-2.9	-1.7	0.2	0.7	1.0	1.0	0.8
Portugal	-3.0	1.9	-1.8	-4.0	-1.1	0.9	1.6	1.4	2.1	1.6
Spain	-3.6	0.0	-1.0	-2.9	-1.7	1.4	3.2	3.2	2.8	2.4

Fonte: OCSE – [www.data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm](http://www.data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm)

Un'altra causa dello spessore della recessione è l'aver sottostimato i moltiplicatori: le politiche restrittive si sono rivelate più costose del previsto, in termini di contrazione della ricchezza; in Blanchard e Leigh (2013) si ammette che le stime del FMI, adottate per i programmi di austerità imposti nei vari *Memorandum of understanding*<sup>20</sup>, hanno sottovalutato i moltiplicatori di almeno un'unità. E ciò ha mantenuto la disoccupazione a livelli di molto superiori a quelli del resto dei Paesi OCSE (figura 13).

Figura 13: Tasso di disoccupazione, confronto PIIGS con media OCSE, 2011-2017



Fonte: OCSE – [www.data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm](http://www.data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm)

<sup>19</sup> In Italia in questo periodo si ha la successione del governo tecnico di Mario Monti che adotta forti politiche restrittive attraverso il cosiddetto decreto “Salva-Italia”. Tuttavia il rigore ebbe forti effetti recessivi e il debito aumenta dal 116,5% al 129% (fonte FMI).

<sup>20</sup> Accordi bilaterali in virtù dei quali sono concessi gli aiuti finanziari dai fondi “salva-stati”. Sono richiesti severissimi programmi di consolidamento fiscale e riforme strutturali.

Come si può notare, la Grecia, persino a più di 7 anni dallo scoppio della crisi fatica ancora a riprendersi, il suo tasso di disoccupazione al 2017 è ancora oltre il 20%.

Nonostante gli aiuti finanziari, l'impossibilità di poter adottare politiche anti-cicliche ha sicuramente reso più sofferta la ripresa della Grecia e di tutti i PIIGS. Anche perché ai già elevati valori dei moltiplicatori (visti nel capitolo II) bisogna aggiungere che l'adozione di politiche di austerità in più paesi contemporaneamente genera una contrazione del PIL ancora maggiore attraverso il canale delle esportazioni. Infatti la diminuzione del reddito conseguente a tali politiche fa diminuire le importazioni di ciascun Paese, con conseguenza che la diminuzione del reddito sarà ancora maggiore dovuta alle minori esportazioni.

Probabilmente, considerando gli aiuti finanziari nonché l'intervento espansivo della BCE, con delle politiche fiscali espansive a sostegno della domanda ora la ripresa avrebbe potuto essere più sostanziosa. Parimenti a quanto avvenne nelle crisi petrolifere i costi in termini di disoccupazione avrebbero potuto essere contenuti con politiche di questo tipo.

La crisi ha quindi palesato l'incapacità della *governance* dell'UE di proteggere i Paesi dagli attacchi speculativi. Alla stipulazione dei trattati per l'introduzione dell'euro non erano state considerate ipotesi di default dei Paesi, pertanto, gli strumenti di stabilizzazione allora considerati si sono rivelati inadeguati. In particolare, come sottolineato nel capitolo II, il ruolo della BCE unicamente di garante della stabilità dei prezzi è risultato inappropriato e ha fatto in modo che i Paesi si trovassero in balia dei *bond vigilantes*.

Nonostante i forti impegni nel risanare le finanze pubbliche ci si rese conto che la sola politica fiscale non poteva fronteggiare i mercati, così nel 2012, attraverso Mario Draghi, la BCE dichiara di fatto un intervento a sostegno dei Paesi membri. In questo modo, dalla pronuncia del famoso "whatever it takes", tornò la stabilità nei mercati finanziari e il costo del debito che stava appesantendo notevolmente i conti pubblici venne abbattuto.

Tuttavia la manovra monetaria espansiva, oltre ad essere avvenuta in ritardo rispetto a USA o Gran Bretagna, non è stata accompagnata da politiche fiscali espansive, in questo modo la ripresa è stata più difficoltosa. Così come riportato in Blanchard e Leigh (2013) i moltiplicatori sono stati sottovalutati, quindi molto probabilmente politiche fiscali più espansive avrebbero rilanciato più velocemente la crescita e soprattutto ridotto la disoccupazione, che in Europa è stata significativamente maggiore rispetto a quella degli altri paesi industrializzati (figura 13). A maggior ragione, il fatto che in questa fase la BCE garantisce un basso costo del debito, il peso di un'espansione fiscale non avrebbero causato nessun rischio di default e nessun aumento degli spread, bensì solo effetti positivi sulla crescita come ci insegna la storia attraverso le crisi degli anni precedenti, specialmente la Grande depressione del '29.

Abbiamo visto quanto l'intervento della BCE sia stato determinante nello sventare il default di molti Stati, sorge quindi spontanea la seguente questione: come reagiranno i mercati quando terminerà il QE? Gli Stati membri dell'Eurozona saranno in grado di finanziarsi a costi sostenibili?

In questo momento l'acquisto di titoli sovrani da parte della BCE e delle banche commerciali<sup>21</sup> garantisce agli Stati membri un basso costo del finanziamento. Ad ottobre 2017 Draghi ha prolungato il QE sino a settembre 2018. A quel punto però, con il venire meno di questa garanzia, potrebbe verificarsi un aumento degli spread con le note conseguenze sulle finanze pubbliche.

Una soluzione potrebbe essere un coordinamento delle politiche economiche tra BCE e Governi che potrebbe assumere la seguente forma: la prima si impegna ad assicurare che non si verifichino default degli Stati, cosicché questi ultimi possano concentrare le loro politiche fiscali sulla stabilizzazione del ciclo economico, almeno finché la disoccupazione non raggiunge i livelli degli altri Paesi OCSE. È questo l'obiettivo principale che dovrebbero porsi i *policy makers*, non il pareggio di bilancio (obiettivo che cesserebbe di essere di primaria importanza nel momento in cui la BCE protegge i Paesi dagli attacchi speculativi). Un tale assunto renderebbe però necessario un ampliamento del mandato della BCE, poiché ad ora, secondo quanto previsto dai Trattati, le spetta solamente la funzione di garante della stabilità dei prezzi. Si reputa essenziale il superamento di questa limitazione e l'attribuzione delle più ampie potestà, normalmente riconosciute all'autorità monetaria, che sono attualmente riconosciute a tutte le banche centrali (FED, Bank of England ecc.) eccetto che alla BCE.

Non modificare il mandato della BCE significa lasciare i Paesi esposti agli attacchi speculativi e costringerli ad adottare continuamente politiche di rigore per contrastarli.

Sicuramente Draghi è a conoscenza che al termine del QE questa questione si porrà. Sarà però necessaria la complicità dei Governi di tutti i Paesi, soprattutto di quelli più "fanatici" dei vincoli di bilancio e della stabilità dei prezzi.

---

<sup>21</sup> Nel 2017 le banche commerciali stanno addirittura acquistando i titoli di Stato a tassi negativi perché, avendo riserve in eccedenza a causa del *credit crunch* sono costrette a pagare alla BCE un tasso negativo dello 0,40% su tali eccedenze, per questo preferiscono ridurre le perdite comprando titoli di stato a tassi negativi (ma pur sempre maggiori).

## CONCLUSIONI

Il presente elaborato si è posto l'obiettivo di analizzare le politiche economiche con cui si è risposto alla crisi, in particolare nell'ambito dell'Unione europea. Altresì è stata posta particolare attenzione a come un elevato debito pubblico possa condizionare le decisioni di politica economica.

In prima istanza è stato adottato un approccio più teorico, trattando i contributi della dottrina economica sui temi di bilancio pubblico e di debito pubblico. Sono state prese in esame le visioni opposte delle due principali scuole di pensiero: quella classica e quella keynesiana, mettendo in rilievo il dibattito circa la possibilità o meno dell'operatore pubblico di intervenire a sostegno della domanda aggregata. Successivamente è stato trattato il tema della sostenibilità del debito pubblico, prendendo in considerazione l'importante apporto di Domar (1944), ovvero che la sostenibilità del debito va considerata in rapporto alla ricchezza prodotta e che l'andamento nel lungo periodo di detto rapporto dipende principalmente dalla differenza tra tasso di interesse e tasso di crescita dell'economia.

Nel capitolo II si è inizialmente trattato il tema delle politiche di austerità e si è introdotto il concetto di *austerità espansiva*. In seguito sono stati presi in considerazione i valori dei moltiplicatori stimati da diversi studi accademici e si è visto che molti di questi riportano valori elevati nei periodi di crisi. A tal punto si sono analizzate, anche analiticamente, le variabili che determinano il variare del valore del moltiplicatore nonché le dinamiche che ne fanno incrementare il valore nei periodi recessivi. Successivamente si è preso in esame il ruolo della politica monetaria e, comparando due regimi opposti quali quello della BCE e quello della Bank of Japan, è emerso come l'obiettivo esclusivamente di *inflation targeting*, attualmente previsto nel mandato della BCE, contribuisca a mantenere instabile l'equilibrio dell'intero Euro sistema, poiché non protegge i Paesi membri dagli attacchi speculativi dei mercati finanziari.

Nel capitolo III, al fine di esplicitare l'influenza dell'UE nelle decisioni di politica economica, sono state inizialmente prese in esame le politiche economiche intraprese dall'Italia nel corso delle crisi degli anni '70. In quel contesto, seppur assai incongruente con quello attuale, è emersa la volontà dei *policy maker* di orientare le proprie politiche economiche principalmente a obiettivi di piena occupazione, anche a costo di sopportare una maggiore inflazione. Quest'ultimo è poi divenuto eccessivo, determinando un cambio di obiettivi di politica economica alla fine del decennio. Interessante è apparso il nesso tra abbandono del sostegno dell'occupazione come obiettivo primario e crescita del debito pubblico.

Tornando infine alla recente crisi, si è potuto ritenere che essa abbia palesato il deficit dell'assetto di *governance* dell'UE. Cosicché sono state espone le soluzioni intraprese per rafforzare il coordinamento tra politica monetaria e politiche fiscali dei vari Paesi. In ultima analisi si è esaminato il caso dei PIIGS tenendo in considerazione gli aspetti trattati in precedenza e analizzando gli effetti delle decisioni di politica economica adottati in sede europea.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Totale parole dell'elaborato: 14.938

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

ARESTIS, P., SAWYER M., 2004, On Fiscal Policy and Budget Deficits. *Journal of Economics*, 1(2), pp. 61-74.

ARESTIS, P., 2012, Fiscal policy: a strong macroeconomic role. *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, pp. 93-108.

ASH, M., HERNDON, T., POLLIN, R., 2014, Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*, 38(2), pp. 257-279.

AUERBACH, A., J., GORODNICHENKO, Y., 2011, *Fiscal multipliers in recession and expansion*, Cambridge, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 17447, <http://www.nber.org/papers/w17447>.

AUERBACH, A., J., GORODNICHENKO Y., 2012, Measuring the Output Responses to Fiscal Policy. *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2), pp. 1-27.

BARRO, R. J., 1974, Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, 82(6), pp. 1095–1117, <https://doi.org/10.1086/260266>.

BINI SMAGHI, L., 2013, *Morire di austerità, Democrazie europee con le spalle al muro*, Bologna, Il Mulino.

BLANCHARD, O., AMIGHINI, A., GIAVAZZI, F., 2014, *Macroeconomia: una prospettiva europea*, VI ed., Bologna, Il Mulino.

BLANCHARD, O., LEIGH, D., 2013, Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, *The American Economic Review*, 103(3), 117-120.

BUSETTI F., COVA P., 2013, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, Occasional papers No. 201, ISSN 1972-6627, [ttp://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2405442](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2405442).

CHIARINI, B., 2004, *Lezioni di politica economica: debito pubblico, aspettative razionali, fluttuazioni cicliche*, Roma, Carocci.

- COZZI, T., 2013, *Crisi e moltiplicatori fiscali*, in *Moneta e Credito*, 66(262), pp. 131-153.
- D'ADDA, C., 2012, *Debiti pubblici e politica economica*, in "il Mulino, Rivista bimestrale di cultura e di politica" 1/2012, pp. 50-55, doi: 10.1402/36340.
- DE ROMANIS, V., 2017, *L'austerità fa crescere: quando il rigore è la soluzione*, Venezia, Marsilio Nodi.
- DI PACE, M., 2013, *L'economia e la politica economica*, III ed., Padova, CEDAM.
- DOMAR, E. 1944, *The "Burden of the Debt" and the National Income. The American Economic Review*, Vol. 34, No. 4, pp. 798-827, [www.jstor.org/stable/1807397](http://www.jstor.org/stable/1807397).
- GRAZIANI, A., 1988, *La spirale del debito pubblico*, Bologna, Il Mulino.
- HAKHU, A.B., PIERGALLINI, A., SCARAMOZZINO, P., 2016, *Public Capital Expenditure and Debt Dynamics: Evidence from the EU*, in *Politica economica, Journal of Economic Policy* 3/2016, pp. 555-574, doi: 10.1429/85011.
- HEIN, E., TRUGER, A., VAN TREECK, T., 2011, *The European Financial and Economic Crisis: Alternative Solutions from a (Post-) Keynesian Perspective*, IMK Working Paper, No. 9/2011.
- KRUGMAN, P., 2012, *Fuori da questa crisi, adesso!*, Milano, Garzanti.
- MIKLASZEWICZ, S., 2016, *Sovereign Debt Crisis of the Eurozone Countries. Oeconomia Copernicana*, 7(3), pp. 357-373.
- PEREZ, R., 2016, *La crisi del debito pubblico*, In *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 3/2016, pp. 669-693.
- REINHART, C.M., ROGOFF K.S., 2010, *Growth in a time of debt*, *American Economic Review*, 100(2), pp. 573-78.
- SYLOS LABINI, P., 2003, *Le prospettive dell'economia mondiale*, in *Moneta e Credito*, 56(223), settembre 2003, pp. 267-294.
- STRANGIO, D., 2017, *Le politiche monetarie in Italia dalla "Golden Age" alle "oil crises"* nelle Relazioni della Banca d'Italia, in *Moneta e Credito*, 70(277), (marzo 2017), pp. 21-58.

VISAGGIO, M., 1997, *Politiche di bilancio e debito pubblico*, Roma, NIS.