



Quaderni della coesione sociale

Social Cohesion Papers

N. 1/2020

Capire il Debito Pubblico per riuscire a sostenerlo: elementi di rischio e opzioni possibili

Gianluca Cafiso, Università degli Studi di Catania

O.C.I.S.
OSSERVATORIO INTERNAZIONALE PER
LA COESIONE E L'INCLUSIONE SOCIALE





L'Osservatorio Internazionale per la Coesione e l'Inclusione Sociale (OCIS) nasce con l'intento di fornire utili strumenti di conoscenza circa la genesi, lo sviluppo e il consolidamento della coesione sociale nelle comunità politiche e sociali contemporanee. Partendo dal presupposto che la coesione sociale è anche il prodotto di politiche pubbliche inclusive volte alla promozione del bene comune, l'Osservatorio si propone l'obiettivo di essere un laboratorio di idee e proposte per il rafforzamento della coesione sociale in Italia e all'estero. L'OCIS si avvale della collaborazione di esperti provenienti da varie discipline per la realizzazione di iniziative scientifiche e divulgative volte alla diffusione della consapevolezza che la coesione costituisce un elemento imprescindibile per la diffusione di 'benessere' sociale.

Gianluca Cafiso

Gianluca Cafiso è Ricercatore (RTD tipo B) in Economia Politica presso il Dipartimento di Economia e Impresa dell'Università degli Studi di Catania.



GIANLUCA CAFISO

Capire il Debito Pubblico per riuscire a sostenerlo: elementi di rischio e opzioni possibili

Sommario

Questo rapporto ha lo scopo di discutere e spiegare gli aspetti più rilevanti del debito pubblico, da cosa dipende la sua sostenibilità e come lo si può ridurre. Il focus è sui paesi avanzati, in particolare quelli dell'area euro e l'Italia, e il riferimento è la crisi del debito vissuta da alcuni di questi nel periodo 2010-2012. Nella prima parte trattiamo alcuni aspetti generali, quali l'evoluzione storica e l'importanza del debito in rapporto al PIL, cosa è una crisi del debito, ecc. Successivamente, dopo avere spiegato come varia il rapporto debito-PIL, discutiamo gli elementi che determinano la sostenibilità del debito e le opzioni possibili per ridurlo. La penultima parte ha per oggetto alcuni temi che caratterizzano il dibattito più recente sul debito pubblico. Nelle conclusioni indichiamo la strategia che consideriamo più opportuna per l'Italia se il suo obiettivo è quello di ridurre il debito.

1. Debito pubblico: un'introduzione agli aspetti più rilevanti

Il debito pubblico (DP) costituisce uno dei mercati finanziari più antichi e consolidati. Sovrani e principi medievali contraevano debiti con i banchieri fiorentini per finanziare le proprie campagne militari, debiti poi ripagati attraverso le tasse che quei signori imponevano ai propri sudditi (De Roover, 1999). Anche nel XX secolo il DP è stato il mezzo principale di finanziamento degli sforzi bellici ma, forse proprio in quel secolo, si è assistito ad una sistematica variazione d'uso di questo strumento: da mezzo per finanziare spese straordinarie a strumento ordinario per finanziare le sempre maggiori spese, anch'esse ordinarie, legate al ruolo via via crescente dello Stato. Probabilmente, anche lo sviluppo dello Stato sociale è stato uno degli elementi che ha contribuito maggiormente alla crescita del DP nei paesi dell'Europa occidentale, così come lo speculare impegno - via via crescente - delle autorità pubbliche sull'economia e le maggiori aspettative che gli elettori avevano al riguardo. Sembra possibile affermare che questa evoluzione è anche legata al suffragio universale ottenuto per lo più durante il XX secolo, un nuovo diritto che imponeva di soddisfare aspettative ed esigenze di una porzione via via maggiore della popolazione (Lott & Kenny, 1999; Aidt & Mooney, 2014). Negli ultimi dieci anni il DP è tornato un argomento di forte interesse e stress (non solo economico) anche nei paesi avanzati: per la prima volta, nel dopoguerra, abbiamo avuto ragioni fondate per temere circa la capacità di alcuni paesi (tra cui il nostro) di sostenere l'ammontare del proprio DP. La dimensione economica di questi, l'importanza degli intermediari finanziari che vi hanno sede, il grado di interconnessione delle loro economie all'interno di un'unione monetaria recente ed impreparata (l'area euro) ad eventi di quel tipo, hanno fatto emergere, durante la crisi del debito del 2010-12, una preoccupazione concreta sulla possibilità che la



situazione fosse fuori controllo e che non si riuscisse a contrastare gli sviluppi negativi in corso. Per la prima volta, noi italiani siamo stati direttamente interessati e gli eventi osservati in paesi vicini hanno reso palese ad un pubblico vasto i rischi concreti che si corrono. Parole nuove sono entrate nel gergo giornalistico più comune e usato: prima tra tutte, la parola *spread*.

C'è da dire che le crisi del debito non sono un evento eccezionale nel dopoguerra, ma queste si sono sempre verificate nei paesi in via di sviluppo e non hanno avuto conseguenze estreme a livello globale (Eichengreen et al., 2019). Le conseguenze locali sono state profonde ma è mancato un vero contagio ai paesi avanzati, anche grazie al fatto che la dimensione contenuta di quelle economie ha reso possibile il loro sostegno attraverso istituzioni multilaterali quali il Fondo Monetario Internazionale (Katz, 1999; Hutson & Kearney, 1999). Le ragioni per temere una crisi del debito, più di altre situazioni critiche, sono fondate. La distruzione di valore e la conseguente perdita di occupazione, l'instabilità dei prezzi e dei tassi di cambio, il deterioramento della coesione sociale che spesso si è osservato in questo tipo di eventi sono tutti fattori che motivano ogni tipo di sforzo possibile per evitarle.

Il mercato del debito

Davanti alla domanda "è meglio una situazione in cui ci sia o non ci sia DP?" la maggior parte degli esperti (e non) risponderebbe un'economia in cui una qualche forma di DP è presente. Eichengreen et al. (2019) parlano del debito come un'attività finanziaria a due facce: nei tempi di quiete, è funzionale al benessere e alla crescita economica; nei tempi di tensione dei mercati è associato a crisi valutarie, bancarie, distruzione di ricchezza ecc. Infatti, non c'è un problema intrinseco legato al debito, ma serie difficoltà che possono emergere a causa del suo ammontare in corrispondenza di condizioni di incertezza nei mercati in cui esso è contrattato (i), e a causa delle crescenti distorsioni che il reperimento delle risorse per pagarne gli interessi (è un debito, quindi gli interessi) possono provocare (ii).

Prima di continuare il nostro discorso, è opportuno ribadire qualcosa che può sembrare ovvio: il DP consiste in una miriade di rapporti debitore-creditore tra il soggetto che ha bisogno di un prestito (lo Stato) che offre/vende questi rapporti dietro la promessa di pagare un interesse per ciascuno di essi e, una moltitudine di liberi soggetti privati che possono scegliere di acquistarli oppure investire la propria ricchezza altrove. Quando questi soggetti optano per i prestiti allo Stato, il loro rendimento non è il solo aspetto determinante, poiché solitamente sono le attività finanziarie che rendono meno. Infatti, i titoli del DP vengono scelti perché rappresentano un investimento a rischio nullo (in teoria) e sono molto liquidi.¹ Se gli investitori perdono interesse

¹Gli intermediari finanziari scelgono questo tipo di attività finanziarie anche per motivi di regolamentazione legati al bilanciamento tra capitale e attività ponderate per il rischio.



in questo tipo di attività o aumenta la loro stima del rischio, lo Stato che chiede il prestito deve offrire un interesse più alto per convincerli a concedergli ancora quel prestito. Si tratta di un libero investimento. Quando la domanda di queste attività aumenta, il loro prezzo sale e quindi il rendimento scende: bisogna pensare al rendimento come al costo che sostiene lo Stato per poter indebitarsi e al prezzo come il ricavo dello Stato per la vendita di queste attività che dovrà rimborsare alla scadenza. Come ci ricorda Anna Maria Cannata (Bufacchi, 2019), il mantenimento di un rapporto di fiducia tra creditore e debitore imperniato sulla credibilità dell'emittente è fondamentale per il collocamento dei titoli di debito e quindi per la sostenibilità del DP.²

Box 1 – La struttura del debito

In linea di massima, il DP è un aggregato dividibile in: titoli obbligazionari (strumenti negoziabili in mercati regolamentati) e tutto il resto (per lo più prestiti da altre istituzioni finanziarie nazionali ed estere, ecc.). Lo sviluppo dei mercati finanziari ha visto un peso crescente dei titoli obbligazionari sul totale.

Titoli obbligazionari	Altri strumenti
BOT, CTZ, CCT, CCTeu, BTP, BTP€I, BTP Italia	Prestiti, depositi e monete
84%	16%

Fonte: MEF, struttura al 31/12/2018. Link per aggiornamento sui dati:

http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/_link_rapidi/debito_pubblico.html

Il livello del debito

Il livello del DP va valutato in rapporto al reddito nazionale, quindi si parla di Rapporto Debito–Prodotto interno lordo (RDP). È così perché va messo in relazione al reddito dell'emittente in modo da quantificarne il peso sull'economia dello stesso.³ Come vedremo, il RDP non è comunque un indicatore affidabile per comprendere quando il debito si trasforma in qualcosa di patologico. La Figura 1 mostra il RDP per i paesi del G7 nel periodo che va dal 1900

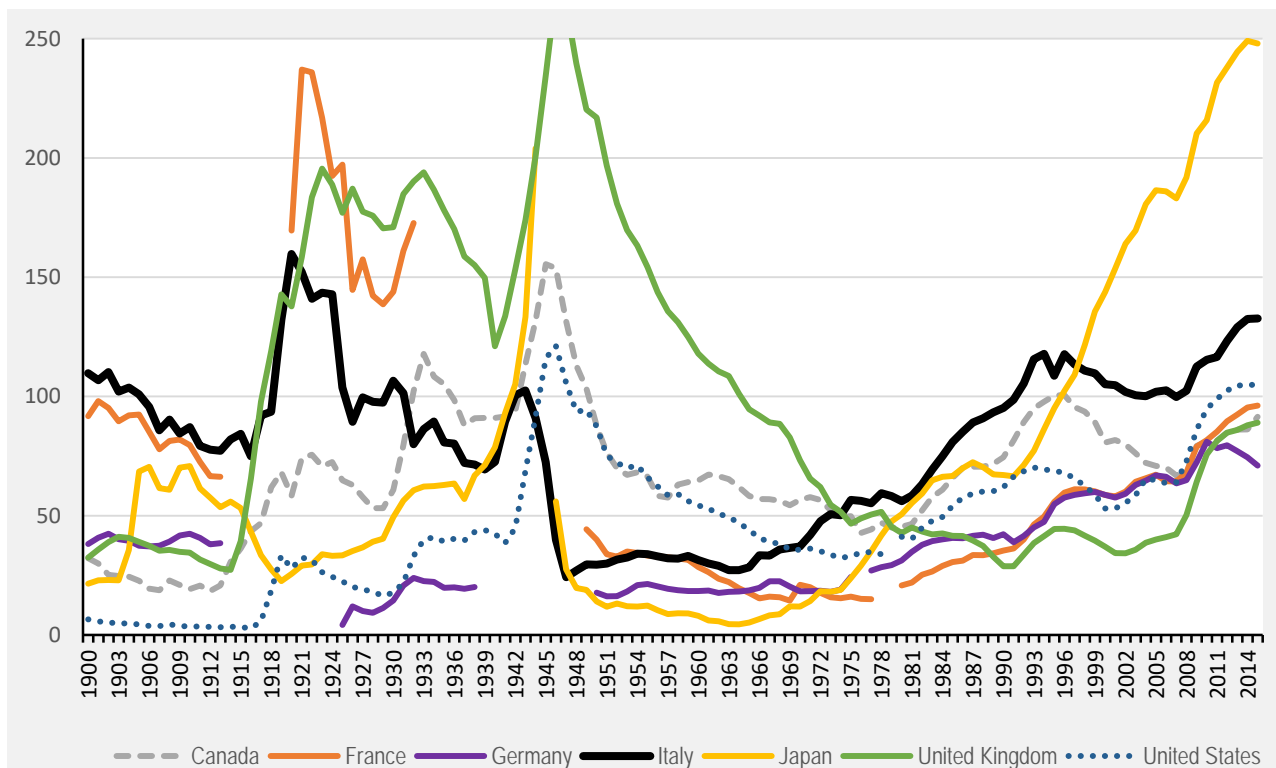
² Anna Maria Cannata è stata il dirigente del Ministero dell'Economia e delle Finanze responsabile della divisione di gestione del debito pubblico dal dicembre 2000 per 17 anni.

³ Il PIL quantifica il reddito che, ogni anno, un paese genera. Tanto più il reddito è disponibile, tanto più il debito è sostenibile perché ci sono le risorse per ripagarlo: le analogie con gli individui sono semplici e dirette. Un debito di 75€ con un PIL di 75€ è pari al 100% del PIL e rappresenta un peso considerevole; un debito di 75€ con un PIL di 750€ ammonta a solo il 10% del PIL e quindi non è un ammontare rilevante.



al 2015 (Abbas et al., 2014). Il livello del DP (in rapporto al PIL) che osserviamo oggi è alto, ma non ad un livello mai osservato in passato. Nel periodo precedente la prima guerra mondiale, per esempio, l'Italia aveva un RDP intorno al 100% (Francese & Pace, 2008), così come la Francia. Diversamente, gli altri paesi (con l'eccezione del Giappone) erano ben al di sotto del 50%. Durante il periodo tra le due guerre mondiali si osservano valori straordinari in tutti i paesi e il Regno Unito spicca tra tutti.

Figura 1. *Debito Pubblico in rapporto al PIL, Paesi del G7, 1900-2015.*



Note: Valori oltre il 250% non sono riportati per mantenere distinguibili le altre linee; i dati completi sono comunque disponibili nelle Tabelle online (vedi appendice).

Fonte: IMF Historical Public Debt database. Link:

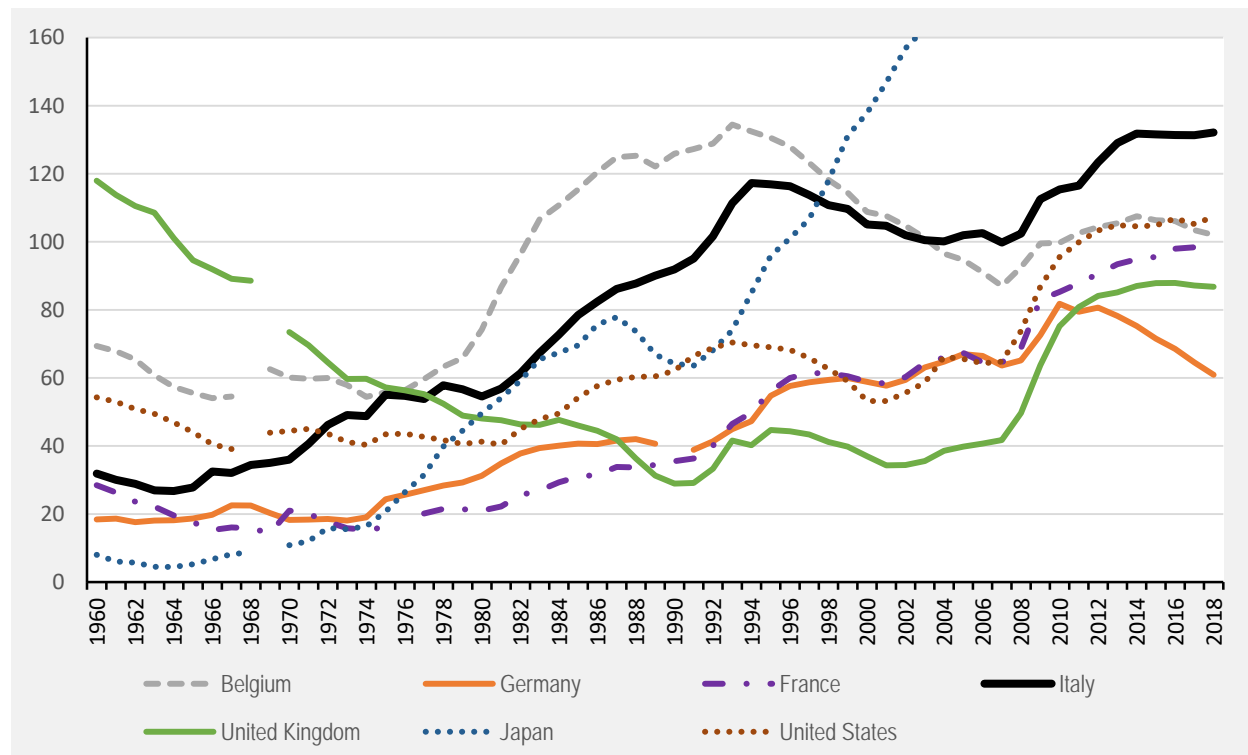
https://www.imf.org/external/datamapper/DEBT1@DEBT/FAD_G20Adv/FAD_G20Emg/FAD_LIC

La Figura precedente è utile per avere un'idea generale, ma è sicuramente più utile concentrarsi sul periodo dopo il 1960 quando tutti i paesi del G7 avevano superato il periodo di forte inflazione successivo alla conclusione della seconda guerra mondiale e l'impatto positivo di quella, in termini di riduzione del debito, si era esaurito per la parte più consistente (si veda il paragrafo 4). La Figura 2 presenta l'evoluzione del debito dal 1960 fino al 2018 (ultimo dato consolidato disponibile; nella Figura è stato incluso il Belgio ed escluso il Canada).



In effetti, i livelli di debito osservati nell'ultimo decennio sono, per molti paesi, i più alti di cui si abbia memoria nel dopoguerra. Tuttavia, non è tanto il livello odierno che ha acceso i riflettori sul debito. Un debito elevato è sì un elemento di debolezza, ma è oggetto di attenzione solo *in corrispondenza delle condizioni di incertezza nei mercati in cui esso è contratto*.⁴ Un RDP del 100% può non creare alcun allarme in determinati periodi ed essere invece oggetto di intervento in altri. Il Giappone sostiene un RDP al 230% senza alcuna preoccupazione, l'Ucraina ha dovuto dichiarare *default* con un RDP al 30%. In generale, *tali condizioni* si riflettono nella richiesta di un interesse più alto, legata alla percezione di un peggioramento dell'affidabilità dell'emittente.

Figura 2. Debito pubblico in rapporto al PIL, 1960-2018.



Note: Tranne che per l'Italia, le serie originali non sono disponibili dal 1960. Per gli altri paesi i dati sono presi dalla fonte usata per il grafico precedente (IMF Historical Public Debt database). La discontinuità nelle linee marca il punto di unione. Valori oltre il 160% non sono riportati per mantenere distinguibili le altre linee; i dati completi sono comunque disponibili nella Tabelle online (vedi appendice).

Fonte: Commissione Europea (Ameco).

Link: https://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm

⁴ Ovvero, a parità di shock (per esempio un incremento di 100 punti base) un debito più alto richiede molte più risorse. Un aspetto fondamentale al riguardo è la vita media del debito. Tanto più lunga è la vita media, tanto minore è la trasmissione dello shock in termini di maggiore interesse da pagare; vedi paragrafo 3.



Cos'è una crisi del debito?

Non c'è una definizione rigorosa di crisi del debito. Noi la definiamo come una situazione di tensione nel mercato dei titoli di Stato che porta ad un innalzamento significativo del costo di emissione di nuovo debito al punto che, se quel livello di costo dovesse protrarsi per un *certo periodo di tempo*, determinerebbe l'incapacità dell'emittente di far fronte alle proprie obbligazioni. Una crisi del debito può rientrare o portare a situazioni eccezionali, quali una richiesta di sostegno esterno o al *default*, ovvero all'incapacità di far fronte alle proprie obbligazioni nei termini concordati. Reinhart & Rogoff (2011) esplorano questo concetto in dettaglio.⁵ In base a questa definizione, l'Italia nel 2011-2012 ha vissuto una crisi del debito che è poi rientrata senza portare ad eventi di insolvenza, mentre nel 2011 la Grecia ha vissuto una crisi che ha portato al *default*.⁶

Box 2 – Alcune recenti crisi del debito

Le crisi del debito più recenti e conosciute sono quelle che hanno colpito diversi paesi dell'America Latina negli anni 80, il cui calcio di inizio è individuabile nella dichiarazione di *default* del Messico, nell'agosto del 1982, che ha poi investito altri paesi latino-americani, tra cui Brasile, Argentina ecc. La crisi delle tigre asiatiche iniziata nel luglio del 1997 in Thailandia e propagatasi ai paesi del sud-est asiatico tra cui Malesia, Indonesia, Filippine, ecc. La crisi del 1998 in Russia. La crisi del debito in Argentina del 2001 e, infine, la crisi dell'area euro iniziata nel gennaio 2010 durante la quale siamo tutti stati testimoni del dramma vissuto da un paese a noi vicino: la Grecia. Reinhart & Rogoff (2009) discutono come le crisi del debito, insieme a quelle valutarie, finanziarie, dei prezzi, ecc. abbiano contraddistinto la storia delle civiltà occidentali.

⁵ Da notare che, nella letteratura accademica anglosassone, il termine *debt crisis* è spesso usato per indicare una situazione in cui avviene il *default*, mentre termini come *debt distress* or *turmoil* indicano una situazione di tensione nel mercato che porta ad un innalzamento non sostenibile del costo dell'indebitamento. Coerentemente, si potrebbe dire che l'Italia non ha vissuto una crisi del debito, poiché non c'è stato alcun evento straordinario riguardo alla gestione del suo debito, ma solo tensioni o una turbolenza, mentre la Grecia, l'Irlanda, il Portogallo hanno vissuto una crisi che ha portato al *default*.

⁶ Questo si è materializzato in una ristrutturazione del debito in essere attraverso uno scambio, nel marzo del 2012, tra vecchi e nuovi titoli che rimpiazzavano i precedenti. In base ai nuovi titoli, i creditori sopportavano forti perdite rispetto ai crediti originari (Ams et al., 2019).



Il costo di un debito pubblico elevato

Quali sono i costi e le conseguenze di un DP elevato, anche quando questo risulta sostenibile? Al riguardo è utile distinguere tra breve e lungo periodo.

Il costo più ovvio è quello rappresentato dalla spesa per gli interessi da pagare sul debito. Si tratta di somme che periodicamente devono essere raccolte e trasferite ai detentori del debito che, nel caso siano non-residenti, implicano una riduzione della domanda aggregata di pari importo (Cafiso, 2016). Il pagamento degli interessi (cosiddetto *interest bill*) è una conseguenza di breve periodo. Il loro ammontare può essere molto alto e rappresentare un peso tale sulla finanza pubblica da restringerne molto i gradi di libertà (Cafiso & Cellini, 2018). In questi casi, la capacità delle autorità di porre in essere politiche economiche anticicliche è limitata perché non c'è spazio fiscale sufficiente per far crescere ulteriormente il debito.

Riguardo all'assenza di spazio fiscale, è opportuno far emergere un aspetto meno evidente. I cittadini possono provare frustrazione a causa dell'incapacità delle autorità di porre in essere misure adeguate a risolvere i problemi di pubblico interesse, frustrazione che crea disaffezione e diffidenza. Questo è particolarmente vero in quei paesi dove la popolazione difficilmente riesce a comprendere le ragioni del DP corrente e si tende a credere che l'ammontare esistente sia dovuto ai vantaggi ottenuti da alcuni gruppi sociali. Tutto ciò è una conseguenza indiretta che può manifestarsi nel lungo periodo.

Le conseguenze dirette di lungo periodo riguardano, invece, il possibile impatto sulla crescita economica e le possibili distorsioni al sistema di intermediazione e rischio. Infatti, un DP elevato può causare una diminuzione degli investimenti sia privati che pubblici. Quando il debito è contratto soprattutto per il finanziamento della spesa corrente, si manifesta una riduzione degli investimenti pubblici dovuta alla minore disponibilità di risorse che devono essere destinate alla spesa per gli interessi.

Riguardo agli investimenti privati, un DP elevato potrebbe causare un livello dei tassi d'interesse più alto che avrebbe un effetto negativo sui prestiti e sugli investimenti del settore privato. Da questa prospettiva, investimenti inferiori ad un livello considerato ottimale implicano un'accumulazione di capitale minore, così inficiando la crescita economica e la produttività (Kumar & Woo, 2010). Da qui si evince anche il rischio di un circolo vizioso: tanto minore è la crescita nel lungo periodo, tanto più difficile risulterà sostenere il DP.⁷ Riguardo agli investimenti di portafoglio dei privati, un DP elevato potrebbe spiazzare il finanziamento del settore privato da parte dei privati: data la dimensione del debito e il conseguente rendimento dei titoli pubblici, gli investitori potrebbero preferire questi ultimi. La conseguenza è una

⁷ Un'altra lettura utile per approfondire questo argomento è Cecchetti et al. (2011) e Checherita-Westphal & Rother (2012), il secondo maggiormente utile quando l'interesse è sull'area euro.



distorsione in termini di finanziamento delle attività produttive verso gli intermediari bancari a detrimento di un canale di finanziamento diretto.

Un DP elevato aumenta anche il rischio di un eccessivo peso dei titoli pubblici domestici nel portafoglio degli intermediari finanziari nazionali, mettendone a rischio la stabilità in caso di shock avversi sul valore del debito (nesso istituzioni finanziarie-Tesoro: si veda Acharya et al., 2014).

Box 3 – Crescita in tempi di debito

Con il famoso articolo *Growth in a time of debt* (Reinhart & Rogoff, 2010), gli economisti Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff hanno indicato un nesso forte tra un elevato DP e una minore crescita economica: secondo i loro calcoli, i paesi con un RDP superiore al 90% crescerebbero ad un tasso pari alla metà degli altri. Le conclusioni dell'articolo sono poi state messe in discussione da altri economisti che ne hanno fatto emergere la debolezza (Herndon et al., 2014). Da qui è nato un forte dibattito sulle conseguenze delle politiche economiche attuate in conformità alle conclusioni dell'articolo. Il premio Nobel Paul Krugman è stato uno dei più forti critici del lavoro di Reinhart e Rogoff, i suoi articoli sul blog de *The New York Times* sono una testimonianza di questa vicenda.

2. Come varia il rapporto debito-PIL

L'oggetto di interesse è quindi il rapporto debito-PIL (RDP). A questo punto è utile chiarire in modo rigoroso come questo rapporto evolve. Il RDP di oggi è uguale al suo valore di ieri come modificato dalle variabili che oggi incidono sul suo ammontare: saldo primario e spesa per interessi (vedi il Box 4 che segue per la definizione dei saldi del bilancio pubblico).

Per facilitare la comprensione, iniziamo con il valore del debito in assoluto, quindi non in rapporto al PIL. In formula, indicando con D il debito, questo evolve come:

$$D_t = - \underbrace{(T_t - S_t)}_{\substack{\text{saldo} \\ \text{primario}}} + \underbrace{i_t \cdot D_{t-1}}_{\substack{\text{spesa per} \\ \text{interessi}}} + \underbrace{D_{t-1}}_{\substack{\text{debito} \\ \text{pregresso}}} \quad \text{Eq. 1}$$

ove i_t è il tasso d'interesse medio sul debito pregresso, quindi $i_t D_{t-1}$ è l'ammontare d'interessi da pagare, T_t rappresentano le tasse, S_t rappresentano le spese del settore pubblico, per tanto



$T_t - S_t$ è il saldo primario. La semplice Eq. 1 del debito è molto utile per comprendere questi risultati:

1. se il saldo primario è negativo, il debito risulta aumentare per un importo pari alla somma della spesa per interessi e del deficit primario;
2. se il saldo primario risulta positivo, ma inferiore alla spesa per interessi, il debito aumenta per un importo pari alla differenza tra il surplus primario e la spesa per interessi;
3. se il saldo primario risulta positivo e uguale alla spesa per interessi, allora il debito non aumenta e si attesta al valore dell'anno precedente (stabilizzazione del debito);
4. se il saldo primario risulta positivo e superiore alla spesa per interessi, allora il debito diminuisce;
5. è altresì importante notare che se il tasso d'interesse aumenta, a parità di altre condizioni, il debito aumenta a causa di una maggiore spesa per interessi.

Mettendo in rapporto al PIL nominale (Y) le grandezze precedenti, l'Eq. 1 può essere riscritta come:

$$\frac{D_t}{Y_t} = -\frac{T_t - S_t}{Y_t} + \frac{1 + i_t}{1 + g_t} \cdot \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \quad \text{Eq. 2}$$

ove g_t è il tasso di crescita del PIL nominale. In questa forma è possibile fare ulteriori considerazioni che riguardano adesso l'evoluzione del RDP:

6. se $g_t = i_t$, la variazione del RDP è uguale al saldo primario poiché la crescita economica compensa la spesa per interessi;
7. se $g_t > i_t$, la variazione del RDP è negativa (il rapporto migliora) perché la crescita economica sovrasta l'effetto della spesa per interessi, a meno di effetti compensativi legati al saldo primario;
8. se $g_t < i_t$, la variazione del RDP è positiva (il rapporto peggiora) perché la crescita economica non è sufficiente a compensare la spesa per interessi, a meno di effetti compensativi legati al saldo primario.⁸

Una volta chiarito come evolve il RDP in base all'Eq. 1 e all'Eq. 2, iniziamo a parlare dei fattori che determinano la sostenibilità del debito in rapporto al PIL.

⁸ L'effetto combinato del tasso di crescita del PIL e del tasso d'interesse sull'evoluzione del debito è detto *snowball effect*.



Box 4 – Saldi di bilancio del settore pubblico: primario e complessivo

Il Bilancio del settore pubblico è fatto di entrate T e spese totali S . Le spese del settore pubblico sono suddivise in spese per interessi sul debito ($S.1$) e tutte le altre spese ($S.2$). Da qui, le seguenti definizioni:

- Saldo Complessivo di Bilancio= Entrate (T) – Spese Totali (S)
- Saldo Primario di Bilancio= Entrate (T) – Tutte le altre spese ($S.2$)

Se il saldo è positivo, si parla di surplus (avanzo) se negativo di deficit (disavanzo). Assumiamo che il deficit del 2010 sia pari a 15 miliardi di euro e il debito al 2009 sia stato pari a 1000, a meno di altri effetti compensativi, è ragionevole aspettarsi un debito intorno a 1015 miliardi nel 2010.

3. La sostenibilità

Riguardo al peso del DP, si distinguono due concetti: quello di *solvibilità* e quello di *sostenibilità*. Il primo ha più un valore teorico, mentre il secondo è rilevante nell'analisi della realtà.⁹ Per questo motivo, ci concentriamo su quello di *sostenibilità*. Tuttavia, non esiste una definizione univoca e universalmente condivisa, ma diverse declinazioni operative del concetto (Debrun et al., 2019).¹⁰ Per non restare imbrigliati nelle maglie di definizioni rigide che hanno scopi specifici, è meglio parlare dei fattori di rischio che possono minare la *sostenibilità*, intesa in senso lato come la capacità del settore pubblico di rinnovare il proprio debito ad un costo che non impone un aggiustamento fiscale irrealistico.

Non solo rapporto debito-PIL: fiducia, tassi d'interesse e deficit

Nel paragrafo precedente abbiamo scritto che il livello del debito da solo non è un indicatore della sua *sostenibilità*, è solo un fattore di rischio. Abbiamo invece fatto riferimento ad alcune *condizioni di incertezza* che, se presenti, possono complicare di molto la gestione del debito. Per

⁹ La condizione di *solvibilità* prescrive il rispetto del vincolo di bilancio intertemporale del settore pubblico: l'ammontare odierno del debito deve essere uguale al valore attualizzato ad oggi di tutti i futuri saldi primari (Cafiso, 2012a).

¹⁰ Forse la più rinomata è quella del Fondo Monetario Internazionale, che è alla base della sua *Debt Sustainability Analysis*.



apprezzare la presenza o meno di queste condizioni, può essere utile guardare allo *spread* dei tassi d'interesse che riflette il rischio attribuito all'emittente.¹¹

La Figura 3 mostra l'andamento dello *spread* rispetto al livello del DP per i 5 paesi dell'area euro che sono stati protagonisti (in fasi successive) della crisi del debito nel periodo 2010-2012. Le linee verticali marcano rispettivamente l'inizio della crisi finanziaria globale (settembre 2008), la prima fase della crisi del debito dell'area euro che ha investito Grecia, Irlanda e Portogallo, e la seconda fase (luglio 2011) durante la quale i protagonisti erano Spagna e Italia.

Per quanto riguarda l'Italia, il forte aumento dello *spread* nel 2011 avviene ad un livello del debito già osservato in passato (115%), per esempio intorno al 1995, e con un saldo primario in avanzo (+0.99%). Un livello cresciuto a causa della forte crisi economico-finanziaria degli anni precedenti, quindi non imputabile ad una politica fiscale particolarmente irresponsabile. Questa affermazione sembra ancora più vera per la Spagna il cui rapporto debito/PIL era intorno al 70% nel 2011 e per l'Irlanda al 61,54% nel 2009. Tutti i dati sono disponibili nelle Tabelle online (riferimento in appendice). Per l'Italia, quindi, è la maggiore percezione di rischio degli investitori (alias, una perdita di fiducia nei termini riflessi dallo *spread*) il vero problema. Per altri paesi, come Irlanda e Spagna, una posizione fiscale in forte squilibrio come emerge dal loro disavanzo primario che, in congiunzione alla perdita di fiducia, innesca la spirale negativa. Per tutti i paesi queste condizioni si riflettono in un tasso d'interesse più alto.

Tassi d'interesse

Il livello del tasso d'interesse al quale il debito in scadenza viene rinegoziato (*rollover*) impatta direttamente sul costo dell'indebitamento e quindi determina la sostenibilità del debito. Tanto più alto è il tasso, tanto maggiore è l'impatto in termini di costo dell'indebitamento. L'ammontare della trasmissione dipende dalla vita media del debito. A riguardo, si veda il Box 5.

¹¹ Lo *spread* è il differenziale tra il tasso d'interesse richiesto sul titolo X rispetto a quello di un altro titolo Y ritenuto il più affidabile (benchmark). Per i paesi dell'area euro è comune considerare il rendimento del titolo a 10 anni di un paese rispetto a quello di un simile titolo tedesco. Un aumento dello *spread* riflette un incremento del premio al rischio sul titolo del paese X rispetto a quello tedesco al netto di turbolenze che investono l'intero mercato.



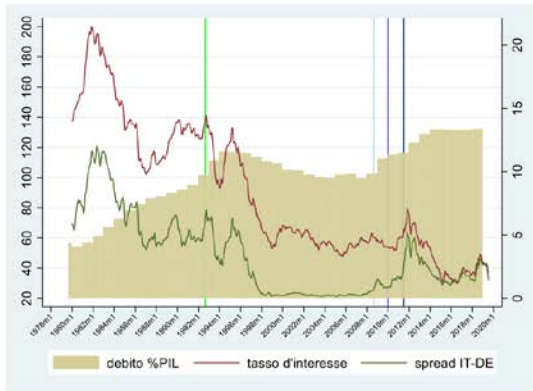
Box 5 – La spirale del debito

Rispetto a quanto detto nell'ultimo paragrafo, si può arrivare al *default* perché il tasso di interesse più alto chiesto dagli investitori per l'acquisto di titoli di nuova emissione, richiede il reperimento di risorse addizionali per pagare quegli interessi. Tuttavia, nelle situazioni di stress economico osservate in questi periodi, difficilmente quelle risorse possono essere reperite tramite la politica fiscale (maggiori entrate/minori spese); ciò potrebbe comunque avere un effetto negativo sul prodotto interno e quindi aumentare il deficit. Pertanto, quello che si osserva è la richiesta di prestiti addizionali (emissione di ulteriori titoli) per pagare i maggiori interessi dovuti al tasso d'interesse più alto. Ma questi nuovi prestiti vengono contratti ad un tasso d'interesse verosimilmente ancora più alto, da ciò una dinamica espansiva del volume e del costo del debito nota come *spirale del debito*.

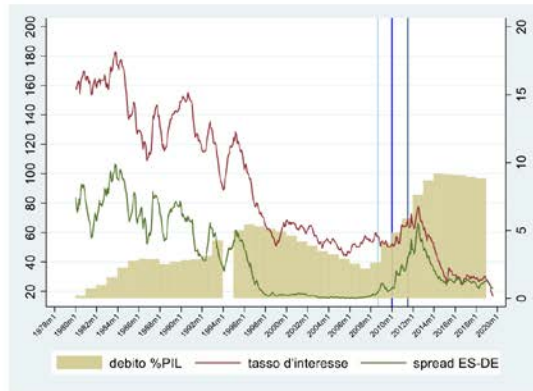


Figura 3. *Debito Pubblico in rapporto al PIL, tasso d'interesse sul titolo a 10 anni e spread rispetto al corrispondente tedesco.*

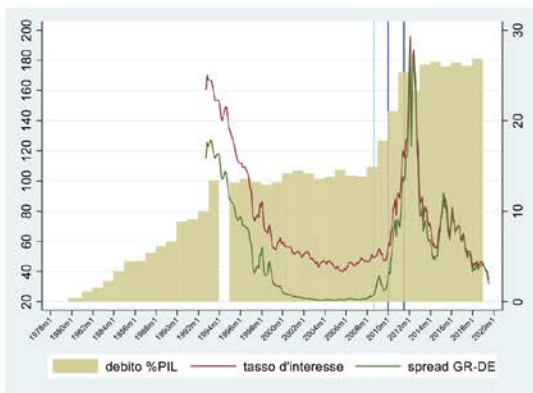
Italia



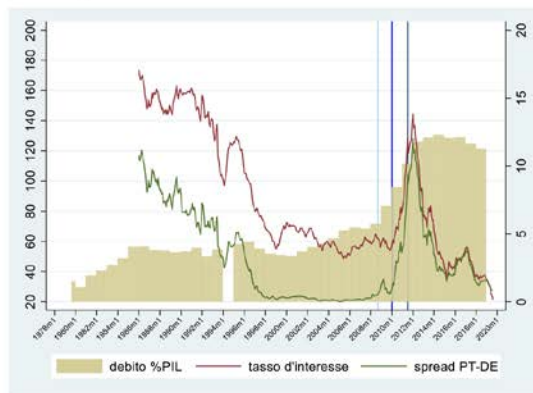
Spagna



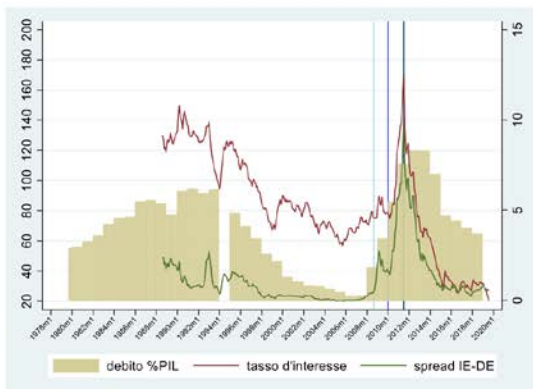
Grecia



Portogallo



Irlanda



Note: Lo spread è semplicemente calcolato come differenza tra il rendimento del titolo decennale nazionale rispetto a quello tedesco. La prima linea verticale nel grafico dell'Italia segna la crisi della Lira nel 1992.

Fonte: Debito %PIL da Commissione Europea (AMECO), Tasso d'interesse del titolo a 10 anni da Eurostat (Long Term Interest rates > Emu convergence criterion). Link per tasso d'interesse:

https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/product?code=IRT_LT_MCBY_M



Equilibri di Bilancio: il Deficit

Il deficit a cui si fa riferimento nei paragrafi precedenti è la grandezza di flusso che alimenta il debito (grandezza *stock*). In linea di massima, è possibile affermare che il legame tra deficit e debito è diretto: il deficit di oggi si trasforma in debito. Quindi il deficit fornisce un'informazione importante sulla dinamica del debito.¹² La Tabella 1 riporta i saldi di bilancio per i cinque paesi che maggiormente hanno sofferto durante il periodo 2008-2012 congiuntamente al RDP.

Come si vede, a fronte di un RDP contenuto in alcuni paesi (per esempio: in Irlanda e Portogallo il RDP era rispettivamente al 42,4% e al 71,7% nel 2008, ma aveva già raggiunto rispettivamente il 61,5% e l'83,6% nel 2009), il deficit segnala invece uno straordinario squilibrio tra entrate e uscite che lascia presupporre una dinamica del debito fuori controllo (in Irlanda e Portogallo il saldo complessivo era rispettivamente -7,0% e -3,8% nel 2008, -13,8% e -9,8% nel 2009, -32,1% e -11,2% nel 2010). La stessa dinamica si osserva in Grecia, ma la Grecia registra un RDP molto più alto. Decisamente diversa appare la posizione dell'Italia, in cui sia il saldo complessivo che primario riflettono un controllo della finanza pubblica più stretto rispetto alla media EA12; si noti in Tabella 1 che l'Italia registra saldi primari positivi e consistenti per un periodo prolungato.

In conclusione, sembra che proprio la dimensione del deficit di alcuni paesi abbia portato a credere che l'evoluzione del loro DP fosse fuori controllo, a tal punto che gli investitori hanno richiesto un tasso d'interesse così alto da non rendere più sostenibile l'emissione di debito.

Altri fattori rilevanti

Oltre alle grandezze che impattano direttamente sull'evoluzione del debito (tasso d'interesse e deficit), ci sono altri fattori che possono minare la sostenibilità, aumentando la probabilità di una crisi o complicando le azioni per contrastarla. Sono fattori che in situazioni diverse possono divenire o meno rilevanti. Tra queste discutiamo brevemente la composizione dei creditori, la valuta d'emissione e l'appartenenza ad un'unione monetaria.

¹² È utile immaginare il deficit come l'acqua che esce dal rubinetto e il debito l'acqua accumulata nel lavandino. Come il deficit somma acqua al lavandino, il surplus ne sottrae perché l'ammontare di surplus, ovvero il risparmio del settore pubblico, consente di riassorbire parte del debito in circolazione. Alla scadenza, una porzione di titoli pari al surplus non verranno emessi quindi lo stock di debito ne risulterà proporzionalmente diminuito.



Tabella 1. Saldo Primario, Complessivo e RDP.

year	EA12			Ireland			Greece			Spain			Italy			Portugal		
	SCB	SPB	RDP	SCB	SPB	RDP	SCB	SPB	RDP	SCB	SPB	RDP	SCB	SPB	RDP	SCB	SPB	RDP
1995	-7.4	-2.1	70.9	-2.1	3.0	78.5	-9.7	1.0	99.0	-7.0	-2.1	61.7	-7.3	3.9	116.9	-5.2	0.4	58.3
1996	-4.3	1.1	72.8	-0.2	4.2	69.9	-8.2	2.1	101.3	-5.4	-0.3	65.6	-6.7	4.4	116.3	-4.7	0.1	59.5
1997	-3.0	1.9	72.2	1.3	5.0	61.6	-6.1	2.3	99.5	-3.9	0.6	64.4	-3.0	6.2	113.8	-3.7	0.1	55.2
1998	-2.5	2.1	71.8	2.0	5.4	51.5	-6.3	1.4	97.4	-3.0	1.1	62.5	-3.0	4.9	110.8	-4.4	-1.3	51.8
1999	-1.5	2.5	70.6	3.5	5.9	46.6	-5.8	1.8	98.9	-1.3	2.1	60.9	-1.8	4.6	109.7	-3.0	-0.1	51.0
2000	-0.5	3.4	68.2	4.9	6.8	36.1	-4.1	2.8	104.9	-1.1	2.1	58.0	-2.4	3.7	105.1	-3.2	-0.2	50.3
2001	-2.0	1.7	67.1	1.0	2.4	33.2	-5.5	0.8	107.1	-0.6	2.4	54.2	-3.4	2.7	104.7	-4.8	-1.8	53.4
2002	-2.7	0.8	67.0	-0.5	0.8	30.6	-6.0	-0.5	104.9	-0.4	2.2	51.3	-3.0	2.5	101.9	-3.3	-0.5	56.2
2003	-3.2	0.0	68.2	0.3	1.6	29.9	-7.8	-2.9	101.5	-0.4	1.9	47.6	-3.3	1.6	100.5	-4.4	-1.8	58.7
2004	-3.0	0.1	68.5	1.3	2.4	28.2	-8.8	-4.0	102.9	0.0	2.0	45.3	-3.5	1.1	100.1	-6.2	-3.6	62.0
2005	-2.6	0.3	69.3	1.6	2.6	26.1	-6.2	-1.5	107.4	1.2	3.0	42.3	-4.1	0.4	101.9	-6.2	-3.6	67.4
2006	-1.5	1.4	67.4	2.8	3.8	23.6	-6.0	-1.5	103.6	2.2	3.8	38.9	-3.5	0.9	102.6	-4.3	-1.6	69.2
2007	-0.7	2.2	65.0	0.3	1.3	23.9	-6.7	-2.2	103.1	1.9	3.5	35.6	-1.5	3.3	99.8	-3.0	-0.1	68.4
2008	-2.2	0.8	68.7	-7.0	-5.7	42.4	-10.2	-5.4	109.4	-4.4	-2.9	39.5	-2.6	2.3	102.4	-3.8	-0.7	71.7
2009	-6.2	-3.4	79.2	-13.8	-11.8	61.5	-15.1	-10.1	126.7	-11.0	-9.3	52.8	-5.3	-0.8	112.5	-9.8	-6.8	83.6
2010	-6.2	-3.4	85.0	-32.1	-29.2	86.0	-11.2	-5.3	146.2	-9.4	-7.5	60.1	-4.2	0.1	115.4	-11.2	-8.2	96.2
2011	-4.2	-1.2	87.6	-12.8	-9.5	110.9	-10.3	-3.0	172.1	-9.6	-7.2	69.5	-3.7	1.0	116.5	-7.4	-3.1	111.4
2012	-3.7	-0.6	91.8	-8.1	-3.9	119.9	-8.9	-3.8	159.6	-10.5	-7.5	85.7	-2.9	2.3	123.4	-5.7	-0.8	126.2
2013	-3.0	-0.2	94.1	-6.2	-1.9	119.7	-13.2	-9.1	177.4	-7.0	-3.5	95.5	-2.9	1.9	129.0	-4.8	0.0	129.0
2014	-2.5	0.1	94.4	-3.6	0.2	104.1	-3.6	0.3	178.9	-6.0	-2.5	100.4	-3.0	1.5	131.8	-7.2	-2.3	130.6
2015	-2.1	0.3	92.3	-1.9	0.7	76.8	-5.6	-2.1	175.9	-5.3	-2.2	99.3	-2.6	1.5	131.6	-4.4	0.2	128.8
2016	-1.6	0.6	91.4	-0.7	1.6	73.5	0.5	3.6	178.5	-4.5	-1.7	99.0	-2.5	1.4	131.4	-2.0	2.2	129.2
2017	-1.0	1.0	89.1	-0.3	1.7	68.5	0.7	3.9	176.2	-3.1	-0.5	98.1	-2.4	1.4	131.4	-3.0	0.9	124.8
2018	-0.5	1.3	87.1	0.0	1.7	64.8	1.1	4.4	181.1	-2.5	0.0	97.1	-2.1	1.6	132.2	-0.5	3.0	121.5

Note: SCB sta per Saldo Complessivo di Bilancio, SPB sta per Saldo Primario di Bilancio, RDP sta per rapporto debito-PIL. Gli anni in blu sono quelli della crisi finanziaria prima e della crisi del debito dell'area euro poi. Fonte: Commissione Europea (Ameco).

Link: https://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm



Composizione dei creditori

È convinzione diffusa che la composizione dei detentori dei titoli di Stato possa incidere sulla sostenibilità del DP (Cafiso, 2016). Una prima distinzione è tra investitori nazionali ed esteri. Gli investitori esteri costituirebbero una raccolta meno stabile e fidelizzata; inoltre, essendo per lo più investitori istituzionali, è probabile siano molto più dinamici rispetto alla grande fetta di piccoli investitori nazionali e alle banche nazionali. In questa prospettiva, una composizione della raccolta sbilanciata verso l'estero potrebbe essere un problema perché aumenta il rischio di un *sudden stop*, ovvero di una brusca e inattesa interruzione dei flussi di investimento dall'estero. In questo modo, una porzione consistente della domanda verrebbe meno e, a meno che non vi siano altri investitori a prenderne il posto, ciò si ripercuoterebbe inevitabilmente sul tasso d'interesse necessario per collocare quei titoli.

Riguardo alla composizione, una considerazione a parte riguarda il fatto che è preferibile che gli intermediari finanziari nazionali non accumulino livelli eccessivi di titoli di Stato domestici. Infatti, in caso contrario, può sussistere un legame pericoloso tra l'andamento del valore dei titoli e la stabilità degli intermediari (Acharya et al., 2014); vedi la sottosezione "debito pubblico – debito privato" che segue.

Infine, un'altra dimensione (già accennata nei paragrafi precedenti) riguarda la distinzione tra piccoli investitori ed investitori istituzionali. Gli investitori istituzionali sono più dinamici dei piccoli investitori perché questi ultimi tendono a tenere i titoli per lo più fino alla scadenza. Quindi, la loro partecipazione stabilizza il debito rendendo meno volatile il tasso di rendimento.¹³

Valuta d'emissione

I titoli del debito possono essere emessi nella propria valuta o in una valuta estera. I paesi avanzati e le economie stabili emettono quasi esclusivamente nella propria valuta¹⁴. Ci sono due differenze principali tra l'emettere titoli in valuta estera o nazionale, una più evidente, l'altra meno. Se si emettono titoli in valuta estera, bisogna avere a disposizione le somme per pagare gli interessi e rimborsare i titoli a scadenza in quella valuta. In condizioni in cui il tasso di cambio è stabile, questo non complica il rimborso del debito; ma se la valuta domestica si deprezza, serviranno risorse aggiuntive per disporre delle somme sufficienti a rimborsare i

¹³ Con questa consapevolezza, il Tesoro italiano ha creato dei titoli appositamente pensati per i piccoli investitori nazionali: i BTP Italia.

¹⁴ Piccoli importi in valuta pregiata vengono comunque emessi in base ad una strategia di diversificazione del rischio di raccolta e per allargare la base degli investitori.



creditori con la valuta di emissione.¹⁵ Un forte deprezzamento della valuta locale è quanto spesso si è osservato durante le crisi del debito dei paesi dell'America Latina negli anni ottanta. Questi erano soliti emettere titoli in dollari US perché ciò rendeva decisamente più appetibili i loro titoli agli investitori dei paesi avanzati in quanto il rischio di cambio non viene sostenuto dall'investitore ma dall'emittente.

L'aspetto meno evidente è che, se si emettono titoli in valuta estera, la banca centrale nazionale può intervenire a sostegno di quella parte del DP solo attraverso le riserve ufficiali, nella misura in cui queste sono utilizzabili. Si emettono cioè titoli in una valuta che non può essere creata dalla banca centrale nazionale. Riguardo a questo punto, si veda la sottosezione che segue.

Appartenenza ad un'unione monetaria ed interventi della banca centrale

Non ci dovrebbe essere nulla di negativo riguardo alla sostenibilità del DP quando si fa parte di un'aggregazione sovranazionale. Anzi, in base ad un principio di solidarietà che è probabile in questo tipo di aggregazioni, è lecito sperare in un intervento di aiuto in caso di difficoltà. Tuttavia, queste aggregazioni possono limitare le possibilità d'azione delle autorità nazionali. Nel caso specifico dell'Unione Monetaria Europea, le banche centrali nazionali non possono decidere liberamente di effettuare operazioni d'emergenza sui propri titoli del debito. Infatti, in teoria, qualunque banca centrale potrebbe monetizzare il debito (o solo la parte necessaria di questo) e stabilizzare l'andamento dei titoli attraverso il loro acquisto nel mercato secondario, operazione - in linea di massima - rischiosa nel breve periodo solo in caso di elevata inflazione (si veda la sottosezione "interventi della banca centrale" e il caso del Giappone nel paragrafo 5). Ma la politica monetaria nell'area euro è comune, va concordata a livello di Unione e gestita in conformità alle regole dell'UME, dove i paesi membri non hanno questa opzione a disposizione. Inoltre, nell'UME vige una clausola di non salvataggio (*no-bail-out clause*) dei paesi membri e la Banca Centrale Europea ha come unico mandato la stabilità dei prezzi. Tutto ciò rappresenta un fattore di rischio importante per i paesi dell'area euro con un DP elevato.

La gestione del debito e la sua struttura

La gestione ordinaria dello stock di debito, nonché la pianificazione della sua struttura, è anch'esso un elemento imprescindibile della sua sostenibilità. Allungare la vita media del debito, riducendo l'ammontare di quanto emesso a breve scadenza, rende lo stock molto più resiliente a shock avversi dei tassi d'interesse in quanto la trasmissione sull'ammontare totale è

¹⁵ Normalmente l'emittente si può proteggere dal rischio di cambio attraverso dei contratti finanziari quali *future* or *swap* in valuta (strategie di *hedging*).



molto più lenta (si veda la sottosezione precedente sui tassi d'interesse). Anche il meccanismo di collocamento tramite asta, nonché un rapporto di contatto e fiducia con i maggiori attori nel mercato internazionale del debito, rappresentano elementi fondamentali per la sostenibilità (per un approfondimento sul tema del *debt management*, si veda Jonasson et al., 2019).

Debito pubblico-debito privato

Fino ad ora abbiamo parlato solo di debito pubblico ma, in realtà, quest'ultimo è solo una delle due componenti del debito nazionale. L'altra fetta è il debito privato. Bisogna essere consapevoli della diversità in termini di grandezza del DP e privato presente tra i diversi paesi: molti di questi, considerati virtuosi in termini di DP, hanno un debito privato elevato. Specularmente, alcuni paesi che hanno un DP fuori dalla media risultano nella media in termini di debito nazionale (si veda Cecchetti et al., 2011 - Tabella 1). L'Italia è un esempio tipico in questa direzione: un DP superiore alla media, un basso debito privato, quindi un debito nazionale del tutto in linea con quello degli altri partner europei.

In alcune circostanze, un alto debito privato è un fattore di rischio anche per il DP (Jordà et al., 2014). Per esempio, quando il settore bancario entra in difficoltà un intervento pubblico di salvataggio è una via quasi obbligatoria. Queste misure di salvataggio pubblico possono a loro volta causare un forte aumento del DP fino al punto da renderlo non sostenibile. Ciò è quanto avvenuto in Irlanda nel 2010 (Kelly, 2010).¹⁶

Un basso debito privato, invece, può riflettere un'ampia ricchezza finanziaria del settore privato e, in teoria, ciò potrebbe rappresentare un elemento favorevole alla sostenibilità del DP se si assume che parte di quella ricchezza può assorbire il DP. Questa prospettiva è alla base di alcune proposte di riduzione straordinaria del DP che vedremo nel paragrafo 5 (proposta Modiano e proposta Karsten-Wendorff).

L'Italia nel 2011-2013

Il nostro paese ha vissuto una crisi del debito nel 2011-2012, la prima a memoria di molti. Questa è stata l'onda lunga della crisi finanziaria del 2007-08 e della recessione del 2009 e ha

¹⁶ Le misure di salvataggio in questione causano maggiore deficit nell'anno in corso, le risorse per finanziare quel deficit vengono reperite attraverso l'emissione di titoli del debito pubblico.



rappresentato, congiuntamente alle difficoltà vissute dalla Spagna, la seconda fase della crisi del debito dell'area euro.¹⁷

Pensiamo che tra le sue cause sia possibile escludere una posizione fiscale irresponsabile come mostrano i dati sul saldo primario (Tabella 1). Cafiso (2012b) fa un'analisi dettagliata dell'evoluzione del debito in quegli anni e mostra che le determinanti sono da ricercare altrove. Infatti, le difficoltà dell'Italia in quel periodo sembrano legate maggiormente ad un contagio dall'estero e alla sfiducia degli osservatori riguardo alla capacità delle istituzioni italiane di contenerlo, riattivare un percorso di crescita e ridurre significativamente il RDP.

Questa crisi ha segnato la politica e il corso democratico del paese: basti pensare al cambio di governo che si è reso necessario, nonché alla nuova consapevolezza dei cittadini riguardo ad un forte elemento di debolezza che è e continuerà ad essere il DP. Questa consapevolezza potrebbe rappresentare un elemento a favore di un impegno forte sulla riduzione del debito, che tuttavia non è ancora emerso.

4. Strategie di riduzione

Strategie convenzionali di riduzione del debito: consolidamento fiscale e crescita economica

Consolidamento fiscale

Le due semplici equazioni presentate nel secondo paragrafo (Eq. 1 e Eq. 2) chiariscono qual è la strada maestra per contenere o ridurre il DP: un consolidamento fiscale in base al quale il saldo primario ha un valore positivo superiore alla spesa per interessi, o comunque sufficientemente positivo se vi è crescita economica. Infatti, tanto maggiore è il saldo primario rispetto alla spesa per interessi, tanto più veloce è la riduzione del debito. Partendo da una situazione di disavanzo (α negativo nell'equazione sotto), un saldo primario positivo è raggiungibile o attraverso un aumento delle entrate o una diminuzione delle spese.

Il problema con questo tipo di approccio al contenimento del debito è l'effetto negativo sul tasso di crescita del PIL (g_t) che ne potrebbe derivare (Cafiso & Cellini, 2014). Tale effetto negativo

¹⁷ La crisi precedente di cui si ha memoria, quella del 1992 era più una crisi valutaria che aveva risvolti in termini di tenuta del debito, ma non aveva origine nel mercato del debito e soprattutto avveniva quando l'Italia non faceva ancora parte dell'Unione Monetaria Europea.



potrebbe essere forte a tal punto da annullare l'effetto positivo dell'aggiustamento fiscale. Per intenderci, nel caso di un aggiustamento raggiunto attraverso un incremento delle tasse:

$$\frac{D_t}{Y_t} = - \underbrace{\frac{T_t \uparrow - S_t}{Y_t}}_{\alpha \uparrow} + \frac{1 + i_t}{\underbrace{1 + g_t \downarrow}_{\beta \uparrow}} \cdot \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}},$$

i due addendi (α e β) aumentano entrambi, e visto che hanno un effetto opposto potrebbero compensarsi, così vanificando lo sforzo fatto in termini di aggiustamento fiscale.

Alesina e Ardagna (2010) sostengono che un aggiustamento fiscale realizzato attraverso un incremento delle tasse, rispetto ad uno realizzato attraverso una diminuzione della spesa ($S_t \downarrow$), più probabilmente avrà un effetto negativo sulla crescita economica. Per questo motivo, affermano che è meglio ridurre la spesa pubblica quando si vuole realizzare un aggiustamento fiscale volto a diminuire il RDP; al riguardo, si veda Cafiso & Cellini (2014).

Crescita economica

È facile capire perché la crescita economica sia decisamente l'opzione migliore per diminuire il RDP: fa aumentare il gettito fiscale (quindi $T \uparrow$) e fa diminuire il peso dello stock pregresso (quando $g_t > i_t$) perché rapporta il DP ad una grandezza (il PIL) che cresce più velocemente (appunto, $\frac{D_t}{Y_t} \downarrow$). Tuttavia, la crescita economica non è un traguardo sotto il controllo delle autorità pubbliche, si possono attuare politiche che la favoriscono ma non c'è garanzia che queste alla fine funzionino davvero.

È scontato dire che, oltre ad essere considerata come una tra le opzioni possibili per ridurre il RDP, la crescita economica è sicuramente quella più attraente per qualunque elettorato in quanto crescita significa, in ultima istanza, maggiore reddito in aggregato per tutti.

Maggiore crescita via maggiore deficit?

Un'idea suggestiva per diminuire il RDP sfrutta il concetto di moltiplicatore della spesa pubblica (Auerbach & Gorodnichenko, 2013). È facilmente riassunta in questi termini: se aumentando il deficit dell'1%, l'effetto positivo sul PIL è superiore all'1% (quindi, quando l'incremento del debito legato al maggiore deficit è inferiore all'incremento del PIL), allora il RDP diminuisce. Questa tesi è ben discussa in un documento disponibile presso l'Osservatorio dei Conti Pubblici (Tortuga, 2018). Ammesso e non concesso che il moltiplicatore della spesa pubblica sia maggiore di 1, è verosimile che l'effetto sia soltanto di breve periodo e quindi causerebbe un risultato diverso nel medio-lungo periodo. Bernardini et al. (2019) spiegano che



l'effetto di politiche fiscali espansive in deficit si dovrebbe tradurre in un aumento del livello del PIL, non in un rialzo del suo tasso di crescita, mentre il deficit causa un aumento del tasso di crescita del debito.

Detto ciò, questa strada (sia che venga percorsa attraverso una diminuzione delle tasse o un incremento della spesa) non sembra comunque un'opzione per paesi con un margine fiscale ridotto, e dovrebbe comunque essere ponderata con attenzione pensando a quale lettura i mercati finanziari potrebbero darne. Infatti, se un deficit maggiore causa un rialzo del costo di finanziamento del debito, allora è più che probabile un effetto avverso nel medio periodo.

Revisione della spesa

Cosa ben diversa è, invece, ricomporre la spesa spostando somme da capitoli infruttuosi in termini di crescita economica a voci più efficaci a quel fine garantendo saldi invariati. Questa sembra essere un'ottima scelta. Tuttavia, come dimostra l'esperienza italiana, ricomporre la spesa pubblica non è una strada facile da percorrere (Pesole, 2019).

Strategie non convenzionali di riduzione del debito: politica monetaria e regolamentazione

Interventi della Banca Centrale

Come accennato nel terzo paragrafo (sottosezione "appartenenza ad un'unione monetaria ed interventi della banca centrale"), la banca centrale può giocare un ruolo determinante in un'ottica di stabilizzazione e contenimento del DP. Tuttavia, questo tipo di impegno non è nel mandato tipico delle banche centrali e può essere giustificato solo se come fine (principale o secondario) ha quello del raggiungimento dell'obiettivo della banca centrale; questa impostazione restrittiva è quella dell'area euro. Dipende quindi dallo statuto della banca centrale in questione e dalla cultura economica del paese: può non essere scontato ma è giustificato in caso di situazioni eccezionali. Per esempio, la BCE ha giustificato il suo programma di acquisto titoli con il fine di far aumentare il livello dei prezzi per avvicinarlo al valore obiettivo del 2%. Il risultato di questo programma riguardo al livello dei prezzi non è stato soddisfacente, ma lo è stato sicuramente in termini di stabilizzazione del mercato del debito.



La banca centrale non ha limiti in termini di capacità di creare moneta con cui acquistare i titoli in circolazione per stabilizzarne il corso. In questo senso si parla di *monetizzazione del debito*. Il problema principale di questo tipo d'intervento è che l'incremento dell'offerta di moneta che ne consegue può causare inflazione. È certo che questo tipo di misure è quindi da calibrare in base al loro possibile impatto sul livello dei prezzi, e comunque non possono essere uno strumento ordinario. Infatti, un'implicita deviazione della politica monetaria, se sistematica, può generare aspettative avverse riguardo alla credibilità delle autorità fiscali e monetarie. Inoltre, nel medio-lungo periodo, queste misure possono favorire comportamenti di *moral hazard* in base ai quali l'aspettativa dell'intervento da parte della banca centrale deresponsabilizza le autorità fiscali da una gestione equilibrata del bilancio. Ben prima dell'introduzione dell'euro, questa prospettiva portò anche l'Italia a garantire l'indipendenza delle autorità monetarie da quelle fiscali. Ciò avvenne con il cosiddetto "divorzio" tra la Banca d'Italia e il Ministero del Tesoro, avviato nel 1981, in base al quale la prima smise di garantire il collocamento dei titoli emessi dal Tesoro (a riguardo, si legga Draghi, 2011).¹⁸

Tutto ciò, sommato ad una prospettiva diversa riguardo al ruolo delle istituzioni monetarie, spiega l'opposizione di alcuni paesi dell'area euro a misure monetarie di sostegno del debito dei paesi in difficoltà. Ciononostante, misure di questo tipo, nella forma del *quantitative easing* e nel potenziale del programma *Outright Monetary Transactions*, è quanto è avvenuto anche nell'UME, dopo una lunga serie di insuccessi che hanno avuto un costo elevato (Baldwin & Giavazzi, 2015). Questi provvedimenti sono stati *l'extrema ratio* osteggiata da alcuni paesi membri ma, secondo molti altri, si è trattato in definitiva di misure davvero risolutive.

L'inflazione

Un'inflazione elevata ha un effetto distorsivo negativo e per questo è comunemente considerata un male da evitare. Ciononostante, l'inflazione ha un effetto notevole sul DP: ne riduce il peso in termini reali per l'emittente a discapito di chi lo detiene. In effetti, come spiegato da svariati autori, tra i quali Abbas et al. (2014) e Francese & Pace (2008) più specificamente per l'Italia, un'inflazione elevata è la spiegazione principale della forte riduzione del debito osservata nel periodo successivo alla seconda guerra mondiale (Figura 1). Il Box 6 spiega come l'inflazione intacca il RDP. È bene essere consapevoli che l'effetto positivo per lo Stato implica uno speculare effetto negativo per gli investitori che detengono i titoli del DP dal momento che

¹⁸ In generale, è vietato quasi ovunque un intervento diretto della banca centrale in termini di finanziamento alle autorità fiscali di riferimento, per esempio, attraverso l'acquisto di titoli all'emissione. Ciò minerebbe l'indipendenza della banca centrale (Rossi, 2014); nel caso specifico dell'area euro, il divieto è all'art. 123 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (che incorpora il Trattato di Maastricht).



questi vedono diminuire il valore reale del loro investimento.¹⁹ Quindi, un'inflazione elevata scoraggia l'acquisto di titoli del DP a meno che non vengano introdotti dei meccanismi di indicizzazione.

Box 6 – Come l'inflazione erode il DP

L'inflazione fa aumentare il livello nominale dei prezzi, dei salari, dei redditi, ecc. erodendo il potere d'acquisto di una certa somma monetaria. Se c'è inflazione, 100€ oggi, domani consentiranno di acquistare meno beni e servizi perché quelli avranno un prezzo più alto.

I titoli del debito hanno per lo più un valore nominale fisso, non modificabile. Consideriamo che, nell'anno in corso, l'ammontare del debito sia 5.000€ e che il PIL ammonti a 10.000€, quindi ci sia un RDP uguale al 50%. Se consideriamo che il tasso d'interesse medio su quel debito è del 5%, ogni anno lo Stato paga 250€ di interessi. Consideriamo infine che il debito ha una vita media di 5 anni e lo Stato, ogni anno, ha bisogno di rinnovarne un quinto.

Adesso immaginiamo che ci sia un tasso d'inflazione inatteso pari al 15%, tale per cui nell'anno successivo:

- il livello nominale del PIL passa da 10.000€ a 11.500€,
- il valore del debito cresce solo per la parte da rinnovare ($5000/5=1000$) per un importo addizionale pari all'inflazione, arrivando quindi a 5150€ $[(5000-1000)+(1000 \times 1,15)]$

Da ciò consegue che il RDP, nell'anno successivo, sarà pari al 44,7% $[(5150/11500)*100]$.

Inoltre, immaginiamo che la percentuale di PIL che lo Stato raccoglie in tasse sia pari al 20%, la raccolta nel primo anno è quindi 2.000€ $[=10.000 \times 0,2]$ e nel secondo anno 2.300€ $[=11500 \times 0,2]$. Nel primo anno, la spesa per interessi assorbe una percentuale del gettito pari al 12,5% $[=250/2000]$, mentre il secondo anno gli interessi assorbono una porzione minore pari all'11,19% $[=257,5/2300]$, ove $(5150 \times 0,05=257,5)/(11500 \times 0,2=2300)$. Da ciò deriva che anche il pagamento degli interessi diviene meno oneroso; quindi, è possibile immaginare che il saldo complessivo di bilancio migliori e il RDP diminuisca anche per questo motivo come descritto dall'Eq.2.

Regolamentazione: financial repression

Con il termine *financial repression* (letteralmente, repressione finanziaria) si intende un assetto regolamentativo che favorisce, restringendo le alternative, l'acquisto di titoli di Stato da parte

¹⁹ Il rendimento reale dell'investimento è pari al tasso di rendimento nominale meno il tasso d'inflazione.



degli intermediari nazionali e possibilmente del pubblico (Reinhart et al., 2011). Ciò ha l'effetto principale di mantenere i tassi d'interesse artificialmente bassi. Storicamente, anche questo tipo di regolamentazione - congiuntamente ad un'inflazione positiva - ha aiutato molto i governi a ridurre il costo del proprio indebitamento (Reinhart et al., 2012).²⁰ Un esempio di questo tipo di regolamentazione, favorevole all'acquisto di titoli di Stato, è il coefficiente uguale a zero assegnato ai titoli di Stato per il calcolo del rapporto capitale-attività ponderate per il rischio (BIS, 2018).

In un'epoca di libertà nel movimento dei capitali questo tipo di strategie può sembrare *démodé*, ma è invece ancora molto attuale. Nell'area euro è recente il dibattito circa il bisogno di limitare l'acquisto di titoli di Stato da parte degli intermediari finanziari nazionali (Gros, 2017), al fine di rompere il legame – secondo alcuni perverso - tra le difficoltà dei governi in caso di crisi del debito e le difficoltà degli intermediari (Acharya et al., 2014). Alcuni sostenitori vorrebbero allentare la regolamentazione che favorisce l'acquisto di titoli da parte di questi ultimi; tuttavia, sussistono molti dubbi al riguardo perché le alternative potrebbero essere comunque più rischiose per gli intermediari e quindi aumentare i rischi complessivi per il sistema finanziario (Lanotte & Tommasino, 2018).

Default del debito

Le strategie (convenzionali e non) per ridurre il DP conosciute e discusse nella letteratura economica sono quelle appena spiegate. Ma c'è un altro modo per abbattere la montagna del debito, un modo estremo che comporta una perdita per chi detiene i titoli del debito: il *default*. Come discusso da Ams et al. (2019), ci sono diverse tipologie di *default* e la maggior parte di queste porta ad una ristrutturazione dello stock del debito. La ristrutturazione può consistere in una ridefinizione/dilazione delle scadenze, in un taglio netto nel valore nominale dei titoli in circolazione (*haircut*) o una combinazione di entrambi. In tutti questi casi, c'è una forma di perdita per l'investitore.

La conseguenza di una scelta di questo tipo è una forte destabilizzazione di molti settori dell'economia, primo tra tutti quello bancario; ma si deve considerare anche l'incapacità dello Stato di finanziare la spesa in deficit perché perde l'accesso al mercato dei capitali, in quanto gli investitori non vorranno più concedere prestiti (per un periodo lungo) ad un emittente che si è dimostrato insolvente. Come detto nel primo paragrafo, le crisi del debito che portano al *default*

²⁰ Reinhart et al. (2011) pongono l'accento su un problema importante che emerge in caso di repressione finanziaria, ovvero la presenza sempre maggiore di attori non di mercato nel mercato del debito, primi tra tutti le banche centrali. Il loro intervento, alterando il prezzo che in questo mercato si forma, mina la capacità dello stesso di fornire un'informazione affidabile sul rischio connesso a queste attività finanziarie. Reinhart et al. (2011) chiamano *liquidation effect* l'ammontare di debito pubblico eliminato grazie alla repressione finanziaria.



hanno conseguenze gravi. Ciononostante, come anche Debrun et al. (2019) affermano, non è detto che il *default* sia sempre l'opzione peggiore.

5. Esperienze di riduzione del debito, prospettive e proposte

Alcune esperienze di riduzione del debito

È possibile individuare episodi di riduzione significativa del RDP anche dopo il 1970 (Best et al., 2019), ovvero successivamente all'inflazione e alla forte crescita che ha contraddistinto il periodo dopo la fine della seconda guerra mondiale. Nello studio di questi eventi è utile la distinzione tra economie emergenti ed in via di sviluppo da un lato, ed economie avanzate dall'altro.

La riduzione del RDP è per lo più conseguente ad eventi di ristrutturazione (*default*) nell'ambito del *Piano Brady* per le economie emergenti; per i paesi in via di sviluppo invece si tratta di episodi nell'ambito della *Heavily Indebted Poor Countries Initiative*.²¹ Per quanto riguarda le economie avanzate, invece, la riduzione del RDP non è dovuta ad eventi estremi come il *default*, bensì a miglioramenti della posizione fiscale (rilevanti e pluriennali saldi primari positivi) in corrispondenza di periodi di sostenuta crescita economica (Best et al., 2019; Bernardini et al., 2019). Esempi di questo tipo sono l'Irlanda e la Nuova Zelanda a partire dal 1980, il Belgio e la Danimarca a partire dal 1990.²²

Tra i paesi con un RDP superiore al 100%, il Belgio offre un esempio di una notevole riduzione del DP. Il RDP ammontava al 134,4% nel 1993, ma era sceso al 87% nel 2007, una riduzione di circa 47,7 punti. In questo caso, la riduzione è stata per lo più legata allo sforzo necessario, in termini di aggiustamento fiscale, per aderire all'area euro, che ha portato il paese ad un considerevole saldo primario positivo, possibile anche grazie ad un trend di crescita favorevole. Anche l'Italia, nello stesso periodo, ha fatto registrare una diminuzione del RDP che, tuttavia, si è interrotta prima che in Belgio soprattutto a causa di un tasso di crescita decisamente più

²¹ Il *Piano Brady*, che prende il nome dal segretario al tesoro americano Nicholas Brady, è stato un piano per la riduzione del debito pubblico dei paesi latino-americani successivo alla crisi iniziata nel 1982 con il *default* del Messico. *L'iniziativa per i paesi poveri fortemente indebitati* è stato un programma lanciato nel 1996 dal Fondo Monetario Internazionale (congiuntamente alla Banca Mondiale) volto alla riduzione del debito dei paesi poveri, particolarmente quelli africani.

²² Se ci concentriamo sui paesi europei dal 1970 in poi, emerge che 10 paesi hanno registrato un saldo primario positivo per un periodo superiore ai 10 anni consecutivi: Belgio, Bulgaria, Danimarca, Irlanda, Spagna, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Finlandia e Svezia. In termini cumulati, al 2009, la somma dei saldi primari raggiungeva il 50% del GDP in sette paesi europei: Belgio, Bulgaria, Danimarca, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Finlandia (ECB, 2016).



modesto. Infatti, il RDP in Italia diminuisce dal 117% del 1995 al 100% del 2004, per poi fermarsi e tornare nuovamente a salire. Sapir (2018) afferma che la diversa evoluzione del RDP tra Italia e Belgio, successivamente all'introduzione dell'euro, dipende principalmente da due fattori che hanno favorito il Belgio: un saldo primario maggiore e per un periodo più lungo e un maggiore tasso medio di crescita economica. La Tabella 2 riporta le variabili per il confronto tra Italia e Belgio.²³

Tabella 2. *Italia e Belgio a confronto.*

anno	Belgio				Italia			
	SCB	SPB	RDP	rGDPg	SCB	SPB	RDP	rGDPg
1995	-4.45	4.50	130.54	2.38	-7.25	3.89	116.91	2.89
1996	-3.93	4.58	127.97	1.59	-6.65	4.43	116.34	1.27
1997	-2.12	5.63	123.21	3.71	-3.01	6.15	113.76	1.83
1998	-0.95	6.46	118.20	1.98	-3.02	4.85	110.81	1.81
1999	-0.55	6.33	114.42	3.56	-1.80	4.59	109.66	1.63
2000	-0.07	6.59	108.77	3.63	-2.44	3.69	105.12	3.79
2001	0.17	6.71	107.59	0.81	-3.39	2.69	104.73	1.95
2002	0.05	5.85	104.71	1.78	-3.00	2.46	101.93	0.25
2003	-1.76	3.63	101.11	0.77	-3.34	1.63	100.49	0.14
2004	-0.16	4.65	96.52	3.63	-3.50	1.11	100.09	1.42
2005	-2.76	1.60	94.68	2.09	-4.11	0.40	101.94	0.82
2006	0.22	4.31	91.05	2.51	-3.52	0.92	102.56	1.79
2007	0.07	4.05	87.03	3.45	-1.46	3.30	99.79	1.49
2008	-1.10	2.86	92.53	0.78	-2.63	2.30	102.41	-0.96
2009	-5.38	-1.56	99.54	-2.25	-5.25	-0.83	112.55	-5.28
2010	-4.00	-0.39	99.72	2.74	-4.21	0.08	115.41	1.71
2011	-4.19	-0.60	102.59	1.80	-3.68	0.99	116.52	0.71
2012	-4.23	-0.63	104.33	0.23	-2.92	2.26	123.36	-2.98
2013	-3.13	0.18	105.45	0.20	-2.92	1.91	129.02	-1.84
2014	-3.10	0.16	107.52	1.25	-3.04	1.54	131.79	0.00
2015	-2.39	0.64	106.37	1.74	-2.61	1.51	131.56	0.78
2016	-2.41	0.44	106.10	1.45	-2.52	1.40	131.40	1.28
2017	-0.83	1.64	103.43	1.73	-2.39	1.41	131.36	1.72
2018	-0.69	1.57	102.01	1.44	-2.13	1.56	132.16	0.77

Note: SCB è il saldo complessivo di bilancio, SPB è il saldo primario di bilancio, RDP è il rapporto debito-PIL, rGDPg è il tasso di variazione del PIL reale. Fonte: Commissione Europea (Ameco).

²³ Tra i paesi citati, anche la Finlandia diminuisce considerevolmente il suo debito tra il 1994 e il 2008: dal 56.13% al 32.65%. Tuttavia, appare chiaro che non vi era una vera e propria esigenza di riduzione dato che il valore di partenza era comunque basso.



Un caso particolare: il Giappone

La Figura 1 mostra che l'ammontare di debito in Giappone ha raggiunto un livello di gran lunga superiore a quello di tutte le altre economie avanzate. Il sorprendente aumento del DP giapponese ha origine agli inizi degli anni 90 e solo negli ultimi anni sembra essersi stabilizzato intorno al 232% del PIL (i dati completi sono nelle Tabelle online). La cosa da rilevare è che non c'è stata, fino ad ora, la benché minima preoccupazione riguardo la tenuta del DP giapponese. Ci si potrebbe chiedere quindi perché paesi con un RDP molto minore rispetto a quello giapponese alla fine si sono trovati costretti al *default*, mentre in Giappone non c'è alcuna preoccupazione riguardo alla sostenibilità.

Le ragioni sono diverse e per lo più riassunte da quei fattori rilevanti discussi nel paragrafo 3. Primo fra tutti, i tassi d'interesse sui titoli giapponesi sono rimasti costantemente bassi, addirittura negativi, nel corso del 2019. La quasi totalità dei titoli del debito sono detenuti da soggetti residenti; la porzione di titoli nelle mani dei non residenti è decisamente maggiore negli altri paesi (5-7% per il Giappone contro, per esempio, il 40% dell'Italia; Abbas et al., 2014). Inoltre, la politica monetaria espansiva degli ultimi anni (*quantitative easing*) ha fatto sì che la banca centrale del Giappone detenga quasi la metà dei titoli del DP giapponese (457¥ trilioni su un totale di 996¥ trilioni alla fine del 2016; Arsanalp et al., 2019).²⁴

Debrun et al. (2019) fanno un interessante confronto tra la Germania e il Giappone riguardo all'evoluzione del rispettivo DP proprio a partire dagli anni 90 (il confronto può essere fatto attraverso i dati nelle Tabelle online -Tabella 3). Nello spiegare la diversa dinamica del debito tra i due paesi, che si giudicano essere simili rispetto a molte altre dimensioni, indicano come causa soprattutto il diverso tasso di crescita medio tra i due paesi, ma attribuiscono peso anche ad una diversa posizione fiscale del Giappone rispetto alla Germania, ovvero ad un minore impegno del primo in termini di equilibrio di bilancio.²⁵

Ipotesi straordinarie di consolidamento fiscale

Come discusso nel paragrafo precedente, un consolidamento fiscale è una delle opzioni convenzionali per ridurre il DP. Un consolidamento può essere ottenuto attraverso un aumento delle entrate, una riduzione delle spese o una combinazione di entrambe. In certe situazioni, è

²⁴ Il Giappone ha una banca centrale che può effettuare acquisti illimitati di titoli emessi nella propria valuta; quindi, la domanda risulta essere particolarmente sostenuta.

²⁵ Gli autori segnalano una variazione strutturale del tasso di crescita per entrambi i paesi tra il periodo 1970-1989 e il periodo 1990-2018. La Germania registra un tasso medio di crescita pari al 2.5% nel periodo 1970-1989 e del 1.7% nel periodo 1990-2018. Il Giappone del 4.8% nel periodo 1970-1989 e del 1.2% nel 1990-2018.



possibile immaginare un consolidamento attraverso misure straordinarie di incremento delle entrate e/o riduzione delle spese. Vediamo alcune ipotesi.

Aumento straordinario delle entrate: la proposta Modiano

Nel luglio del 2011, Pietro Modiano (presidente di Nomisma in quel periodo) ha lanciato l'idea di introdurre una tassa sul patrimonio al fine di ridurre il RDP (Varesi, 2011).²⁶ Nelle parole di Modiano l'imposta avrebbe dovuto colpire solo la fascia più ricca dei contribuenti e solo una certa porzione del loro patrimonio. L'ipotesi ha sollevato qualche reazione ma non è stata formalizzata nel dettaglio; pertanto, un'analisi puntuale è difficile e possibile solo immaginando ulteriori dettagli mai specificati.²⁷

A favore di un'imposizione straordinaria sul patrimonio delle fasce più ricche della popolazione ci sarebbe il risultato potenziale in termini di gettito, garantendo una certa equità. Opzione tanto più interessante in termini di equità, quanto più alta è la ricchezza complessiva e quanto meno equamente essa è distribuita. Tra i vantaggi di un'imposta di questo tipo c'è anche il fatto che essa non dovrebbe comprimere particolarmente i consumi visto che questi, a livello aggregato, dipendono maggiormente dal reddito (e non dalla ricchezza), soprattutto per le fasce di reddito più basse.

Tuttavia, bisognerebbe capire come una misura di questo tipo verrebbe posta in essere: se *una-tantum* oppure come misura *permanente*. Come misura *una-tantum* non anticipabile potrebbe essere utile per reperire somme in caso di emergenza e raggiungere un forte aggiustamento fiscale nell'anno in corso.²⁸ Ma in questo caso, se il deficit dipende da una posizione fiscale comunque in squilibrio strutturale, rappresenterebbe solo una misura tampone per il breve periodo. Al contrario, come misura permanente potrebbe innescare meccanismi distorsivi (vedi "consolidamento fiscale" nel paragrafo 4) ed incentivare il trasferimento del patrimonio mobile all'estero. A tal riguardo, visto l'attuale ammontare del debito pubblico (134% del PIL a dicembre 2018: 2.380,3 € miliardi di debito, 1.765,4 € miliardi di PIL) va sottolineato che per contribuire ad una riduzione apprezzabile, l'imposta dovrebbe essere in vigore per un periodo

²⁶ Sembra che questa proposta sia stata presentata in due riprese. La prima nel luglio 2011 quando l'Italia era nel bel mezzo della crisi del debito, la seconda nel 2013.

²⁷ Ad esempio, il gettito dell'imposta sarebbe dovuto servire per ridurre il debito, ma non risulta chiaro in che modo. È possibile pensare a due alternative: la *prima* in cui il gettito dell'imposta entra nel complesso del bilancio dello Stato come posta positiva tra le entrate (così realizzando un consolidamento fiscale); la *seconda* in cui il gettito non entra nel complesso del bilancio ma viene accantonato in un fondo speciale per la riduzione del debito. Se si vuole essere certi sull'uso, la seconda opzione sarebbe preferibile.

²⁸ L'equità dell'imposizione sarebbe difficile da garantire in un contesto di emergenza. Infatti, i grandi patrimoni sono difficili da individuare e tracciare, ed è quindi probabile si finirebbe per imporre un'imposta lineare su quello emerso che certo in Italia non è esclusivo delle fasce più ricche della popolazione.



pluriennale lungo, con un'aliquota moderata, per evitare effetti eccessivamente dannosi sui detentori e gestori del patrimonio oggetto di imposizione.²⁹

Converrebbe fare qualcosa di questo tipo in Italia? La risposta a questa domanda non è scontata: dipende da come l'imposta è strutturata (in base a quanto delineato sopra) e sarebbe comunque il frutto di una scelta di politica fiscale tra diverse opzioni possibili. Tuttavia, è noto che nemmeno nel bel mezzo della crisi del 2011-2012 i governi in carica si sono orientati in questa direzione. Resta il fatto che misure di questo tipo rientrano nell'ambito degli strumenti possibili. Infatti, come misura di emergenza, qualcosa di diverso da quanto immaginato da Modiano, ma comunque un'imposta patrimoniale, è stato fatto in Italia nel bel mezzo della crisi della Lira, colpendo solo alcuni cespiti del patrimonio. Nel luglio del 1992, il governo Amato impose un prelievo retroattivo sui conti correnti bancari del 6 per mille (attraverso un decreto legge) e un'imposta straordinaria immobiliare con un'aliquota del 3 per mille. In questo caso, appunto, si trattò di un'imposta straordinaria una-tantum non anticipabile.

Aumento straordinario delle entrate: vendita del patrimonio dello Stato

Sempre dal lato delle entrate, con l'intento di reperire risorse straordinarie, si potrebbe agire attraverso la vendita di società pubbliche o la dismissione di una parte del patrimonio dello Stato. In questo caso, si tratterebbe sicuramente di misure una-tantum che potrebbero avere solo un effetto nell'anno in corso. Diversamente, se le attività vendute fossero in perdita, si potrebbero generare risparmi in tutti gli esercizi successivi.

In ogni caso, queste misure difficilmente avrebbero un impatto significativo sul RDP visto gli ordini di grandezza diversi degli importi in questione (Bufacchi, 2019).

Una ristrutturazione dolce: la proposta Karsten-Wendorff

Nell'ottobre del 2018, Karsten Wendorff (capo del dipartimento di finanza pubblica della Bundesbank, la banca centrale tedesca) ha lanciato un'idea su come l'Italia potrebbe agire per ridurre drasticamente il suo RDP (Bufacchi, 2018). L'idea si fonda sulla stessa base concettuale della patrimoniale discussa precedentemente: gli italiani hanno molta ricchezza, superiore alla media UE, che può essere utilizzata per assorbire parte del DP. Da quello che è possibile capire dall'idea dell'economista tedesco, non formalizzata nel dettaglio, il meccanismo dovrebbe funzionare più o meno come segue. Vengono emessi dei "titoli di debito di solidarietà" il cui acquisto è imposto ai cittadini con un patrimonio più alto, per esempio per un ammontare pari

²⁹ Per gli importi nominali del debito, si veda il sito del Dipartimento del Tesoro (MEF). Link: http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/_link_rapidi/debito_pubblico.html



al 20% della loro ricchezza. Con il ricavato della vendita di questi titoli di solidarietà si procede a non-rinnovare/ritirare titoli di debito ordinari dal mercato, per un importo equivalente alla raccolta. Da qui, il rapporto tra titoli di debito ordinari e PIL ne risulterebbe diminuito. Praticamente, sarebbe un fondo salva-stato interno. Questa idea ricorda anche un'estrema forma di repressione finanziaria: si crea una domanda forzata per i titoli (finanziata con la ricchezza nazionale) che potrebbe calmierarne il tasso d'interesse.

Tuttavia, questo tipo di meccanismo sposterebbe il peso per la finanza pubblica dai titoli ordinari a quelli di solidarietà che, a meno di un rimborso parziale di questi ultimi, non diminuirebbe davvero il peso del debito. La vera specificità di questa proposta è che prevede il solo coinvolgimento di risorse interne e non quelle possibilmente reperibili attraverso meccanismi esterni, quali - per esempio - il Meccanismo Europeo di Stabilità. Ma la convenienza ad agire con un'impostazione di questo tipo (ristrutturazione solo con risorse interne) nel caso di insostenibilità del debito è dubbia.

Questa idea ha sollevato alcune reazioni negative (vedi Petrini, 2018). Non c'è dubbio che forzare liberi soggetti ad effettuare un investimento non sia per nulla ottimale e desiderabile; sempre che si creda a questa lettura e non si voglia pensare che tale investimento rappresenti, in realtà, una sorta di imposta patrimoniale suggerita da alcuni paesi che non vogliono trovarsi coinvolti nel salvataggio di altri. In ogni caso, ipotesi di questo tipo andrebbero scartate fino a quando il debito è sostenibile attraverso misure convenzionali. Ma se ad un certo punto il DP italiano diventasse davvero insostenibile e un *default* fosse inevitabile, bisognerebbe davvero pensare a quali soluzioni straordinarie adottare. Quindi, rispetto a questa proposta, ci sarebbe da valutare se il sostegno delle istituzioni europee o internazionali avrebbe come conseguenza un impatto negativo minore: *Grecia docet*.

Richieste alla UE di condivisione del rischio

Dal punto di vista dell'integrazione economica in Europa, la realizzazione dell'euro è stata una tappa decisiva, anche se il suo mantenimento si è rivelato una sfida importante. Da più parti si è levata la richiesta di andare oltre gli strumenti concessi dall'Unione Monetaria Europea così come la conosciamo, per esempio, realizzando gli istituti presenti in un'unione fiscale o in un'unione bancaria.

Queste richieste prendono spunto per lo più dalle idee su cosa sarebbe stato necessario fare per uscire dalla crisi del debito dell'area euro più velocemente. Nella realtà, poi, sembra che alcune di quelle idee si siano materializzate, anche se in una versione diversa da quella proposta (Baldwin & Giavazzi, 2015). In termini generali sembra possibile affermare che queste richieste abbiano come conseguenza, se non come obiettivo specifico, quello della condivisione del



rischio connesso ad alcuni aspetti della politica di bilancio o economica dei singoli paesi membri (Pisani-Ferry & Zettelmeyer, 2019).

Eurobond

L'idea generale degli *Eurobond*, ovvero di titoli emessi da agenzie della UE sotto la propria responsabilità, per diversi fini, è stata proposta a più riprese (Claessens et al., 2012; Bini Smaghi & Marcussen, 2018). I fautori sostengono che questi titoli potrebbero essere piazzati sul mercato ad un costo molto basso rispetto a quello che pagano alcuni paesi UE e quindi essere vantaggiosi, se non per finanziare le spese dei paesi membri, almeno per realizzare progetti di investimento di interesse europeo.

Tutte le proposte in questa direzione sono state fortemente osteggiate dai paesi del Nord Europa che mantengono una politica di bilancio equilibrata e si finanziano già a costi molto bassi. Inoltre, consentire strumenti di questo tipo, significherebbe indirettamente concedere l'emissione di titoli di debito di cui tutti i paesi membri diventano poi responsabili, ognuno in una certa misura. Questo è un punto particolarmente sensibile in quanto nella stessa costruzione dell'unione monetaria si è inserito il divieto di acquistare titoli dei paesi membri, proprio al fine di non condividere i rischi legati alle politiche di bilancio nazionali.³⁰

Nella realtà, strumenti concettualmente simili agli Eurobond proposti (ma per un ammontare limitato e per un fine specifico) sono stati già emessi, per esempio quelli nell'ambito dello *European Financial Stability Facility* per i piani di sostegno all'Irlanda, al Portogallo e alla Spagna (Horvath & Huizinga, 2015). Con quello scopo, un paese membro in difficoltà ricorre ai prestiti europei concessi da agenzie dell'Unione che si finanziano attraverso emissioni comunitarie.³¹

Sebbene strumenti potenzialmente utili, è innegabile che misure di questo tipo potrebbero deresponsabilizzare le autorità nazionali, diminuendo la necessità di politiche nazionali equilibrate e coerenti con un obiettivo di debito sostenibile. Per questo, ci sembra preferibile rimangano nell'ambito di misure emergenziali.

³⁰ Alcuni osservatori fanno comunque rilevare che lo stesso acquisto di titoli di Stato dei paesi membri da parte della BCE, nell'ambito dei programmi di *quantitative easing* realizzati, implica una condivisione del rischio a livello di paesi dell'area euro per una quota proporzionale pari al capitale della BCE sottoscritto.

³¹ Questa in effetti è la ratio alla base del Meccanismo Europeo di Stabilità, una nuova agenzia della UE (che ha sostituito il temporaneo *European Financial Stability Facility*) e che nelle intenzioni ha lo scopo di prestare risorse ai paesi dell'area euro in difficoltà nella forma di prestiti condizionati a programmi di aggiustamento.



6. E quindi, l'Italia?

La domanda “il debito pubblico italiano rimarrebbe sostenibile in caso di un cambiamento dello scenario attuale?” non ha una risposta certa. Prescindendo da ogni formula, si potrebbe dire di sì, almeno fino a quando la domanda di titoli è sufficiente e gli interessi possono essere pagati. Ma a quale costo? La minore crescita dell'Italia potrebbe anche essere dovuta al livello eccessivo del debito, come discusso nel primo paragrafo. Inoltre, un aumento del tasso di finanziamento causerebbe squilibri molto forti. Ad oggi, gli scenari di medio periodo riguardo all'evoluzione dei tassi sono incerti. Una riduzione dei programmi di *quantitative easing* è probabile e ciò potrebbe causare un rialzo moderato dei tassi, ma l'inflazione rimane ancora troppo bassa. Molto dipenderà dalla nuova guida della Banca Centrale Europea di Christine Lagarde.

In un'ottica precauzionale crediamo che sia comunque utile avviare un processo di riduzione del debito a prescindere dalla sostenibilità attuale, anche solo per recuperare spazio fiscale da usare contro possibili shock avversi futuri. Potrebbe convenire una soluzione volta a diminuire drasticamente il RDP? No, perché queste non sono fattibili nella realtà visto l'ordine delle grandezze coinvolte e perché comunque potrebbero influenzare in una direzione incerta il PIL. Come è possibile quindi realizzare una riduzione del RDP? Attraverso la definizione di target di bilancio pluriennali in funzione dell'obiettivo di riduzione scelto, un piano programmato per un arco temporale almeno decennale e correlato da clausole di salvaguardia. In pratica, qualcosa che richiama quanto già previsto dalle regole europee per il rientro entro la soglia del 60% del RDP, e che è stato osservato funzionare nelle economie avanzate (Best, et al., 2019).

In questa ottica di riduzione del RDP all'interno dell'ordinaria politica di bilancio (consolidamento fiscale), una diversa impostazione della stessa è auspicabile: il focus dovrebbe essere sulla spesa più che sul saldo del bilancio. Bisognerebbe fissarla annualmente come obiettivo primario in coerenza con l'obiettivo di medio-lungo periodo di riduzione del RDP. Diverse nuove proposte di riforma delle regole di bilancio europee si concentrano sulla definizione di una regola annuale incentrata sulla spesa primaria (tra gli altri, Bénassy-Quéré et al. 2018; Feld et al., 2018). La ragione principale per concentrarsi sulla spesa primaria è che questa dipende in misura minima dal ciclo economico e quindi le autorità pubbliche possono definirla *ex-ante* con certezza (rispetto al saldo complessivo di bilancio) così assicurando maggiore successo all'obiettivo di riduzione del RDP (Andrle et al., 2015). Fissando la spesa primaria si mantiene una politica di bilancio anticiclica (*stabilizzatori automatici* limitati al lato delle entrate), che lascia tuttavia spazio ad un consolidamento fiscale maggiore in periodi di crescita più sostenuta rispetto alla regola attuale del 3%, il valore-soglia percepito come limite da sfruttare al massimo sia in periodi di maggiore che minore crescita economica. Inoltre, diversamente dalla regola attuale sul deficit, fissare la spesa primaria consente di contenere il peso del settore pubblico sull'economia nazionale.



Su un piano diverso, a parità di altre condizioni, una riduzione della spesa sembra preferibile ad un incremento della tassazione nel caso in cui si debba realizzare un aggiustamento fiscale finalizzato a ridurre il RDP perché questo approccio ha un impatto meno negativo sul PIL (Alesina & Ardagna 2010; Cafiso & Cellini 2014). In una prospettiva di stimolo alla crescita, una revisione strutturale della spesa pubblica a favore di maggiori investimenti sembra auspicabile. Coerentemente, si potrebbe pensare anche di ricomporre il mix fiscale evitando un incremento della tassazione complessiva. La prospettiva sarebbe quindi quella di stimolare quanto più possibile il denominatore del rapporto debito-PIL, mantenendo ben saldo il numeratore. In ogni caso, vanno rispettati i limiti di sostenibilità dell'assistenza e della previdenza pubblica evitando misure che possono causare forti squilibri anche in una prospettiva intergenerazionale, visto l'andamento demografico e il peso in termini di pagamento del debito trasferito alle generazioni future.

Lungo questo percorso bisognerebbe impegnarsi per mantenere la fiducia degli investitori da cui, come ci ricorda Anna Maria Cannata, in ultima analisi dipende la sostenibilità. Un aumento del costo di finanziamento potrebbe vanificare qualunque sforzo di riduzione del RDP: ecco perché le politiche che possono minare la percezione di affidabilità dell'emittente sono da considerare con cautela, al fine di mantenere inalterata la fiducia degli investitori.



Bibliografia

Abbas A.S., Blattner, L., De Broeck M., El-Ganainy M.A., Hu M. (2014), *Sovereign Debt Composition in Advanced Economies: A Historical Perspective*, International Monetary Fund, Working Paper #14/162.

Acharya, V., Drechsler, I., Schnabl, P. (2014), A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk, *The Journal of Finance*, Volume 69, pp. 2689-2739.

Aidt, T.S., Mooney, G. (2014), Voting suffrage and the political budget cycle: Evidence from the London Metropolitan Boroughs 1902--1937, *Journal of public economics*, Volume 112, pp. 53-71.

Alesina, A., Ardagna, S. (2010), 'Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending', *Tax Policy and the Economy*, Volume 24, pp. 35-68.

Ams, J., Baqir, R., Gelpern, A., Trebesch, C. (2019), *Sovereign Default*, in "Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners", (a cura di) S. Ali Abbas & K. Rogoff, Oxford, Oxford University Press.

Arsanalp, S., Bergthaler, W., Stokoe, P., Tieman, A. (2019), *Guide to Sovereign Debt Definitions and Composition*, in "Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners", (a cura di) S. Ali Abbas & K. Rogoff, Oxford, Oxford University Press.

Auerbach, A.J., Gorodnichenko, Y. (2013), *Fiscal multipliers in recession and expansion*, in "Fiscal Policy after the Financial Crisis" (a cura di) A. Alesina & F. Giavazzi, University of Chicago Press, pp. 98-102.

Baldwin, R., Giavazzi, F. (2015), *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions*, VoxEU.org, 07 September 2015.

Bénassy-Quéré, A., Brunnermeier, M., Enderlein, H., Farhi, E., Fratzscher, M., Fuest, C., Gourinchas, P.O., Martin, P., Pisani, F., Rey, H., Schnabel, I., Véron, N., Weder, Di Mauro, B., Zettelmeyer, J. (2018), *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*, CEPR Policy Insight No. 91.

Bernardini, S., Cottarelli, C., Galli, G., Valdes, C. (2019), *Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years*.

Best, T., Bush, O., Eyraud, L., Sbrancia, B. (2019), *Reducing Debt Short of Default*, in "Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners", (a cura di) S. Ali Abbas & K. Rogoff, Oxford, Oxford University Press.

Bini Smaghi, L., Marcussen, M. (2018), *Delivering a safe asset for the euro area: A proposal for a Purple bond transition*, VoxEU.org, 19 July 2018.



BIS (2018), *The regulatory treatment of sovereign exposures*, Basel Committee.

Bufacchi, I. (2018), "Patrimoniale" al 20%, il piano della Bundesbank per dimezzare il debito italiano, Sole24ore, 27 Marzo 2018.

Bufacchi, I. (2019), 'Debito pubblico. Ecco come si può tagliare', intervista ad Anna Maria Cannata, Sole24ore, 8 marzo 2019.

Cafiso, G. (2012a), *A Guide to Public Debt Equations*, <http://ssrn.com/paper=1975710>: SSRN.

Cafiso, G. (2012b), Debt Developments and Fiscal Adjustment in the EU, *Intereconomics*, Volume 47(1), pp. 61-72.

Cafiso, G. (2016), Non-Residents Holdings, Market Volatility and Public Debt Sustainability. An analysis with data for Italy, *Review of International Economics*, 8, Volume 24, pp. 484-513.

Cafiso, G., Cellini, R. (2014), Fiscal Consolidations and Public Debt in Europe. *International Tax and Public Finance*, 8, Volume 21, pp. 614-644.

Cafiso, G., Cellini, R. (2018), *How heavy is the bill? Interest payments and the evolution of public expenditure in Europe*, CESifo Working Papers, WP No. 7147.

Cecchetti, S., Mohanty, M., Zampolli, F. (2011), *The real effects of debt*, BIS Working Paper #352.

Checherita-Westphal, C., Rother, P. (2012), The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area, *European economic review*, Volume 56, pp. 1392-1405.

Claessens, S., Mody A., Vallee, S. (2012), *Making sense of Eurobond proposals*, VoxEU.org, 17 August 2012.

De Roover, R. (1999), *The rise and decline of the Medici Bank: 1397-1494*, Beard Books.

Debrun, X., Ostry, J.D., Willems, T., Wyplosz, C. (2019), *Public Debt Sustainability*, in "Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners", (a cura di) S. Ali Abbas & K. Rogoff, Oxford, Oxford University Press.

Draghi, M. (2011), *Una riflessione a trent'anni dalla lettera del Ministro Andreatta al Governatore Ciampi che avviò il "divorzio" tra il Ministero del Tesoro e la Banca d'Italia*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi al convegno "L'autonomia della politica monetaria", 15 febbraio 2011.

ECB (2016), *Government debt reduction strategies in the euro area*, Economic Bulletin #3.



Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R.P., Mitchener, K.J. (2019), *Public Debt through the Ages*, in "Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners", (a cura di) S. Ali Abbas & K. Rogoff, Oxford, Oxford University Press.

Feld, L., Schmidt, C., Schnabel, I., Wieland, V. (2018), *Refocusing the European fiscal framework*, VoxEU.org, 12 settembre 2018.

Francesco, M., Pace, A. (2008), *Il debito pubblico italiano dall'unità ad oggi. Una ricostruzione della serie storica*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, #2008/31.

Gros, D. (2017), *Banks as buyers of last resort for government bonds*, CEPS Policy Insight, #30.

Herndon, T., Ash, M., Pollin, R. (2014), 'Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff', *Cambridge journal of economics*, Volume 38, pp. 257-279.

Horvath, B.L., Huizinga, H. (2015), 'Does the European financial stability facility bail out sovereigns or banks? An event study', *Journal of Money, Credit and Banking*, Volume 47, pp. 177-206.

Hutson, E., Kearney, C. (1999), 'The Asian financial crisis and the role of the IMF: a survey', *Journal of the Asia Pacific Economy*, Volume 4, pp. 393-412.

Jonasson, T., Papaioannou, M.G., Williams, M. (2019), *Debt Management*, in "Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners", (a cura di) S. Ali Abbas & K. Rogoff, Oxford, Oxford University Press.

Jordà, Ò., Schularick, M., Taylor, A.M. (2014), *Private credit and public debt in financial crises*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, #2014-07.

Katz, S.S. (1999), The Asian Crisis, the IMF and the Critics. *Eastern Economic Journal*, Volume 25, pp. 421-439.

Kelly, M. (2010), *Whatever Happened to Ireland?*, CEPR Discussion Paper, #DP7811.

Kumar, M., Woo, J. (2010), *Public debt and growth*, IMF working paper, #10/174.

Lanotte, M., Tommasino, P. (2018), *Recent developments in the regulatory treatment of sovereign exposures*, VoxEU.org, 5 February 2018.

Lott, J.R., Kenny, L.W. (1999), 'Did women's suffrage change the size and scope of government?', *Journal of political Economy*, Volume 107, pp. 1163-1198.

Olivari, S. (2019), *Abbatere il debito con un'imposta patrimoniale?*, Osservatorio sui Conti Pubblici Italiani, giugno 2019.



Pesole, D. (2019), *Spending review, in 12 anni pochi tagli: raggiunto solo il 30% degli obiettivi*, Sole24ore, 25 aprile 2019.

Petrini, R. (2018), *Perché l'idea tedesca dei 'Btp obbligatori' sarebbe un disastro per l'Italia*, la Repubblica, 28 ottobre 2018.

Pisani-Ferry, J., Zettelmeyer, J. (2019), *Risk sharing plus market discipline: A new paradigm for euro area reform? A Debate*, VoxEU.org, 18 June 2019.

Reinhart, C.M., Kirkegaard, J.F., Sbrancia, M.B. (2011), *Financial repression redux*, *Finance and Development*, pp. 22-26.

Reinhart, C.M., Reinhart, V.R., Rogoff, K.S. (2012), *Public debt overhangs: advanced-economy episodes since 1800*, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 26, pp. 69-86.

Reinhart, C.M., Rogoff, K. S. (2009), *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.

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

Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2011), *From financial crash to debt crisis*, *American Economic Review*, Volume 101, pp. 1676-1706.

Varesi, V. (2011), *La ricetta choc di Modiano Patrimoniale da 200 miliardi*, La Repubblica, 7 luglio 2011.

Rossi, S. (2014), *Politica monetaria e indipendenza delle banche centrali: l'esperienza della Banca Centrale Europea nella crisi globale*, intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia.

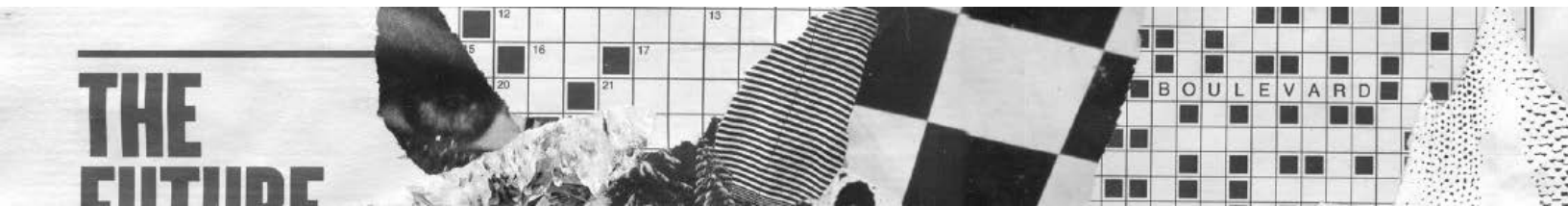
Sapir, A. (2018), *High public debt in euroarea countries: comparing*, Bruegel Policy Contribution, #15.

Tortuga, (2018), *Si può ridurre il debito aumentando il deficit?*, Rubrica Pachidermi e Pappagalli, Osservatorio dei Conti Pubblici - Università Cattolica del Sacro Cuore.

Appendice - Tabelle online

L'allegato a cui fa riferimento questo rapporto è scaricabile al seguente link

<https://drive.google.com/open?id=1TiEeTSUZSqa43U-5A7kojWNBnMvcGRGH>



L' **Osservatorio Internazionale per la Coesione e l'Inclusione Sociale** è un progetto nato nell'ambito del Festival **SOCIAL COHESION DAYS**
Promosso da *Fondazione Easy Care*
Via A. Gramsci 54/H - 42124 Reggio Emilia
Tel.: +39 0522 378622 - 378715
Email: info@osservatoriocoesionesociale.it
Web: www.osservatoriocoesionesociale.eu

