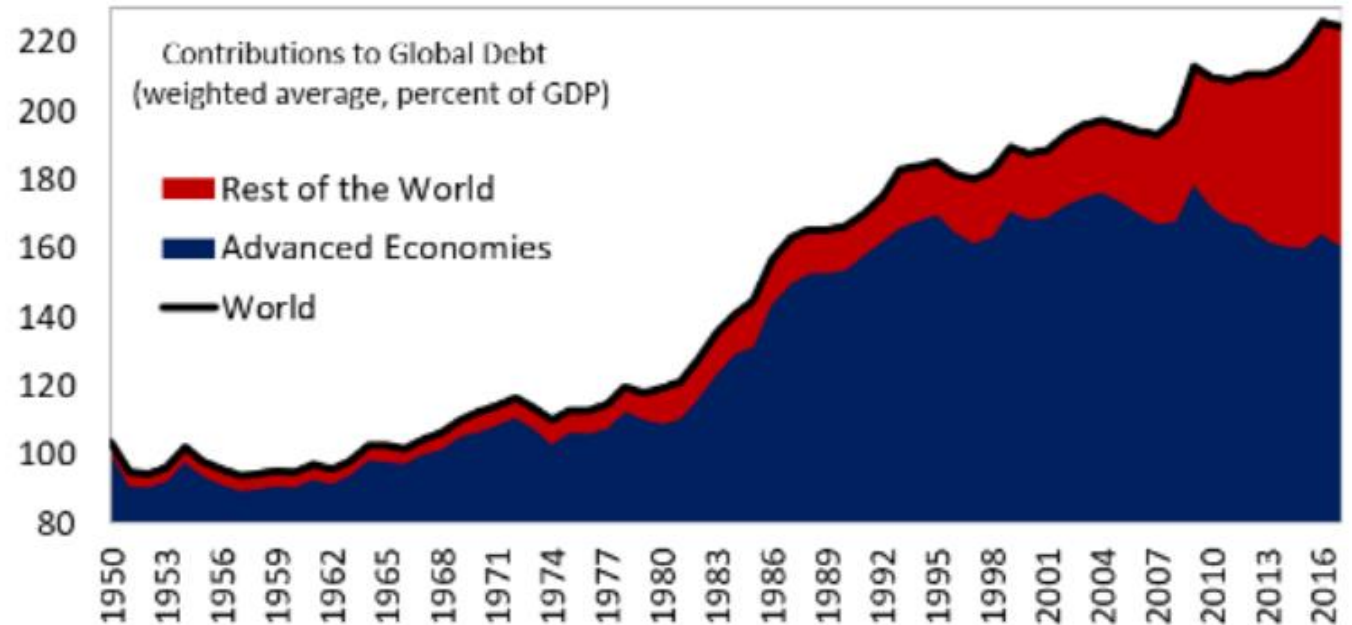


IL SOVRAINDEBITAMENTO DEGLI STATI

- Il sovraindebitamento problema anche di diritto costituzionale
- Gli Stati che perdono il controllo del debito perdono anche il controllo della sovranità
- In Europa livelli diversi di controllo:
 - A) preventivo
 - B) moral suasion
 - C) sostitutivo
- Vi sono poi gli strumenti di politica monetaria che dovrebbero essere utilizzati in via eccezionale per consentire il funzionamento delle regole

MONDO

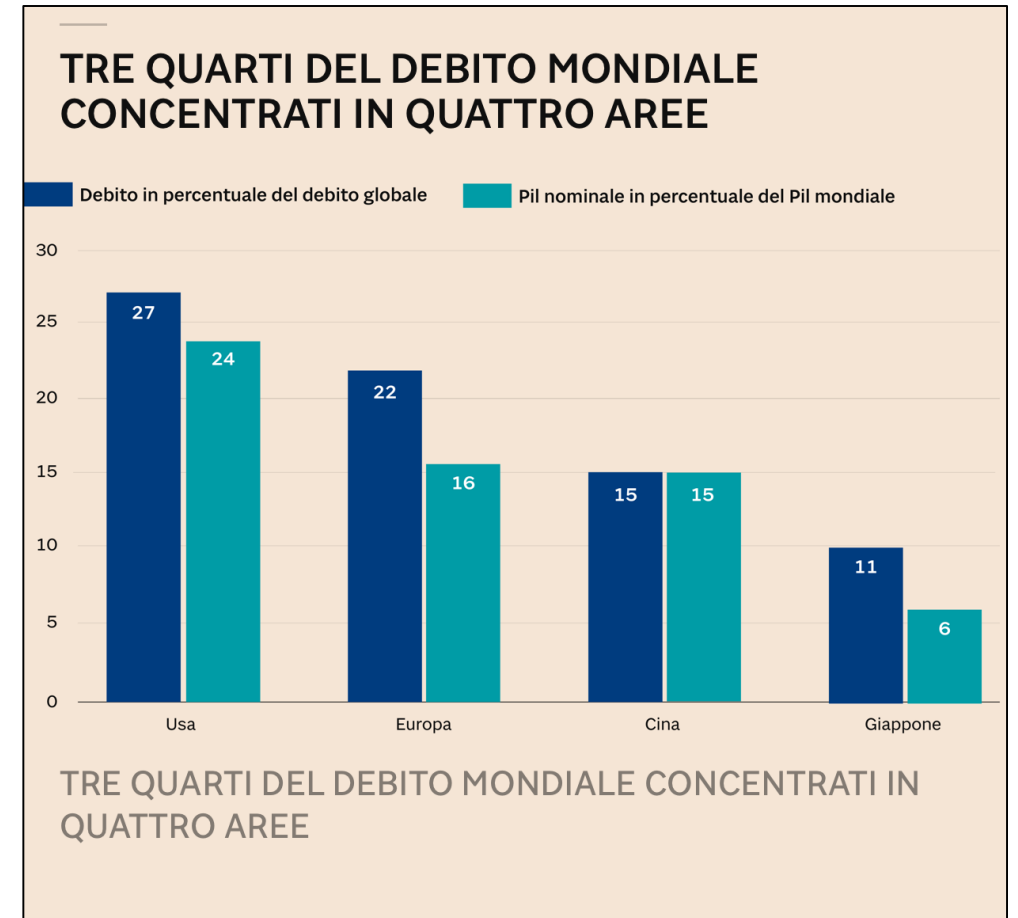
- Il mondo è molto indebitato.
- La percentuale complessiva di indebitamento rispetto al PIL è enormemente aumentato rispetto agli anni 60.
- In parte fisiologico. Lo sviluppo economico costa; la stabilità delle società costa; il welfare costa.
- Inoltre i politici amano spendere: nella letteratura economica gli uomini politici sono qualificabili come agenti economici che cercano di massimizzare voti e la democrazia è “libera concorrenza per libero voto”.
- Questa tendenza si incrementa nelle c.d. società “ a somma zero” cioè quelle società dove non vi è più crescita economica e si cerca la mobilità sociale attraverso interventi dello Stato
- Da qui l'importanza di regole anche costituzionali sul debito



Global debt has reached an all-time high of \$184 trillion in nominal terms, the equivalent of 225 percent of GDP in 2017

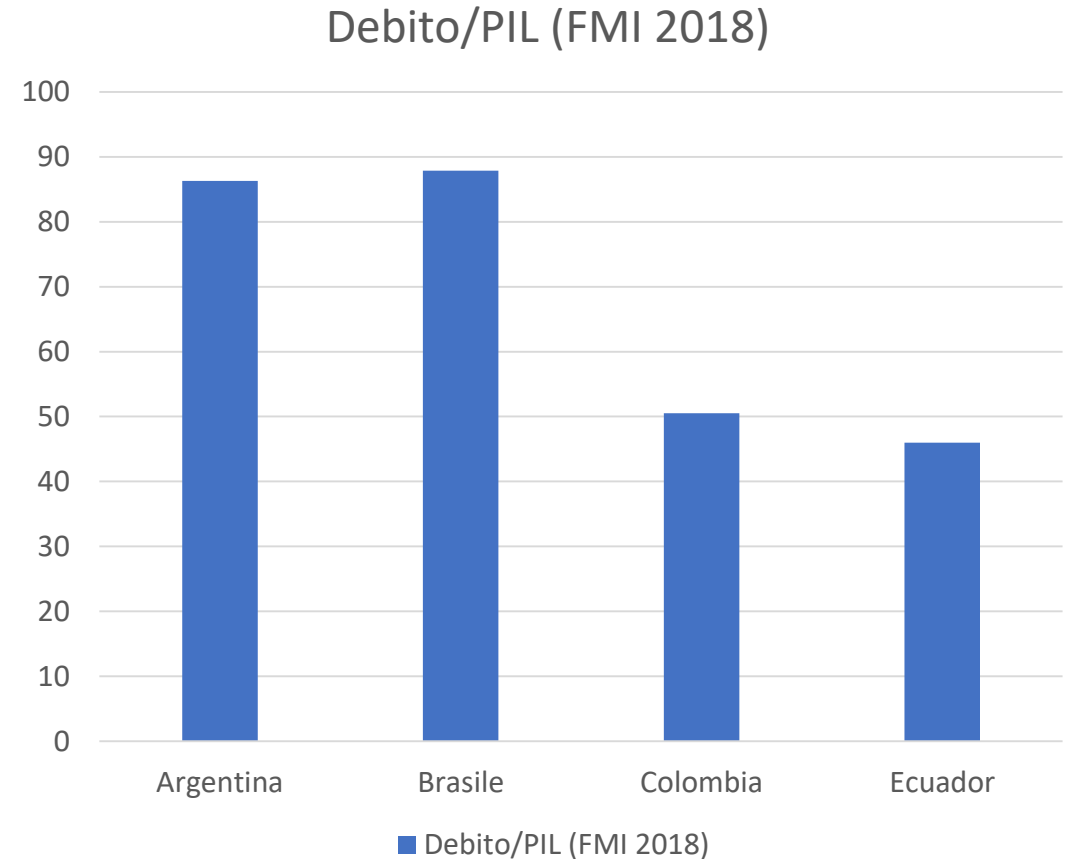
MONDO

- Il mondo è indebitato ma il debito più elevato è fortemente concentrato nelle economie più sviluppate.
- Il debito è necessario per lo sviluppo economico
- Debiti anche elevati possono essere sostenibili
- La sostenibilità di un debito anche elevato è data da un insieme di fattori (breve o lungo, tipologia di valuta e altri) ma soprattutto da chi detiene il rischio e dagli ombrelli di protezione
 - Es. estremo Giappone dove la Banca centrale detiene quasi il 100\100 del rischio a fronte del 20\100 della FED USA o del 30\100 della BCE in Europa.
- Nel caso di debito detenuto da investitori internazionali, la fiducia del mercato sul rimborso.



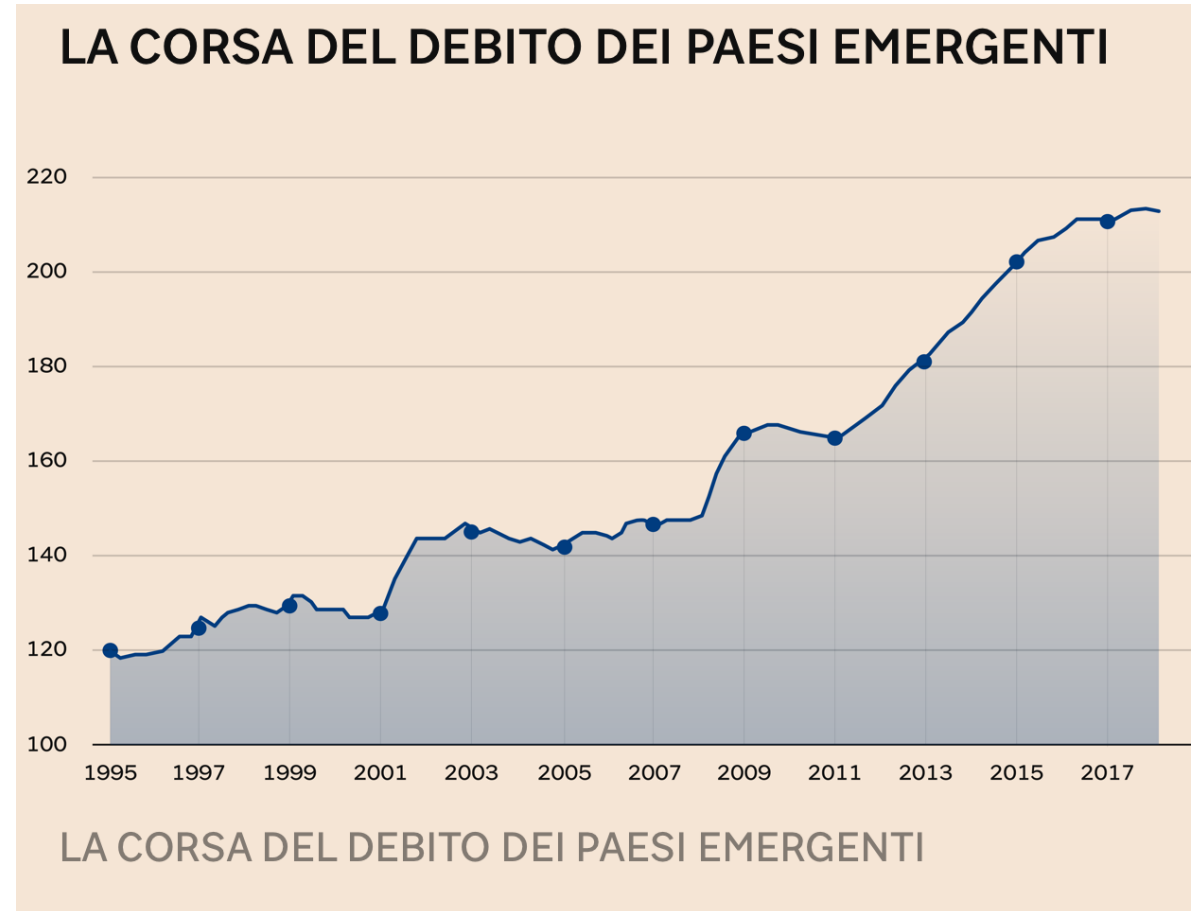
MONDO

- In genere America Latina meno indebitata.
- Tuttavia meno sostenibile per un peso di interessi maggiore derivante da una percezione di rischio più elevata



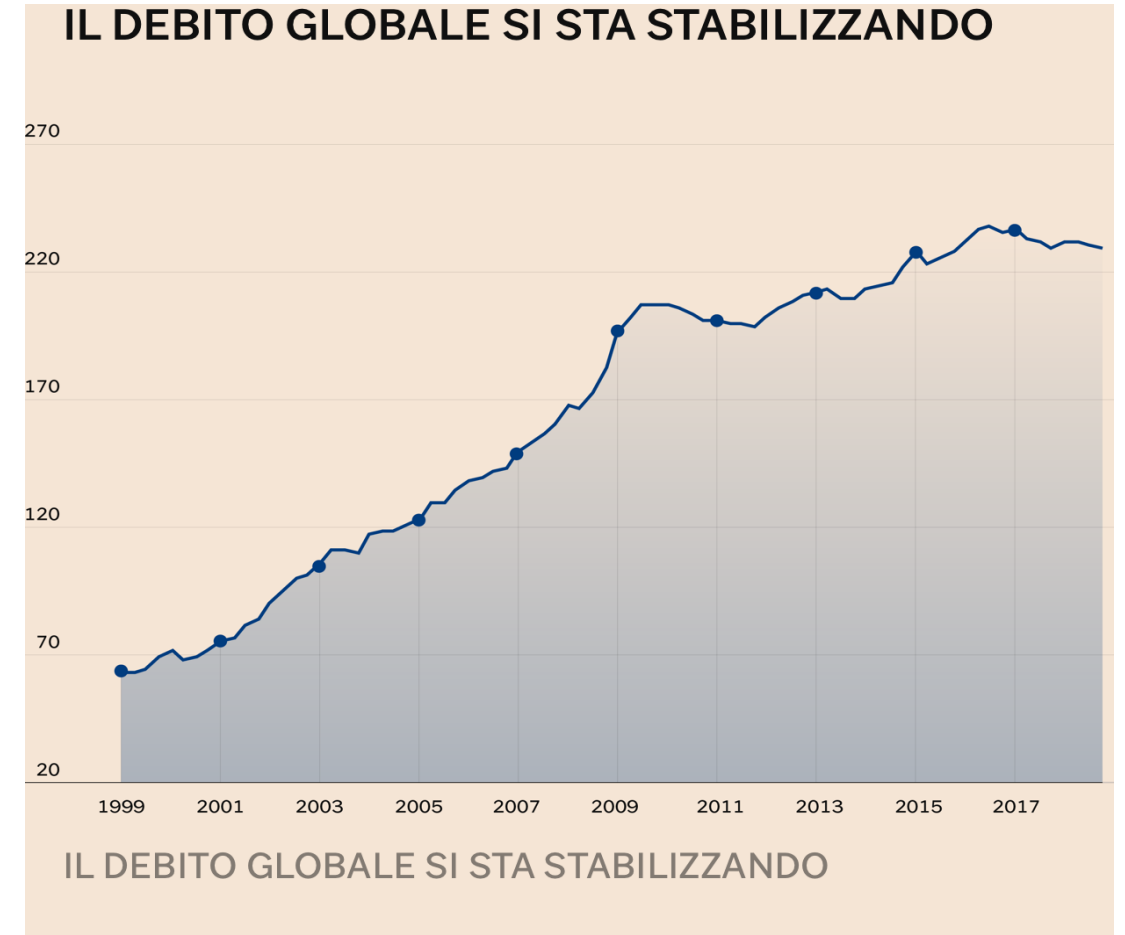
MONDO

- Una tendenza verso l'aumento del debito dei paesi emergenti: normale per paesi in via di sviluppo.
- Il problema della fiducia del mercato



MONDO

- Dopo l'impennata del debito nel mondo negli anni della crisi una tendenza verso la stabilizzazione nonostante la parallela crescita del debito dei paesi emergenti.
- Una prima domanda: i meccanismi costituzionali introdotti in Europa dopo la crisi hanno iniziato a funzionare ?



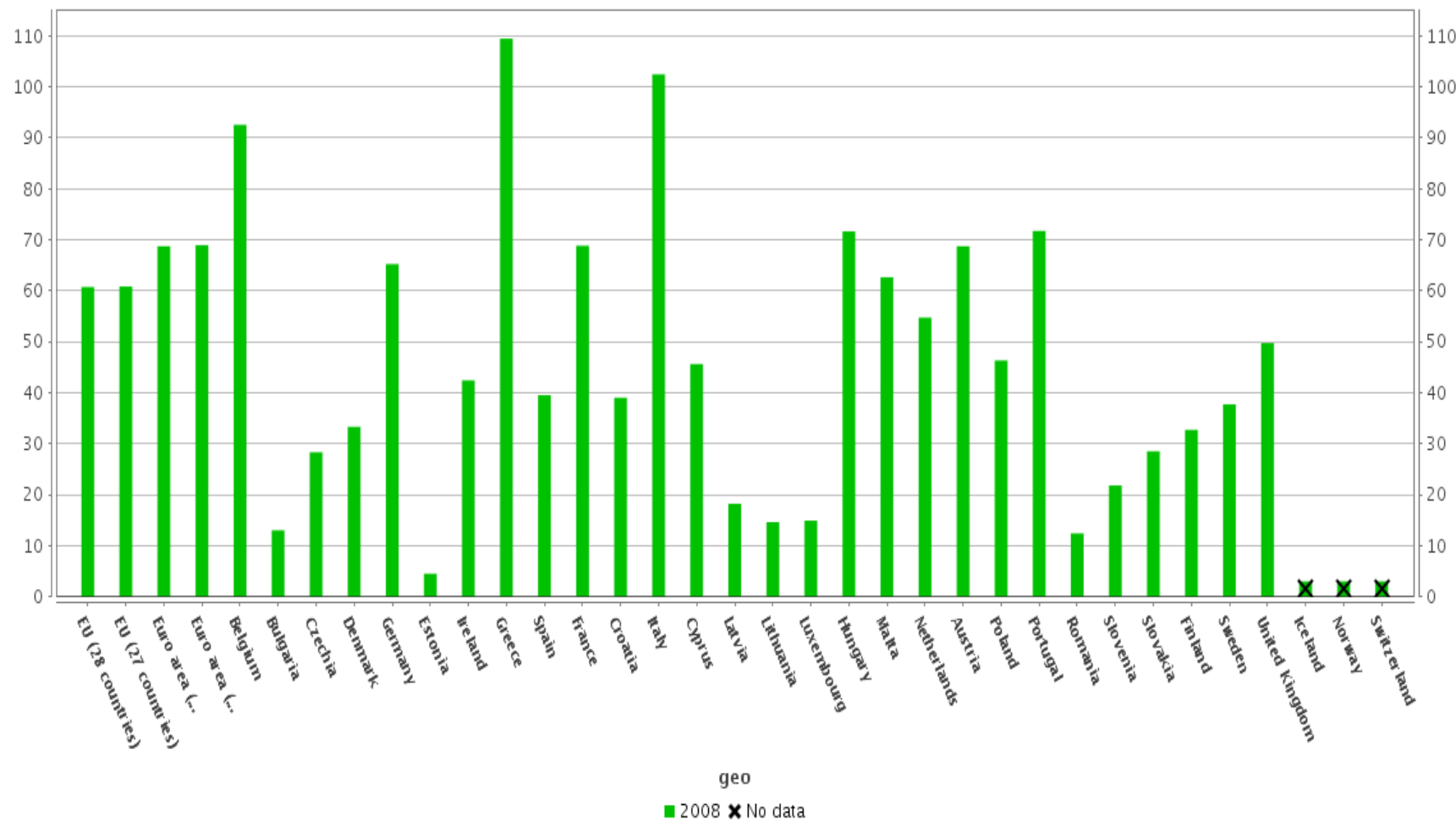
MONDO

- Dati provenienti da uno studio di una banca di investimento. Rappresenta il debito nel suo complesso.
- Spesso questi dati sono utilizzati dai politici per giustificare il ricorso a nuovo debito pubblico
- Tre ragioni per cui questo ragionamento non funziona:
 - Il debito delle imprese indica anche che vi sono molte imprese e che investono;
 - Il debito delle imprese è normalmente interno;
 - Il parametro di riferimento per i tassi è il debito pubblico. Al salire dei tassi di interesse del debito pubblico salgono anche i tassi di interesse del debito privato per il maggior costo della liquidità delle banche.

LA COMPOSIZIONE DEL DEBITO DEI PAESI SVILUPPATI					
QUARTO TRIMESTRE 2018	TOTALE	GOVERNATIVO	AZIENDALE NON FINANZIARIO	DELLE FAMIGLIE	FINANZIARIO
Irlanda	671	73	193	43	362
Olanda	626	58	169	102	296
Giappone	537	225	102	55	154
Danimarca	495	41	111	116	227
Regno Unito	452	103	84	87	178
Belgio	427	118	163	61	86
Svezia	409	39	159	89	121
Francia	398	111	145	60	81
EA	388	97	107	58	126
Svizzera	385	32	120	130	104
Canada	377	82	114	101	79
Portogallo	367	135	99	67	65
Norvegia	364	36	138	102	88
Stati Uniti	326	100	73	75	78
Spagna	317	109	93	59	57
ITALIA	311	141	70	41	59
Grecia	304	183	56	52	13
Finlandia	296	62	115	67	53
Australia	291	40	76	122	53
Austria	273	84	91	49	50
Germania	236	65	56	53	62

EUROPA

General government gross debt
Percentage of gross domestic product (GDP)



- Debito 2008
- L'Europa non è omogenea in relazione all'entità del debito

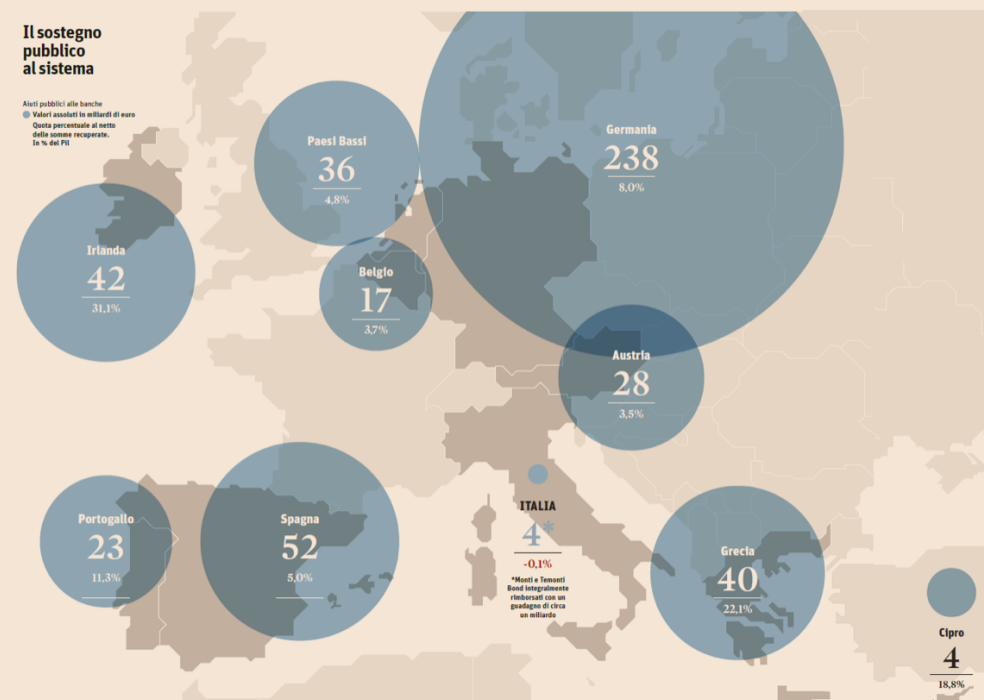
EUROPA

- Dati BCE sui costi dei salvataggi
- Tra il 2008 e il 2014 in Europa 800 miliardi di euro (di cui 330 recuperati).
- Germania paese che ha investito di più: 238 miliardi.

FINANZA

Quali banche europee hanno ricevuto più aiuti pubblici? Tra il 2008 e il 2014 spesi 800 miliardi di euro

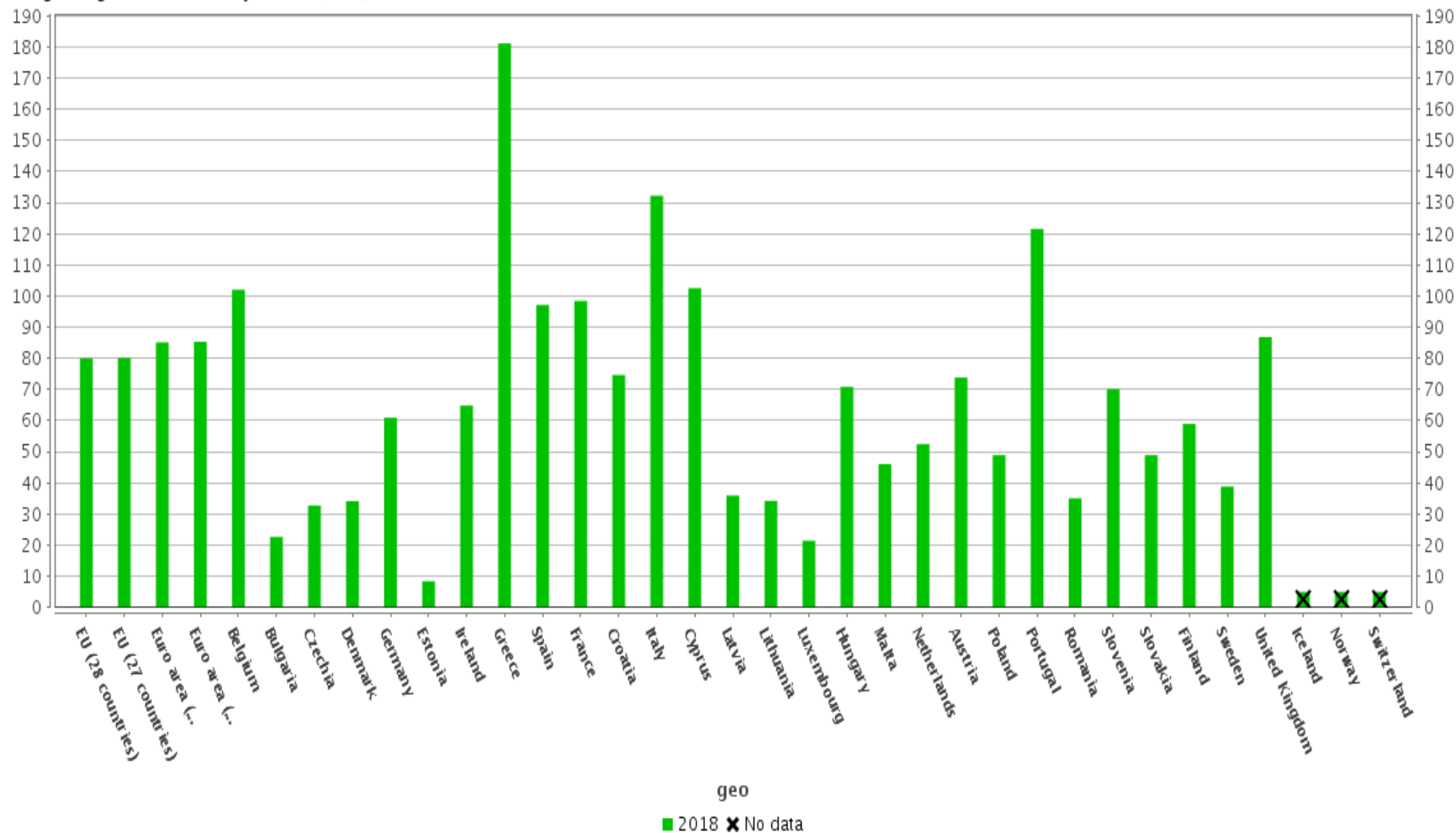
Infodata | 16 febbraio 2016



EUROPA

General government gross debt

Percentage of gross domestic product (GDP)



- Debito 2018
- Il livello del debito aumenta moltissimo dopo la crisi per due ragioni:
 - a) caduta del pil
 - b) salvataggi bancari

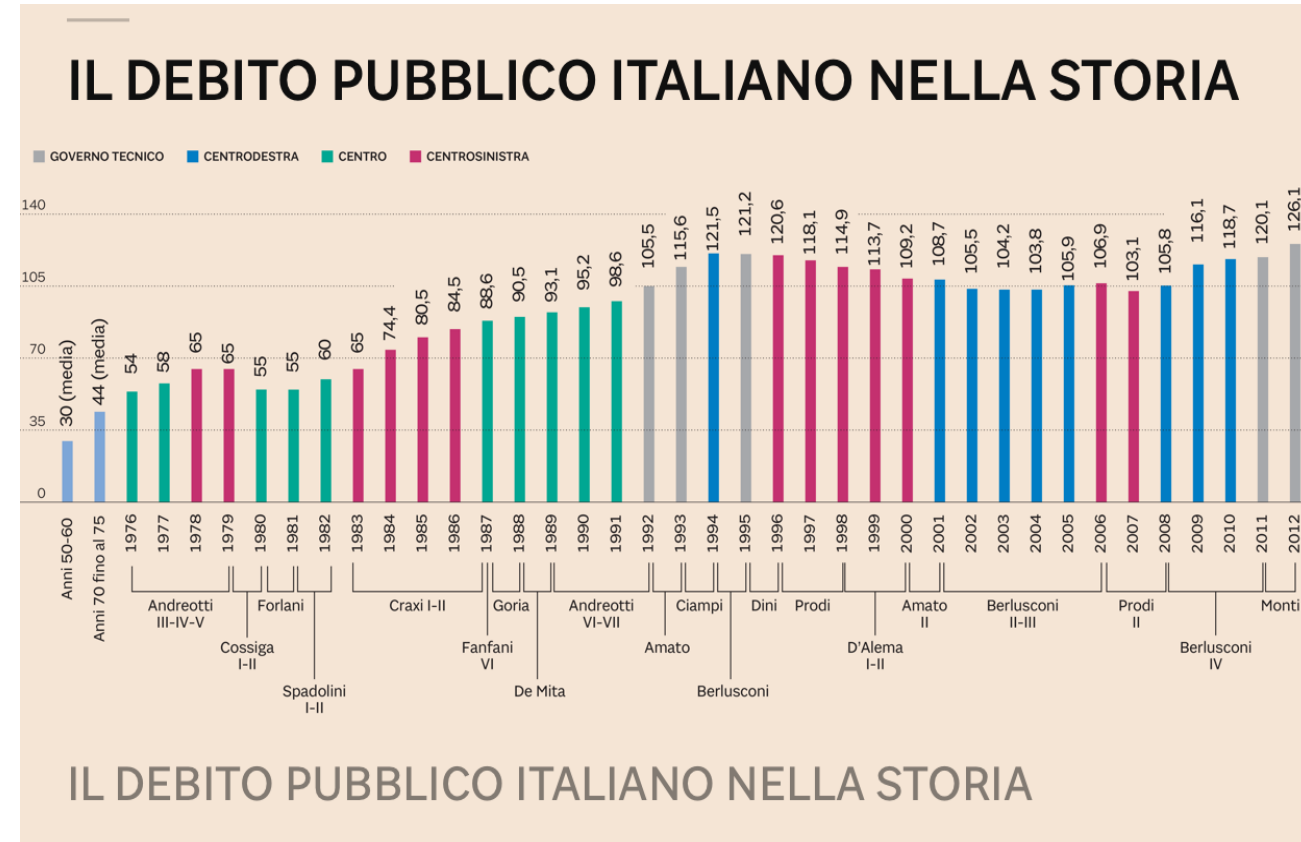
ITALIA

- A parte i picchi delle due guerre costante crescita del debito italiano dagli anni 70, con picco dagli anni 80 agli anni 90;
- Diminuzione con i vincoli di Maastricht
- Crescita di nuovo dopo la crisi, principalmente per contrazione del PIL.



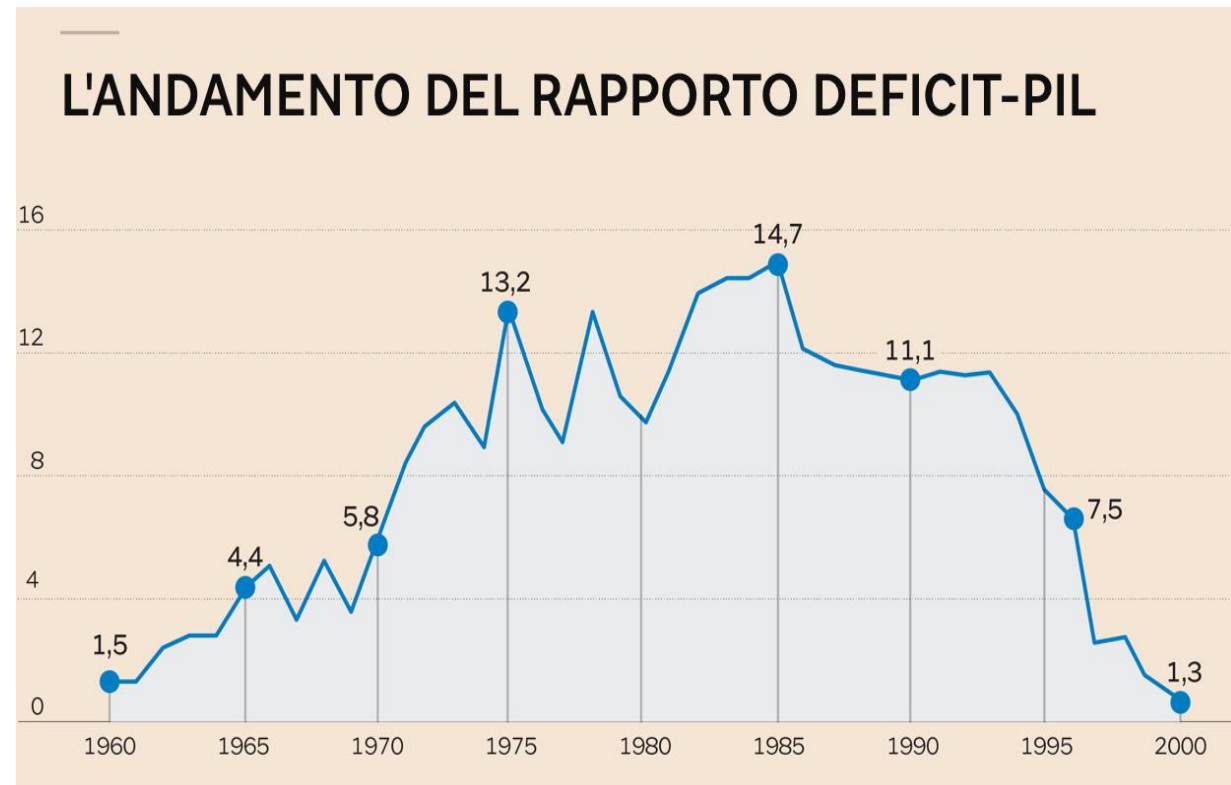
ITALIA

- Il ventennio perduto e irrecuperabile: dal 1975 al 1995 il debito cresce dal 54% al 121%
- Si può ritenere che la crescita dagli anni 60 agli anni 70 sia fisiologica per un paese in via di sviluppo che deve investire non solo in stato sociale ma anche in infrastrutture
- Però negli anni 70 il paese è già ampiamente sviluppato e in tre anni da 1983 al 1986, il debito cresce del 20% pur in presenza di una stagione di crescita economica mediamente intorno al 3%



ITALIA

- Perché ?
- Perché dalla metà degli anni 70 il deficit viaggiava in media oltre il 10% con picchi durante i governi Craxi fino ad oltre il 14 %. Se pensiamo che oggi ragioniamo di deficit intorno al 2 - 2,4 % possiamo dire che il patto di stabilità a qualcosa è servito.
- Un deficit di questa portata si poteva finanziare solo attraverso tassi di finanziamento inferiori all'inflazione, possibile dal 1975 al 1981 in conseguenza dell'impegno della Banca d'Italia di comprare alle aste i titoli di Stati invenduti, tenendo così i tassi di interesse sul debito ragionevolmente bassi.
- Nel 1981 la Banca d'Italia si libera da quest'obbligo permettendo alla lira di restare nello SME



ITALIA

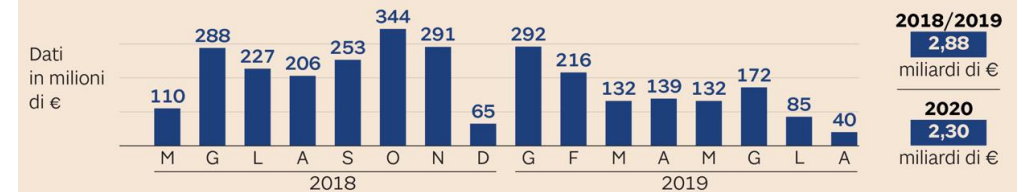
- Per i paesi con debito alto il problema è l'extra costo. Il costo degli interessi al servizio del debito rispetto ai paesi più virtuosi.
- L'esempio di questa slide riguarda la Spagna non la Germania.
- L'Italia paga un extra costo derivante da una maggior percezione di rischio del suo debito rispetto alla Spagna.
- E' questo extra costo che deve essere in ogni modo evitato
- Italia deve emettere ogni anno circa 400 miliardi di euro di debito. Spesa per interessi circa 60 miliardi euro pari al 3,6% del PIL
- Con un tasso di crescita intorno al 2-3% progressivamente si ridurrebbe il peso del debito

IL CONFRONTO ITALIA-SPAGNA

Rendimento dei titoli di stato decennali italiani e spagnoli



Extra-costo per emissione dei titoli italiani. Nel conteggio sono considerati anche i mesi da gennaio ad aprile



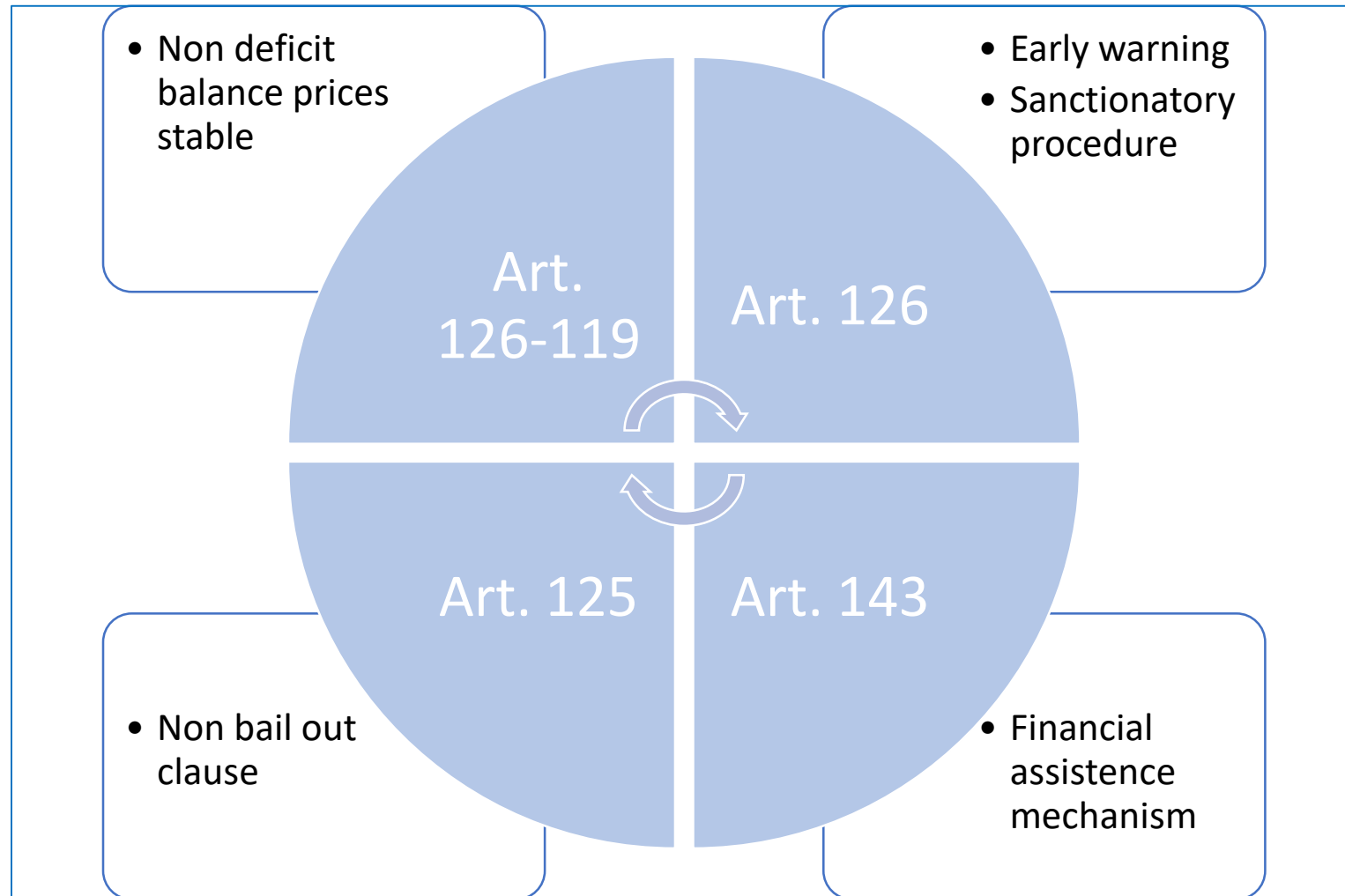
Nota: l'extra costo è calcolato sulle emissioni di titoli di Stato effettivamente realizzate ogni mese su tutte le scadenze. Per extra-costo si intende quanto l'Italia spende in interessi dal maggio 2018 a fine 2019 rispetto ai tassi pagati dalla Spagna: se i rendimenti italiani si fossero mossi come quelli spagnoli, questo extra-costo sarebbe stato nullo

STRUMENTI PREVENTIVI

- Gli uffici parlamentari di Bilancio (UPB) sono organi indipendenti per eliminare le asimmetrie tra governo detentore dei numeri nelle manovre finanziarie e il Parlamento.
- L'OCSE ha evidenziato il ruolo positivo di queste istituzioni sulla credibilità e qualità delle politiche pubbliche, approvando alcune linee guida relative alla loro costituzione.
- L'UPB opera nel "sistema" degli analoghi *Fiscal Councils* istituiti dagli Stati membri, coordinati dall'*European Fiscal Board*, autorità chiamata a verificare l'andamento dei conti pubblici e il rispetto delle regole per conto della Commissione europea.
- I c.d. *Fiscal Councils* rispondono proprio all'esigenza di assicurare nel sistema euro-nazionale di governo dei conti pubblici l'attendibilità delle stime previsionali sottoposte all'esame dei Parlamenti nazionali per assicurare la credibilità e la "tenuta" delle regole di governo dei conti pubblici.
- Necessità di una cultura istituzionale in grado di rispettare le valutazioni delle autorità indipendenti

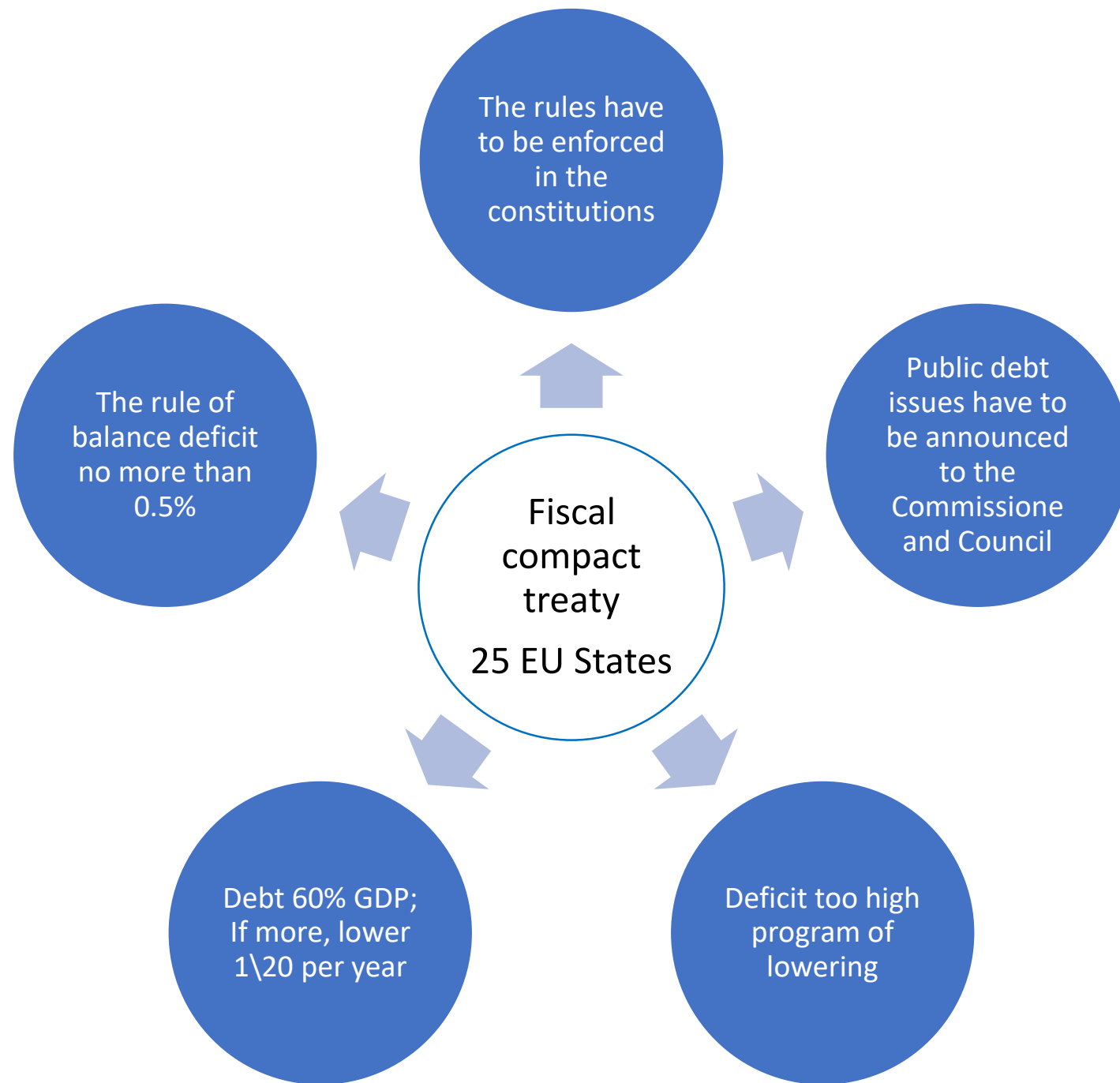
STRUMENTI di MORAL SUASION

- Presupposto: Stato non abbia perso il controllo del debito
- Queste regole hanno la funzione di spingere gli Stati ad una politica di bilancio responsabile ma si basano sul presupposto che lo Stato non abbia perso il controllo del debito
- Evitare pressioni sulla Banca Centrale Europea per una politica monetaria extra ordinem
- proteggere gli Stati dai mercati
- Sanzioni per eccesso di deficit non sono mai stata emanate



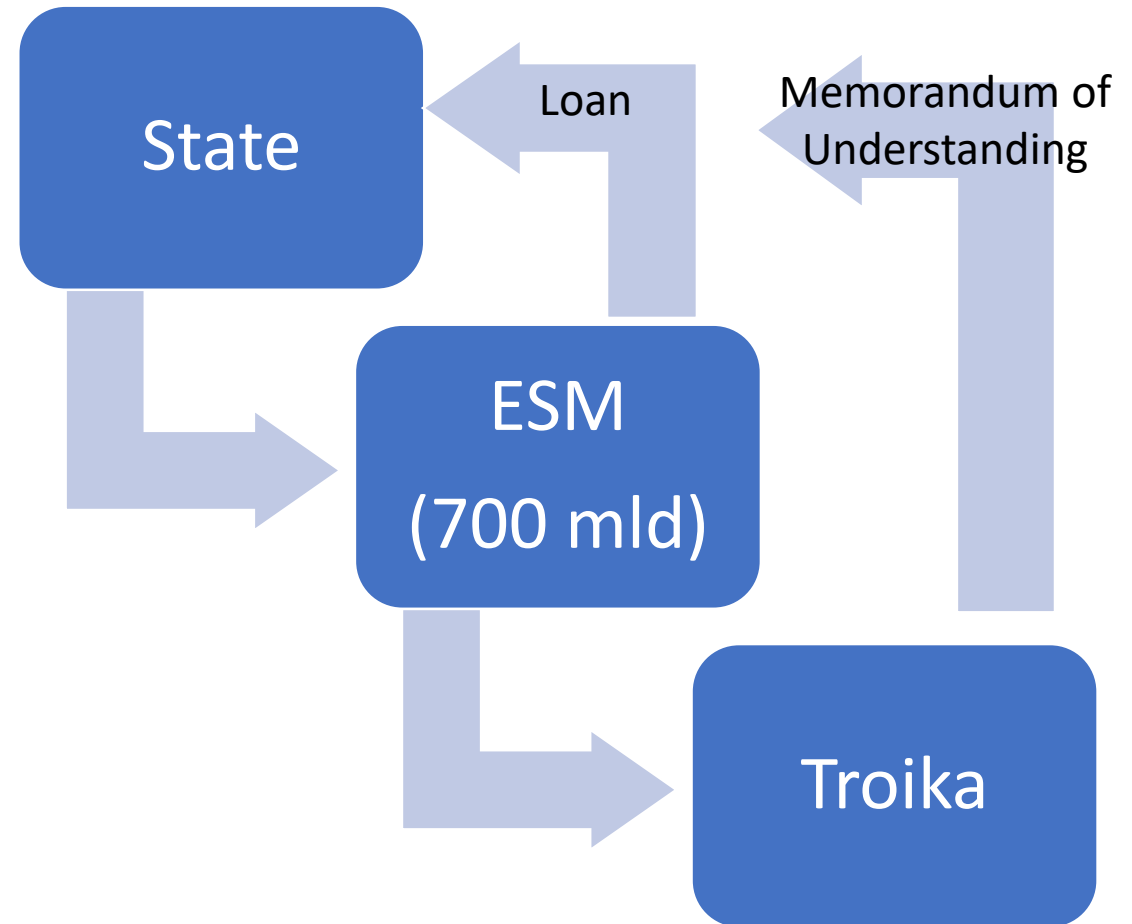
STRUMENTI

- Moral Suasion
- Fiscal Compact



STRUMENTI SOSTITUTIVI SOVRANITA'

- La perdita del controllo del debito produce anche la perdita della sovranità non solo finanziaria.
- Dalla moral suasion alla perdita della sovranità
- Le condizionalità dei MOU
- Possiamo ritenere che un debito tanto elevato sia sostenibile per la esistenza di uno strumento di salvataggio ?



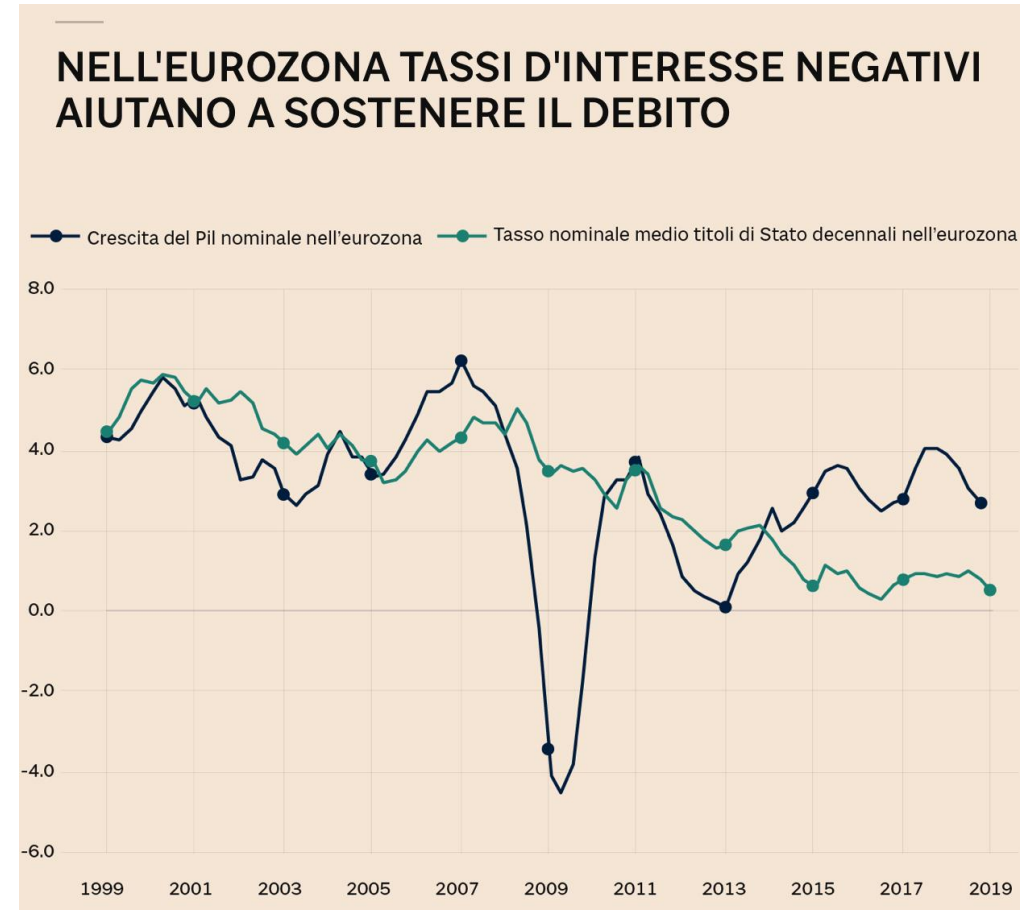
STRUMENTI POLITICA MONETARIA

- **FED**
- dicembre 2008: Quantitative Easing 1 :1000 miliardi di dollari in acquisto di Treasury bond
- ZIRP (zero interest rate policy) tasso interesse principale a 0%

- **La evoluzione della politica monetaria della BCE:**
- 2011-2012 operazioni LTRO (*long term refinancing operation*) 1000 miliardi al sistema bancario a bassi tassi di interesse . Non funziona.
- 2014-2016 TLTRO : prestiti finalizzati dalla BCE alle banche a bassi tassi per prestiti a famiglie e imprese
- 2012 OMT: possibilità di acquisto sul mercato secondario di titoli di paesi in difficoltà che hanno accettato le condizionalità dell'ESM. Finalità: evitare la speculazione finanziaria nei confronti dei paesi ad alto debito
- 2015 Q.E acquisto mensile sul secondario di titoli di stato: 2600 miliardi di euro; 20% PIL eurozona; 363 miliardi di euro di titoli di Stato italiani. Finalità: creare moneta e inflazione.
- Settembre 2019. Nuovo QE 20 miliardi al mese senza scadenza.

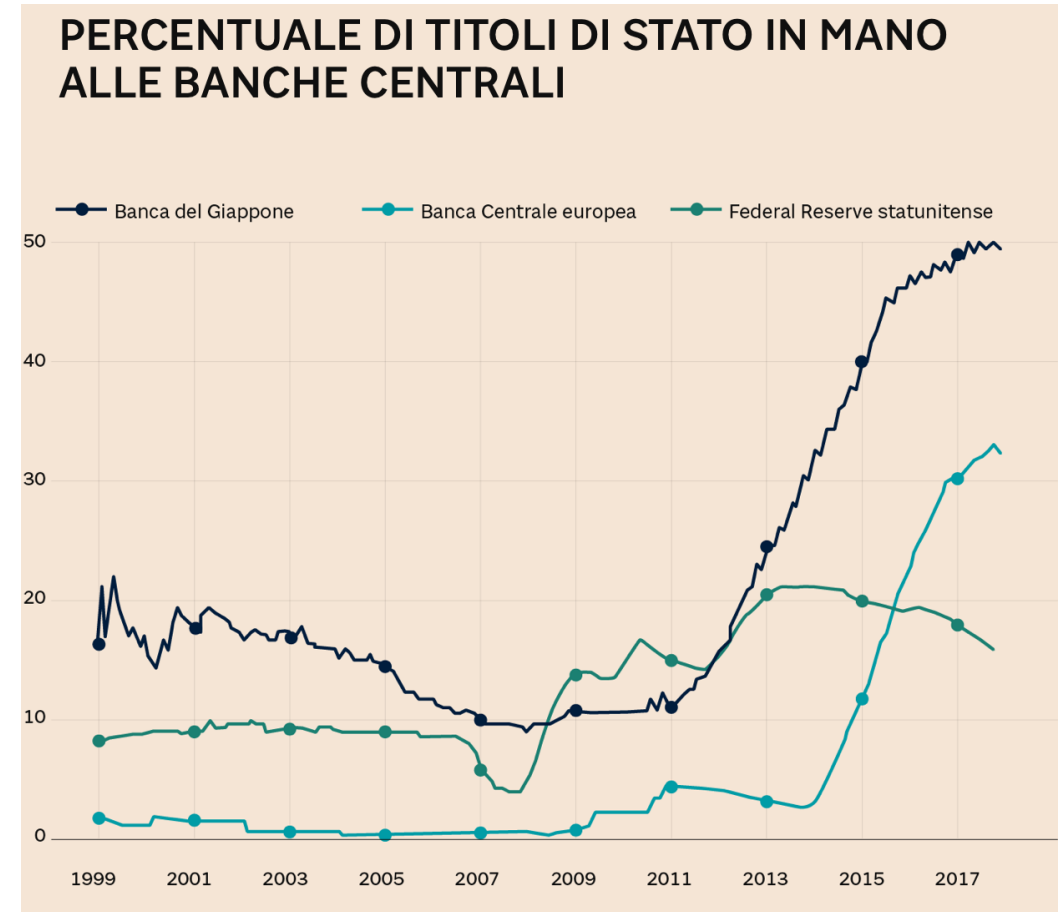
EFFETTI POLITICA MONETARIA

- La spesa per interessi a servizio del debito è passata dal 2012 alla fine del 2018 da 75 miliardi a 55 miliardi. Cioè è diminuita di quasi il 30%
- Uno degli effetti è il tasso sotto zero: nel mondo vi sono 10 mila miliardi di dollari di bond pubblici con interessi negativi e il 38 % di questi appartiene all'eurozona.
- Gli effetti negativi sulla redditività del sistema creditizio
- Due cadute :
 - 2012 ESM;
 - 2014 QE



EFFETTI POLITICA MONETARIA

- La giapponesizzazione del bilancio della BCE
- Una prima conclusione: dal 2012 ad oggi il peso del debito è stato supportato in gran parte dalla BCE
- È sostenibile ?
- E' necessario che le regole costituzionali e le istituzioni facciano la loro parte



INTERROGATIVI CONCLUSIVI

- Europa solo focalizzata sul debito. Tuttavia alti debiti si possono ridurre con crescita
- Un interrogativo provocatorio per l'Europa. Così come i paesi in deficit debbono risparmiare i paesi in surplus dovrebbero spendere ? La spinta deve venire solo dalla BCE?
- La road map europea del dicembre 2017 :
 - La trasformazione dell' ESM in Fondo monetario europeo; la costituzione di un ministro delle finanze europeo (evidentemente non attuato)
 - SU ESM
 - A) la modifica dei voti
 - B) la previsione di valutazione anche sociali ex ante sui MOU
 - C) la conformità dei MOU al diritto europeo